

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**OBLIKOVANJE PREVZEMNEGA MODELA Z UPORABO
FINANČNEGA VZVODA ZA DRUŽBO MELAMIN**

Ljubljana, september 2017

TOMAŽ ŠIFRAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Tomaž Šifrar, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Oblikovanje prevzemnega modela z uporabo finančnega vzvoda za družbo Melamin d.d., pripravljene v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Markom Pahorjem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani (ne soglašam);
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV PREVZEMA DRUŽBE Z UPORABO FINANČNEGA VZVODA.....	4
1.1 Zgodovina in razvoj prevzemov z uporabo finančnega vzvoda.....	5
1.2 Finančni instrumenti, uporabljeni pri uporabi finančnega vzvoda za prevzem družb.....	7
1.3 Prepoznavanje potencialne tarče za prevzem.....	10
1.3.1 Prosti denarni tok.....	11
1.3.2 Majhna zadolženost oziroma neto pozitivno finančno stanje in zmožnost odplačila finančnega dolga družbe, nastalega pri prevzemu s finančnim vzvodom	12
1.3.3 Podcenjenost delnice	14
1.3.4 Operativne značilnosti	14
1.4 Ustvarjanje vrednosti pri prevzemih s finančnim vzvodom	15
1.4.1 Davčni ščit	15
1.4.2 Izboljšanje učinkovitosti	16
1.4.3 Uporaba finančnega vzvoda.....	18
1.5 Prodaja družb, ki so jih prevzeli skladi, ki uporabljajo finančni vzvod za prevzem.....	20
2 PREDSTAVITEV PRIMERA PREVZEMA DRUŽBE MESSER GRIESHEIM, PRI KATEREM JE BIL UPORABLJEN FINANČNI VZVOD... 22	22
2.1 Dogajanje in razvoj prevzemov s finančnim vzvodom v kemični industriji	22
2.2 Prevzemni mnogokratniki v kemični industriji.....	23
2.3 Zgodovina poslovanja družbe Messer Group Gmbh	24
2.4 Dogajanje v panogi družbe Messer Griesheim	25
2.5 Ustanovitev družbe MEC Holding.....	26
2.6 Prodaja Messer Griesheim	27
2.6.1 Opis prevzema družbe Messer Griesheim	27
2.6.2 Strategija upravljanja družbe Messer Griesheim	29
2.6.3 Ustvarjanje vrednosti	30
2.6.4 Prodaja družbe Messer Griesheim	33
2.6.5 Poslovanje družb okoli družine Messer po izhodu PE-skladov.....	34
3 RAZISKAVA: ŠTUDIJA PRIMERA PREVZEMA DRUŽBE MELAMIN D.D.	35
3.1 Zasnova raziskave in metodologija.....	35
3.1.1 Namen in cilj raziskave ter raziskovalna vprašanja.....	35
3.1.2 Zasnova in načrt raziskave z izbrano metodologijo	35

3.1.3	Omejitve raziskave	36
3.2	Predstavitev zgodovine družbe Melamin d.d.....	37
3.3	Pregled primernosti družbe Melamin za izvedbo prevzema družbe s finančnim vzvodom.....	37
3.3.1	Prosti denarni tok.....	37
3.3.2	Finančno stanje in zmožnost odplačila finančnega dolga družbe	38
3.3.3	Operativne značilnosti	39
3.4	Dogajanje v panogi družbe Melamin.....	39
3.4.1	Opis proizvoda.....	39
3.4.2	Pregled trga melamina.....	40
3.5	Spremembe lastništva družbe Melamin in nastop insolventnosti največjega družbenika NFD Holding, d.d. – v stečaju	40
3.6	Poslovanje družbe Melamin.....	44
3.7	Konkurenca.....	46
3.7.1	Allnex	46
3.7.2	Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy S. A.....	46
3.7.3	Borealis.....	47
3.8	Izbrana načina vrednotenja družbe Melamin d.d.....	48
3.9	Vrednotenja v panogi in vrednotenje družbe Melamin	49
3.10	Nakup deležev.....	51
3.11	Financiranje prevzema.....	53
3.12	Strategija upravljanja	54
3.13	Ustvarjanje vrednosti	55
3.13.1	Projekcije Izkaza poslovnega izida	55
3.13.2	Projekcije Bilance stanja	57
3.13.3	Projekcije Izkazov denarnih tokov	58
3.13.4	Družba smartMELAMINE.....	58
3.14	Prodaja družbe	58
4	DISKUSIJA IN ODGOVORI NA RAZISKOVALNI VPRAŠANJI.....	59
	SKLEP.....	61
	LITERATURA IN VIRI.....	62
	PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Prikaz vseh vrst finančnih instrumentov in vrstnega reda poplačil zapadlosti finančnih instrumentov pri prevzemu s finančnim vzvodom v primeru insolventnega dogodka	8
Tabela 2: Poslovanje družbe Messer Griesheim pred in po prevzemu.....	28
Tabela 3: Prikaz ključnih postavk iz izkaza poslovnega izida družbe Messer Griesheim ..	30
Tabela 4: Prikaz poslovanja družbe Messer v obdobju med letoma 2004 in 2007	34
Tabela 5: Prikaz rasti prihodkov družbe MEC Holding v obdobju med leti 2004 in 2007.	35
Tabela 6: Prikaz 10. največjih lastnikov družbe Melamin po dokapitalizaciji, dne 30. 4. 2012	42
Tabela 7: Prikaz desetih največjih lastnikov družbe Melamin po dokapitalizaciji, dne 31. 12. 2016	42
Tabela 8: Prikaz ločitvenih upnikov in vrstnega reda le-teh na delnicah družbe Melamin v insolventnem postopku družbe NFD Holding d.d. – v stečaju	43
Tabela 9: IRR-analiza občutljivosti za prodajo družbe Melamin pred izplačilom zaposlenih	59

KAZALO SLIK

Slika 1: Prikaz razmerja med EBITDA in neto dolgom družbe Messer Grieshei, v obdobju med letoma 1996 in 2003	31
Slika 2: Prikaz pogodbenih cen melamina (FD NWE €/t) v Evropi	47
Slika 3: Prikaz projekcije EBITDA v absolutnem znesku in kot relativna marža v kosmatem donosu	56

UVOD

Tema magistrskega dela, prevzem družbe s pomočjo finančnega vzvoda (angl. *leveraged buyout*, v nadaljevanju LBO), je pogosto raziskovana. Kot ugotavljam ob pregledu literature, strokovnih in znanstvenih člankov, gre za obliko prevzema, ki se je vse bolj začela uporabljati v 80. letih prejšnjega stoletja in je z izjemo kriz od tedaj v porastu uporabe. Znanstvena javnost je v omenjenem obdobju pogosto raziskovala vplive LBO na družbe, prevzete s pomočjo LBO (Kaplan & Strömberg, 2009; Halpern, Kieschnick, & Rotenberg, 1999; Davis, Tinsley, & Diekmann, 1994). Tema magistrskega dela je relevantna ker obravnava tri problematike, osnova katerih je globalna nizka donosnost netveganih naložb (Hale, 2016). Prva problematika, ki je značilna predvsem za zahodni svet, je doseganje donosov v obdobju nizkih obrestnih mer. Druga problematika zajema postavljanje novega zakonskega okvirja, ki bi lahko na ravni Slovenije spremenil oziroma pospešil konsolidacijo lastništva delniških družb. Tretja problematika zajema predmet preučevanja, družbo Melamin. Moje magistrsko delo je motivirano s predmetnim vprašanjem: kako izkoristiti čas nizkih obrestnih mer za doseganje boljših donosov (ob upoštevanju enakega tveganja), kot jih dosega trg, na katerega pavšalno¹ tudi odgovorim. Magistrsko delo torej jasno navede razpon donosa pri vsakem od finančnih instrumentov, ki bi bili potrebni za izvedbo nakupa paketa delnic družbe Melamin.

Našteto v zaporedju od globalne do lokalne problematike se trenutno soočamo z nekonvencionalno metodo dvigovanja inflacije, ki je posledica slabega odziva ekonomije na ničelno oziroma negativno obrestno mero na mejni depozit Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB). Kvantitativno sproščanje je bilo od marca do septembra 2015 okrepjeno, saj je bilo preko tega mehanizma mesečno odkupljenih 60 milijard evrov (v nadaljevanju €) državnih obveznic (The Economist Newspaper Limited, 2016). Mejni depozit ECB je v negativnem območju že od 11. junija 2014 (Evropska centralna banka, 2016a, 2016b). Eno leto po začetku kvantitativnega sproščanja se je slednje še okrepilo za 20 milijard € na 80 milijard € (Speciale & Black, 2016). Na drugi strani se na nacionalni ravni v Sloveniji se je dogajala sprememba zakonodajnega okvirja. Vsi vrednostni papirji so morali biti preneseni na trgovalne račune na borzno posredniških hišah, in sicer z računov na Klirinško Depotni Družbi (v nadaljevanju KDD). Slednja sprememba zakonodaje me je privedla do spoznanja, da določene slovenske delniške družbe niso konsolidirane, med njimi tudi družba Melamin d.d. V magistrskem delu se tako osredotočim na doseganje donosov in primerjavo med njimi s konkurenčnimi skladi tveganega kapitala (angl. *private equity*, v nadaljevanju PE) v primeru izvedenega LBO v družbo Melamin.

LBO je način prevzema družbe, največkrat preko novo nastale družbe, katere edini namen je predmetna transakcija. Za financiranje transakcije se uporabi relativno malo lastniškega

Da se bodo vsi dogodki, potrebni za ustvarjanje donosa pri predmetni transakciji, lahko zagotavljam zgolj z določeno verjetnostjo.

kapitala in relativno veliko dolžniškega kapitala (Kaplan & Strömberg, 2009). Mejo, da prevzem družbe imenujemo LBO, so Halpern et al. (1999) postavili pri uporabi vsaj 50 odstotkov finančnega dolga za nakup družbe, torej seštevek plačila delničarjem, refinanciranja obveznosti, obstoječega dolga in stroškov transakcije. V grobem ločimo dva namena prevzemnikov: ali prevzeti javno delniško družbo in jo spremeniti v zasebno, torej umakniti iz kotacije, ali pa je namen prevzem podjetja s strani uprave/zaposlenih, to je tako imenovani odkup zaposlenih (angl. *management buyout*, v nadaljevanju MBO). Da si LBO zagotovi dolžniško financiranje prevzema, uporabi ali sredstva ali denarne tokove prevzete družbe (Anson, 2002, str. 283; Talmor & Vasvari, 2011, str. 255). Tipična transakcija LBO je, ko prevzemna družba prevzame večinski nadzor prevzete družbe (Kaplan & Strömberg, 2009) in je sestavljena iz 65 do 70 odstotkov dolžniškega financiranja. V določenih primerih lahko dolžniško financiranje predstavlja tudi do 90 odstotkov nakupne vrednosti prevzete družbe.

Proces prenosa delnic na trgovalne račune, ki je bil začel v letu 2016, večina prenosov pa se je zgodilo v zadnjem četrtletju leta 2016, me je postavil pred vprašanje, ali oziroma koliko družb bi lahko dobilo novega kontrolnega lastnika². Zaradi te problematike sem pregledal lastniško strukturo večine slovenskih delniških družb in ugotovil, da imajo skoraj vse konsolidirano lastništvo. Strnil bi jih lahko v dva segmenta, in sicer (1) gre za delniške družbe z manj kot 10 različnimi lastniki; (2) ali pa se lastništvo deli na zaposlene in nekdanje zaposlene in je torej po definiciji ne konsolidirano, ampak bi vstop novega, tujega, lastnika bil nemogoč, ker stari lastniki ali ne bi prodali delnic novemu lastniku (verjetnost uporabe/zapisa predkupne pravice obstoječih delničarjev po statutu) ali pa je poenotenje (starih/obstoječih) delničarjev tako veliko, da jih na skupščini, tudi v primeru nakupa kontrolnega deleža, ne bi uspel novi delničar preglasovati.

Ob pregledu lastniške strukture delniških družb sem se odločil za podrobnejšo analizo družbe Melamin d.d. Z dokapitalizacijo leta 2012 je družba izgubila večinskega lastnika, to je pred tem bila družba NFD Holding, d.d. – v stečaju. Delež NFD Holding, d.d. – v stečaju se je v omenjeni dokapitalizaciji zmanjšal na 41,43 odstotka (Melamin d.d., 2012b). Predmetni delež je predmet stečaja NFD Holding, d.d. – v stečaju. Družba je imela na dan 31. 12. 2016 185 delničarjev, od katerih jih je 10 največjih predstavljalo 90,86 odstotka vrednosti kapitala, pri čemer ima deseti največji delničar v lasti 1,26 odstotka delnic (Melamin d.d., 2016a). Poleg stečajnega postopka prav razdrobljenost kaže na potencial, da se v mesecih do konca leta 2016 in na začetku leta 2017, v primeru pravnomočnega sklepa sodišča za prodajo delnic, ujetih v stečaju NFD Holding, d.d. – v stečaju in prodajo dela delnic, ki so na računih KDD, zaradi velike ponudbe delnic na trgu zgodijo veliki premiki v lastniški strukturi.

² V nekonsolidirani lastniški strukturi je delež okoli 25 odstotkov lahko dovolj velik, da nadzorni lastnik prevzame vodenje podjetja.

Namen magistrskega dela je preučiti načine in možnosti za LBO v trenutnih razmerah, pri tem pa preučiti obstoječe domače in tuje znanstvene ter strokovne teoretične ugotovitve s področja prevzema družb s finančnim vzvodom. Preučevana problematika je aktualna za raziskovanje, saj smo v času nizkih obrestnih mer (Hale, 2016). V Sloveniji vstopa v veljavo nov Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Ur.l. RS, št. 75/15, 74/16 – ORZNV48 in 5/17), ki bo povzročil pritisk na konsolidacijo lastništva slovenskih delniških družb. Zato na podlagi analize teorije ugotovitve povežem s kvalitativno raziskavo, kjer preučujem slovenski primer in s tem možnost nakupa večinskega deleža v slovenski družbi s pomočjo finančnega vzvoda. Namen je na podlagi empirične študije prikazati potencialno uspešno prakso oblikovanja LBO za slovensko družbo Melamin. Povod za nakup je potencialna podcenjenost delnic (kontrolnega ali večinskega deleža) družbe Melamin (v nadaljevanju MKOG) na Ljubljanski borzi (angl. *Ljubljana Stock Exchange, Inc.*, v nadaljevanju LJSE) oziroma pri prodaji deleža iz stečaja družbe NFD Holding, d.d. – v stečaju.

Osnovni **cilj** je preučiti teorijo LBO in jo povezati z empiričnim delom ter prikazati izvedbo, implementacijo in prodajo oziroma izhod iz projekta LBO. Poleg pregleda literature in obstoječih znanstvenih in strokovnih člankov v drugem delu magistrskega dela predstavim tudi primer družbe Messer Griesheim, ki jo uporabim za navzkrižno analizo glavne raziskave. V empiričnem delu ugotavljam naslednje: (1) ali ima družba Melamin potrebne značilnosti za izvedbo LBO, (2) do katere cene delnice je izvedba LBO donosna za investitorje v projekt in, (3) ali se finančne institucije (banke, zavarovalnice, pokojninski skladi) zanimajo za financiranje LBO družbe Melamin. Slednje ugotovitve prikazujem na podlagi pregleda literature in vzporednic iz primera družbe Messer Griesheim. Pri tem sta pomožna cilja naslednja:

- s pomočjo kvalitativne raziskave in ugotovitev prikazati uspešen pristop k LBO za podjetja, ki se z LBO srečujejo, in jim tako zmanjšati potencialne poslovne napake in stroške;
- na podlagi obstoječih študij in lastne kvalitativne raziskave prikazati prednosti uporabe LBO in kakšni so pristopi uporabe.

Temeljna teza mojega magistrskega dela je, da zaradi trenutnih razmer v lastniški sestavi družbe Melamin obstaja možnost nakupa kontrolnega ali večinskega deleža in posledično izvedbe LBO, kar bi omogočilo možnost prodaje delnic trenutnim lastnikom in donos investitorjem v LBO. S pomočjo LBO bi družba prišla do konsolidiranega lastništva in s tem poenotenega upravljanja družbe. V raziskavi bom odgovoril na naslednji vprašanji:

RV 1: Ali bi izvedba prevzema družbe Melamin s pomočjo finančnega vzvoda prinesla boljše donose investitorjem v skladu, kot so ugotovljeni povprečni donosi podobnih skladov?

RV 2: Ali bo proces spremembe zakonodaje bistveno spremenil lastništvo družbe Melamin d.d.?

Metodološko magistrsko delo razdelim na dva dela: (1) kritično analizo in sintezo obstoječe literature ter (2) konkretno študijo primera. Prvi del zajema dve poglavji, kjer razlagam problematiko in analiziram obstoječe znanstvene raziskave. V prvem poglavju predstavim pojem LBO, ki je ključen za razumevanje raziskave. V drugem poglavju je predstavljen primer prevzema družbe Messer Griesheim, ki deluje v kemični panogi in je zato vsaj do določene mere neposredno primerljiva z oblikovanjem modela prevzema družbe Melamin. V drugem – empiričnem – delu magistrskega dela, uporabim kvalitativno metodo, ki je bila že metodologija preteklih raziskav, kot npr. pri raziskovalcih Tappeiner, Howorth, Achleitner in Schraml (2012), ki zapišejo, da odločitve kapitalske strukture vključujejo široko paleto dejavnikov, pri tem pa je nevarnost kvantitativne raziskave ta, da vključi le sekundarne finančne podatke, pri katerih se lahko spregledajo temeljni dejavniki odločitve o strukturi kapitala. Razlog za izvedbo kvalitativne raziskave o strukturi kapitala je tako želja po razumevanju tega, kaj se v resnici dogaja. Raziskovalci zagovarjajo uporabo kvalitativnih metod, da bi iz podatkov lahko pridobili čim globlje razumevanje (Tappeiner et al., 2012). Tako pri študiji uporabim kvalitativno metodo, in sicer metodo študije primera (angl. *case study*). Za preučevanje družbe Melamin uporabim metodo konkretne študije primera, kjer naredim analizo panoge in poslovanja, konkretno cenitev družbe, način upravljanja družbe in izbor predpostavk, na podlagi katerih računam izboljšanje poslovanja družbe in mnogokratnik prodaje družbe.

1 PREDSTAVITEV PREVZEMA DRUŽBE Z UPORABO FINANČNEGA VZVODA

LBO, prevzem družbe s pomočjo finančnega vzvoda, je način prevzema družbe, največkrat preko novo nastale družbe, katere edini namen je predmetna transakcija. Za financiranje transakcije se uporabi relativno malo lastniškega kapitala in relativno veliko dolžniškega kapitala (Kaplan & Strömberg, 2009). Mejo, da prevzem družbe imenujemo LBO, so Halpern et al. (1999) postavili pri uporabi vsaj 50 odstotkov finančnega dolga za nakup družbe, torej seštevek plačila delničarjem, refinanciranja obveznosti, obstoječega dolga in stroškov transakcije. V nadaljevanju magistrskega dela bom kot metodologijo kratice LBO uporabljal slednjo. V grobem ločimo dva namena prevzemnikov, katerih namen je ali prevzeti javno delniško družbo in jo spremeniti v zasebno, torej umakniti iz kotacije, ali pa je namen prevzem podjetja s strani uprave/zaposlenih, to je tako imenovani odkup zaposlenih. LBO uporabi ali sredstva ali denarne tokove prevzete družbe, da si zagotovi dolžniško financiranje prevzema (Anson, 2002, str. 283; Talmor & Vasvari, 2011, str. 255). Tipična transakcija LBO je, da prevzemna družba prevzame večinski nadzor prevzete družbe (Kaplan & Strömberg, 2009) in je sestavljena iz 65 do 70 odstotkov dolžniškega financiranja, v določenih primerih pa lahko dolžniško financiranje predstavlja tudi do 90 odstotkov nakupne vrednosti prevzete družbe. LBO sestavljajo različne plasti dolžniškega

financiranja. V preteklosti so bile finančne institucije praktično edini kupec vseh plasti financiranja, danes pa so institucionalni investitorji vse večji kupci katere koli plasti dolžniškega financiranja (Talmor & Vasvari, 2011, str. 255).

V časopisnem članku Arnold (2007) je Guy Hands, lastnik PE Terra Firm, pripisal PE-skladom tri prednosti. Kot prvo Guy Hands opredeli, da PE-skladi kupujejo vrednostne papirje s poceni dolžniškim financiranjem in tako zaslužijo z arbitražo s kapitalskimi trgi (angl. *one is we buy stuff with cheap debt and arbitrage on the difference with equity markets*). Druga je, da skladi kupujejo družbe po nižjih mnogokratnikih, kot jih prodajajo, in tretja je, da kupijo družbo in ji povečajo dobičke oziroma denarni tok.

1.1 Zgodovina in razvoj prevzemov z uporabo finančnega vzvoda

V poglavju Zgodovina LBO bom opisal dve obdobji prevzemov LBO. Prvo obdobje je osredotočeno na iskanje konglomeratov, drugo pa na iskanje neučinkovito vodenih podjetij. V predmetnem poglavju se bom posvetil operativnim in finančnim značilnostim, ki delajo določene družbe zanimive za prevzeme LBO.

V novejši zgodovini³ velja, da je prvi prevzem s finančnim vzvodom izvedel J. P. Morgan, ko je prevzel Carnegie Steel Company (Talmor & Vasvari, 2011, str. 256). Prevzem Carnegie Steel Company je bil vreden 460 milijonov ameriških dolarjev (v nadaljevanju \$), 225 milijonov \$, delež največjega lastnika družine Carnegie, je bil odplačan s 50-letnimi obveznicami, ki so bile zavarovane z zlatom in so imele 5-odstotni kupon. J. P. Morgan je pred prevzemom že imel v lasti druge družbe v železarski industriji.⁴ Približno 35 odstotkov preostalega lastništva Carnegie Steel Company je v zameno za plačilo vzelo delnice združenega podjetja.⁵ Preostali delež, približno 87 milijonov \$, je poplačal J. P. Morgan (Lockey, 2014).

V obdobju med prevzemom Carnegie Steel Company in ustanovitvijo družbe Kolherberg, Kravis, Roberts & Co. (v nadaljevanju KKR) je obstajalo nezaupanje v prevzeme s finančnim vzvodom (Talmor & Vasvari, 2011, str. 256). Ustanovitelji KKR so pomagali pri razvoju oziroma ponovnem odkritju LBO v službi⁶ pred ustanovitvijo KKR (Anson, 2002, str. 283). Ustanovitev KKR⁷ je odgovor na obdobje velikih konglomeratov, ki so bili značilni za obdobje med 60. in 70. leti prejšnjega stoletja (Davis et al., 1994). Veliki konglomerati so velikokrat trgovali pri veliko manjši tržni vrednosti, kot pa je bila vsota posameznih poslovnih enot skupaj, to imenujemo diskont na konglomerate (angl.

³ Na novejšo zgodovino se omejim zato, ker nimamo podatkov o tem, ali so finančni vzvod za prevzeme gospodarskih dejavnosti uporabljale že druge civilizacije.

⁴ Pred prevzemom je J. P. Morgan imel v lasti družbi Federal in Consolidated Steel (Lockey, 2014).

⁵ Združeno podjetje je vsebovalo družbe Federal, Consolidated Steel in Carnegie Steel Company.

⁶ Pred ustanovitvijo KKR so bili zaposleni pri Bear Stearns (Anson, 2002, str. 283).

⁷ KKR je predstavnik najbolj znane družbe LBO private equity.

conglomerate discount) (Baker & Montgomery, 1994). Z nakupom družb, ki so trgovale z diskontom na konglomerate, so imele družbe LBO dobiček, saj so konglomerate razkosale in prodale po višjih vrednostih (Talmor & Vasvari, 2011, str. 256). V 80. letih so se prevzemi LBO razmahnili. V letu 1980 so bili narejeni štirje prevzemi v skupni vrednosti 1,7 milijarde \$. V letu 1988 je bilo narejenih 410 prevzemov v skupni vrednosti 188 milijard \$ (Olsen, Gagliano, Wainwright, & Blaydon, 2003). V omenjenem obdobju se ni zgodila samo rast števila transakcij in/ali vsota vrednosti transakcij, ampak tudi rast relativne zadolžitve za izvedbo LBO. KKR je za leta 1976 izveden LBO družbe A. J. Industries pridobil finančni vzvod v višini 66 odstotkov celotnega prevzema. Leta 1979 je KKR z izvedbo LBO družbe Houdaille Industries pridobil 86-odstotni finančni vzvod⁸ (Anson, 2002, str. 284). Glavni »krivec« za rast zmožnosti za večji relativni finančni vzvod je Michael Milken. Milken, ki je razvil oddelek poslovanja z visoko tveganimi dolžniškimi vrednostnimi papirji (angl. *junk bond business*), je trdil, da so denarni tokovi in uprava (angl. *management*) družb bolj kredibilni od tradicionalnih zavarovanj⁹ (Anson, 2002, str. 284). V povprečju je znašal lastni kapital za LBO, narejen v letu 1988, 9,7 odstotka (Olsen et al., 2003).

Recesija v letih 1990 in 1991 je pomenila, da je kar 26 od 83 izvedenih LBO med obdobjem 1985 in 1989 zamudilo s plačilom svojih finančnih obveznosti (angl. *default on financial debt*). Temu sta sledila azijska kriza in ruski bankrot. Slednje je pomenilo dvig pribitkov obrestnih mer nad tako imenovano ne-tvegano obrestno mero (angl. *risk free*), posledično pa je to ustvarilo manj prijazno okolje za izvedbo prevzemov LBO. V 90. letih je sledila rast lastne participacije kapitala pri izvedbi LBO. V letu 2000 je znašala v povprečju 38 odstotkov. 90. leta lahko povzamemo kot bolj zadržana, saj so le redki prevzemi znašali več kot 1 milijardo \$, za primerjavo je leta 1989 izvedeni LBO RJR Nabisco znašal 31 milijard \$. Na drugi strani pa so skladi tveganega kapitala, specializirani za prevzeme s finančnim vzvodom (v nadaljevanju PE LBO), zbrali kar 323,6 milijarde \$. Posledica veliko zbranega denarja je bil upad donosov (Anson, 2002, str. 284–285).

Medtem ko so 80. leta minila v iskanju konglomeratov, razkosanju le-teh in izboljšanju učinkovitosti posamezne poslovne enote, je bilo kasneje zaradi vse več transakcij PE LBO vse manj konglomeratov, ki so podcenjeni in so neučinkoviti. Od leta 2000 so LBO osredotočeni na rezanje stroškov (angl. *cost cutting*), odpuščanje (angl. *downsizing*) in povečevanje finančnega vzvoda za nakup lastnih delnic družbe (Anson, 2002, str. 286). Po poku internetnega balona so se hitro sprostili standardi posojanja, še posebej v delu visoko donosnih dolžniških vrednostnih papirjev (angl. *high yield*). Z zmanjšanjem pribitkov nad ne-tvegano obrestno mero so se pobrala tudi vrednotenja družb. Sledil je skokovit porast zbranih sredstev PE-skladov. Po analizi, ki so jo opravili Roxburgh, Lund, Lippert, White in Zhao (2009), so PE-skladi leta 2004 zbrali 71 milijard \$, leta 2005 198 milijard \$, leta 2006 281 milijard \$ in leta 2007 301 milijardo \$. Večina, oziroma 57 odstotkov,

⁸ Ravni zadolžitve so natančno pojasnjene v podpoglavju Finančni instrumenti, uporabljeni za LBO.

⁹ Tradicionalna zavarovanja predstavljajo nepremičnine, stroje, zemljo, torej osnovna opredmetena sredstva.

opravljenih transakcij leta 2007 je bila tako imenovanih mega transakcij.¹⁰ Vsota vseh transakcij leta 2007 je znašala 331 milijard \$. Najbolj znani transakciji s konca predmetnega obdobja sta Hilton in Ceasars Entertainment Corp.

V obdobju med letoma 2005 in 2008 je bilo veliko transakcij LBO izpeljanih na podlagi preveč optimističnih načrtov rasti prihodkov in/ali čistega dobička. Po začetku recesije so imele nekatere¹¹ družbe, ki so bile predmet transakcije LBO, težave z odplačevanjem obresti in glavnice kreditov. Kot enega izmed najbolj zapletenih postopkov prestrukturiranja poznamo Caesars Entertainment Corp. Hilton je v letu 2010 zaprosil svoje kreditodajalce, naj mu odložijo plačilo glavnice za dve leti in odpišejo 4 milijarde \$ dolga. Na drugi strani smo priča zelo donosnim zgodbam, kot je primer upravljavca bolnišnic HCA Holding. Družba je povečala vrednost za 4,3-krat od začetka LBO do leta 2013 (Roumeliotis, 2013). Po letu 2007 se trend naraščanja zbranih sredstev in vsote transakcij PE LBO kar na enkrat ustavi, saj je bilo v letu 2008 uspešno zaključenih transakcij LBO samo 150 milijard \$, od tega samo 18 milijard \$ v četrtem četrtletju 2008 (Talmor & Vasvari, 2011, str. 257).

1.2 Finančni instrumenti, uporabljeni pri uporabi finančnega vzvoda za prevzem družb

Kot je bilo prikazano v poglavju Zgodovina in razvoj LBO, je razmerje med kapitalom in dolžniškim financiranjem odvisno od stanja ekonomije. Tako se bo predmetno poglavje osredotočilo predvsem na različne finančne instrumente, nadrejene (angl. *senior*), podrejene (angl. *junior*) in mezzanin financiranje ter kapital.

V Tabeli 1 so prikazane vse možne plasti financiranja transakcije LBO. Nadrejena vrsta obveznosti ima prednost pri poplačilu v primeru insolventnega dogodka ali likvidacije. Torej obveznosti, ki so višje v tabeli, so manj tvegane in zato zahtevajo manjši donos oziroma imajo manjšo obrestno mero.

¹⁰ Mega transakcija (angl. *mega deal*) je transakcija, ki presega vrednost 3 milijarde \$ (Talmor & Vasvari, 2011, str. 256).

¹¹ To so Hilton, Caesars Entertainment Corp, Texas utility Energy Future Holdings itd.

Tabela 1: Prikaz vseh vrst finančnih instrumentov in vrstnega reda poplačil zapadlosti finančnih instrumentov pri prevzemu s finančnim vzvodom v primeru insolventnega dogodka

Vrsta obveznosti do virov sredstev	Vrsta obveznosti	Podvrsta obveznosti	Vrsta zapadlosti plačil	Mnogokratnik EBITDA ¹²
Dolg	Nadrejena	Revolving kredit	↓	2,0- do 3,0-kratnikom EBITDA
		Nadrejena obveznost		
		Tranša A		
		Tranša B		
		Tranša C		
		Tranša D		
	Podrejena	Podrejena obveznost		3,0- do 4,5-kratnikom EBITDA
		»High yield« Obveznica		
	Mezanin	Konvertibilna obveznost		4,5- do 6,0-kratnika EBITDA
Kapital		Prednostne delnice		
		Navadne delnice		

Vir: E. Talmor & F. Vasvari, International private equity, 2011, str. 263; Macabus LLC., Capital Structure of an LBO, b.l.

Revolving kredit omogoča družbi enostavno črpanje in vračilo kredita. Vnaprej je dogovorjena maksimalna vrednost, ki jo lahko družba črpa na račun revolving kredita za določeno obdobje. Prednost revolving kredita je, da ga družba lahko vrača in ponovno črpa po lastni želji. V slovenskem prostoru so komercialne banke največji ponudniki revolving kreditov. Revolving kredit je prvi v vrsti za poplačilo v primeru insolventnega dogodka ali likvidacije.

Nadrejeni bančni kredit se odvisno od velikosti transakcije deli na več tranš (A, B, C ...). Organizatorji so bodisi investicijske ali komercialne banke. Največkrat se izda sindicirano posojilo. V sindikatu nastopajo tako banke kot tudi institucionalni vlagatelji (zavarovalnice, skladi tveganega kapitala in pokojninski skladi). Obrestna mera je vezana na EURIBOR/LIBOR plus pribitek ali pa je fiksna za celotno obdobje. Višina obrestne mere je odvisna od stanja ekonomije, družbe, zavez, ki jih je družba pripravljena sprejeti,

¹² Izid iz poslovanja pred plačilom obresti, davka na dohodek pravnih oseb in amortizacije (angl., *depreciati*, v nadaljevanju EBITDA)

in od velikosti tranše.¹³ Največkrat se amortizira samo tranša A, ki je zanimivejša za komercialne banke, ker ima isto dinamiko kot bančna posojila. V drugih tranšah se največkrat glavnica plačuje na koncu v celoti (angl. *bullet payment*), kar je bolj podobno dinamiki plačil obveznic in je zato zanimivejša institucionalnim vlagateljem. Bančni kredit je druga najbolj nadrejena finančna obveznost in ima zato tudi največ zavez. Zaveze so največkrat, da družba ne sme izplačevati dividend, mora obdržati vsaj določeno bonitetno oceno ... (Talmor & Vasvari, 2011, str. 265).

Podrejene obveznice ali visoko donosni dolžniški vrednostni papirji (angl. *high yield*) so po podrejenosti takoj za bančnimi krediti in revolving krediti. Izdajanje predmetnih obveznic je dražja oblika zadolževanja kot bančni kredit, ker obveznice zaradi visokega nadrejenega finančnega dolga padejo iz investicijske bonitetne ocene (angl. *investment grade*). Rok zapadlosti je daljši od bančnega kredita, običajno od 6 do 10 let. Običajno se obresti/kupon plačajo enkrat letno. Izdaja obveznice stane približno 2 odstotka nominalne vrednosti izdaje. Obstaja možnost plačila obresti v novo izdanih vrednostnih papirjih (angl. *Payment-in-kind*, v nadaljevanju PIK), torej obstaja možnost za dogovor med kreditojemalcem in kreditodajalci, da kreditodajalec plačuje obresti z izdajo novih obveznic v višini obresti in tako družbi ne zmanjšuje denarnega toka (Talmor & Vasvari, 2011, str. 257). PIK-obveznico je izdala mama Agrokor za nakup Mercatorja (Sovdat, 2016a; Santangelo & Veseli, 2014).

Mezzanin financiranje ima značilnosti dolžniškega in lastniškega vrednostnega papirja. Denarni tokovi znotraj izdaje instrumenta se delijo na (1) mesečne, četrletne ali letne, ter (2) plačila ob zapadlosti. Večina denarnih tokov iz prve skupine se nanaša na plačilo obresti, glavnice ali kapitalskih dobičkov (angl. *royalties*). V drugi skupini so plačila iz PIK, izplačila lastništva¹⁴ in/ali nagradna izplačila v primeru izboljšanja poslovanja družbe. Kupci mezanin vrednostnih papirjev torej vstopajo tudi v lastniško strukturo in/ali so deležni nagrad zaradi izboljšanja poslovanja družbe. Slednje je posledica dejstva, da niso zavarovani in so v primeru insolventnega dogodka predzadnji¹⁵ za poplačilo svojih terjatev do družbe. V povprečju se obrestne mere gibljejo med 10 in 14 odstotki (Silbernel & Vaitkunas, 2012). Pričakovani donos je med 10 in 20 odstotki (Talmor & Vasvari, 2011, str. 265). Razlika med obrestnimi merami in pričakovanim donosom izhaja iz vstopa v lastništvo ali nagrad iz izboljšanja poslovanja. Rok dospelja je med štirimi in sedmimi leti. Poglavitna značilnost mezanin financiranja je, da je zelo fleksibilen in se prilagaja denarnim tokovom družbe. Družbe se odločajo za izdajo mezanin financiranja, da optimizirajo strukturo kapitala in tako dosejajo boljši donos na kapital, saj mezanin zmanjšuje vrednost kapital v obveznostih do virov sredstev, poleg tega je družba deležna

¹³ Tudi med tranšami velja vrstni red poplačil. Različne tranše so izdane za različno dolga obdobja in tako tudi dolžina vpliva na obrestno mero.

¹⁴ Lastniki mezanin vrednostnih papirjev imajo lahko določeno nakupno opcijo. Nakupna opcija jim omogoča nakup delnice po prej določeni ceni (Macabus LLC., b. l.).

¹⁵ Samo pred lastnikom.

davčnega štita, nastalega ob plačilu obresti (Silbernagel & Vaitkunas, 2012). Poleg omenjenega razloga se mezanin izdaja v tranzicijskih obdobjih, ko finančne institucije niso pripravljene povečati izpostavljenosti do upnika, upnik pa ni pripravljen dokapitalizirati družbe (Anson, 2002, str. 306). Glede na relativno visoko tvegan dolžniški vrednostni papir so glavni investitorji institucionalni in zasebni vlagatelji (Talmor & Vasvari, 2011, str. 265). Pozitivna lastnost mezanin financiranja je, da družbo začnejo financirati tudi institucionalni vlagatelji, kar finančne institucije (banke) vidijo kot pozitivno in posledično zagotavljajo privlačnejše pogoje financiranja. Razlog za izdajo predmetnega instrumenta je LBO/MBO, prevzem ali dokapitalizacija (Silbernagel & Vaitkunas, 2012).

Po Zakonu o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 65/09-UPB, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – Odl. US, 82/13 in 55/15, v nadaljevanju ZGD-1) navadne delnice dajejo lastnikom pravico do udeležbe pri glasovanju, pravico do dividende in pravico do ustreznega preostalega premoženja v primeru stečaja ali likvidacije družbe. Lastništvo v primeru LBO je osredotočeno, torej obstaja ali en lastnik ali pa gre za delničarski sporazum med lastniki, zato torej ni razloga za različne range¹⁶ navadne delnice (Kaplan & Strömberg, 2009).

Prednostna delnica ima iste pravice kot v prejšnjem odstavku navedena navadna delnica. S statutom družbe se točno definira, kakšne pravice ima prednostna delnica (Zakon o gospodarskih družbah, Ur.l. RS, št. 65/09-UPB, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – Odl. US, 82/13 in 55/15). Prednostna delnica ima lahko različne lastnosti, da se spremeni v navadno delnico (angl. *convertibility*) za določeno ceno (Macabus LLC., b. l.), ima pravico do izplačila dividend, preden se izplačajo imetnikom navadnih delnic itd. (Zakon o gospodarskih družbah, Ur.l. RS, št. 65/09-UPB, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – Odl. US, 82/13 in 55/15).

1.3 Prepoznavanje potencialne tarče za prevzem

V predmetnem poglavju bom opisal ključne poslovne ali finančne značilnosti družbe, ki so v povprečju potrebne za uspešno izpeljan LBO. Kot uspešno izpeljan LBO razumem prevzem družbe po že opisanem merilu LBO, in sicer v obdobju upravljanja družbe zmanjševanje oziroma odpravo neučinkovitosti družbe in posledično prodajo družbe po primernih donosih, ki so bili na začetku delovanja sklada investitorjem obljubljeni. Kot ključne poslovne ali finančne značilnosti opredelim: prosti denarni tok; majhno zadolženost oziroma neto pozitivno finančno stanje in zmožnost odplačila finančnega dolga družbe, nastalega pri prevzemu s finančnim vzvodom; podcenjenost delnice; in operativne značilnosti. Ker je družba Melamin predmet preučevanja magistrskega dela, se bom osredotočil na to, ali ima družba po slednjih značilnostih potencial za uspešno izveden LBO. Vsekakor ni potrebno, da ima družba kot predmet LBO vse našteje značilnosti, a več kot jih ima, lažja oziroma donosnejša je izvedba LBO. Določen nabor značilnosti je zelo

¹⁶ Določeni red delnic ima lahko več glasovalnih pravic kot drugi itd.

univerzalen, zato dopuščam možnost, da se v določenih primerih zgodi, da je samo ena izmed opisanih značilnosti prepoznana pri družbi, nad katero se izvaja LBO, a je LBO vseeno uspešen.

Prepoznavanje tarč za izvedbo LBO je potencialno dobičkonosna dejavnost za vsakega posameznika na borzi z dveh vidikov. Prvi vidik je, da družbe, ki izpolnjujejo določeno merilo za LBO, predstavljajo potencialen zaslužek lastnikom, saj uspe prevzemnikom z LBO v Evropski uniji (v nadaljevanju EU) v povprečju prevzeti družbo s prevzemno premijo v višini od 36 do 41 odstotkov (Renneboog, Simons, & Wright, 2005; Betzer, 2006b). Drugi vidik je lastna izvedba LBO.

1.3.1 Prosti denarni tok

Po Jensenu (1986) predstavlja prosti denarni tok (angl. *free cash flow*, v nadaljevanju FCF) preostanek denarnega toka nad potrebnim denarnim tokom za financiranje projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, diskontirano s primernim (angl. *relevant*) stroškom kapitala (angl. *cost of capital*). Zastavlja se torej vprašanje, kako motivirati upravo (angl. *management*), da izplačuje FCF, namesto da ga investira v organizacijske neučinkovitosti oziroma v projekte, ki imajo manjšo donosnost od stroška kapitala (Jensen, 1986).

Jensenova teorija prostih denarnih tokov (1986) pravi, da so za LBO največkrat zaželene družbe ali divizije velikih korporacij, ki imajo za seboj zgodovino stabilnega poslovanja in ustvarjajo znaten FCF. Posledica teh dejstev je, da družbe, ki ustrezajo predmetnemu opisu, največkrat nastopajo v zrelih panogah. Ker je nagrajevanje uprav (angl. *compensation*), možnost napredovanja in moč znotraj podjetja pogosto pogojeno z večanjem vrednosti družbe, so uprave bolj spodbujane k investiranju denarja v družbo, ne pa k izplačilu denarja delničarjem. Z LBO se torej poravnajo interesi delničarjev in uprave, saj z LBO uprava pridobi lastništvo družbe (Jensen, 1986).

Na drugi strani Halpern et al. (1999) trdijo, da glede na mešane¹⁷ zaključke drugih raziskav na predmetno temo obstajata dva tipa slabo upravljanih družb, ki so predmet prevzema LBO. Raziskavi Morck, Shleifer in Vishny (1988) ter McConnell in Servaes (1990) poudarita, da se upravljanje družbe izboljšuje z nizko lastniško udeležbo uprave in da se upravljanje družbe poslabšuje z visoko lastniško udeležbo uprave v družbi. Ravno nasprotno od Jensenove (1986) raziskave, ki prepozna homogeno populacijo LBO. Halpern et al. (1999) so v svoji raziskavi prišli do zaključka, da v obdobju med leti 1981 in 1986 prevzete družbe z LBO,¹⁸ primerjane s prevzetimi družbami s strani strateških kupcev, ter

¹⁷ Mešane – raziskava navede številne raziskave, ki govorijo v korist ali proti Jensenovi teoriji FCF.

¹⁸ Definicija LBO je, da je vsaj 50 odstotkov prevzema, financiranega z dolžniškim kapitalom (Halpern et al., 1999).

družbe, ki so ostale na borzi, pred prevzemom v povprečju namenjajo manj sredstev¹⁹ za investicije v stavbe in stroje (angl. *plant and equipment*) kot drugi dve kategoriji družb. Potemtakem ne obstaja možnost izboljšanja učinkovitosti investiranja, saj tako ali tako družbe LBO namenijo manj denarnega toka investiranju v stavbe in stroje kot drugi dve kategoriji, posledično tako tudi ne obstaja možnost izboljšanja učinkovitosti družbe (Halpern et al., 1999).

Hipoteza prostih denarnih tokov (Jensen, 1986) in hipoteza heterogenosti (Halpern et al., 1999) prideta do istega zaključka pri značilnosti dobičkonosnega ponovnega investiranja (angl. *profitable reinvestment*). Pri primerjanju tržne vrednosti delnice s knjigovodsko vrednostjo bi morale družbe LBO imeti manjše vrednosti kazalca kot druga dva tipa delnic po raziskavi Halpern et al. (1999), kar ta raziskava tudi dokaže.

Ponoviti je potrebno, da hipoteza prostih denarnih tokov izvira iz časov konglomeratov, torej širjenja družb v različne nove dejavnosti in ne v nova osnovna sredstva (stavbe in stroji). Zato je primerjava hipoteze heterogenosti s hipotezo prostih denarnih tokov v delu, ko hipoteza heterogenosti primerja usmerjanje viška denarnih tokov v rast sredstev stavb in strojev, pomanjkljiva. Pomanjkljivost zagovarjam s stališča konsolidacije novih finančnih naložb (prevzetih družb), saj je prevzemnik lahko kupil družbo, ki nima osnovnih sredstev, ker vse najema²⁰ oziroma odda delo v zunanje izvajanje (angl. *oursource*)²¹. Raziskava Betzer (2006a) je pokazala, da so tarče prevzemov LBO predvsem družbe, ki imajo visoke nerazporejene (angl. *undistributed*) denarne tokove²² v primerjavi z družbami na borzi. Na drugi strani pa doktorska disertacija Pindur (2007, str. 260) prikaže, da je včasih veljalo, da so za LBO primerne družbe s stabilnimi denarnimi tokovi, medtem ko danes na podlagi njegove raziskave pridemo do zaključka, da se PE-skladi odločajo predvsem za družbe, kjer lahko izboljšajo poslovanje. Torej naredijo veliko razliko med vhodnim/začetnim EBITDA in izhodno EBITDA. Vsekakor pa mora družba imeti denarni tok, kajti slednji je podlaga za finančni vzvod.

1.3.2 Majhna zadolženost oziroma neto pozitivno finančno stanje in zmožnost odplačila finančnega dolga družbe, nastalega pri prevzemu s finančnim vzvodom

Kot pomemben dejavnik pri izbiri tarč LBO obstajata možnost in zmožnost, da prevzeta družba prenese najete finančne obveznosti. Torej mora v prvem delu družba biti relativno (neto²³) nezadolžena, da se ji lahko naložijo oziroma pripojijo²⁴ nove finančne obveznosti.

¹⁹ Sredstva so merjena kot investicije v zemljišča in stroje, deljena s čistimi prihodki iz prodaje (Halpern et al., 1999).

²⁰ Najem poslovnih prostorov itd.

²¹ Outsource – proizvodnja proizvoda je oddana zunanjemu izvajalcu.

²² Ki jih lahko približno ocenimo z izračunom dohodkov pred obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA).

²³ Neto – merjena vsota finančnega dolga, minus vsa denarna sredstva oziroma kratkoročni ekvivalenti.

V drugem delu je pomembno, da so denarni tokovi družbe dovolj stabilni za odplačilo finančnih obveznosti oziroma, da se družbe v panogi prodajajo po višjih mnogokratnikih.²⁵ Talmor in Vasvari (2011, str. 259) navajata, da pomembneje pripomorejo k lažjemu dostopu do financiranja tudi opredmetena osnovna sredstva, ki so bolj likvidna in niso specifična za družbo, torej imajo širši nabor kupcev. A v primeru, da družba nima takšnih opredmetenih osnovnih sredstev, ni nujno, da družba ni primerna za LBO, saj so njeni denarni tokovi lahko dovolj predvidljivi, da zadovoljijo financerje LBO.

V raziskavi Long (1993) je bilo ugotovljeno, da je povprečen dolg v sredstvih družbe eno leto pred LBO znašal 23,77 odstotka in je narastel v povprečju za 37,63 odstotka eno leto po prevzemu. Navkljub visokemu povečanju dolga ostaja razmerje med dolgom in sredstvi v prvih petih letih relativno konstantno. V primeru, ko je predvidena prodaja sredstev za odplačilo dolga, se zmanjša absoluten obseg dolga in ne vpliva na razmerje med dolgom in sredstvi. Kot razlog bi navedel način financiranja prevzemov LBO. Long (1993) je ugotovil, da se družbe pred LBO financirajo v večjem delu z najemanjem dolga od nebančnih institucij; po LBO je razmerje med najemanjem dolga malce nagnjeno v korist bančnih institucijam. Bančne institucije vztrajajo pri amortizaciji odplačila dolga, torej imajo družbe LBO bolj obremenjen denarni tok. Zaključek raziskave je nakazal, da v večini primerov pride do znatnega (angl. *substantial*) zmanjšanja razmerja vsote dolga s sredstvi.

Knjiga CAIA, ki jo je napisal Anson (2012, str. 439), v primerjavi s hipotezo FCF jasno definira finančne kazalce. Večina izvedenih LBO se zadolži od višine pet do sedemkratnika EBITDA. The art of the LBO (2016) uči, da je treba držati razmerje med EBITDA in izdatki za obresti nad 2 in/ali, da je treba držati razmerje med EBITDA, zmanjšano za investicije (angl. *Capex*²⁶) in izdatke za obresti, nad 1,5. Talmor in Vasvari (2011, str. 293) računata potencialno kapaciteto finančnega dolga družbe, tako da vzameta kumulativni prosti denarni tok družbe za prihodnjih osem let in vsota slednjega je enaka kapaciteti dolga, plus servisiranju dolga.

Struktura kapitala družbe ob izvedbi LBO je po Talmor in Vasvari (2011, str. 293) v povprečju podobna slednji: 45 odstotkov bančnega kredita, 25 odstotkov podrejenih obveznic (angl. *high yield bond*), 5 odstotkov mezanin financiranja in 30 odstotkov kapitala. Anson (2012, str. 428) razmerje strukture kapitala postavi v naslednjem razmerju: med 40 in 60 odstotkov prevzema financirajo banke, finančne institucije in zavarovalnice, med 20 in 30 odstotki prevzema se financira z mezanin dolgom in preostala vrednost v

²⁴ Pripojijo – v primeru, da se dela prevzem preko projektne podjetja (angl. *special purpose vehicle*, v nadaljevanju SPV), je začetni najemnik finančnih obveznosti SPV, kasneje se SPV pripoji prevzemni družbi in prevzemna družba postane odgovorna za vse finančne obveznosti.

²⁵ Primer: da z družbo LBO zadolžimo do petkratnika finančnih obveznosti/EBITDA, v primeru, da se družbe v panogi prodajajo v povprečju po petkratniku EBITDA, finančne institucije ne bodo financirale prevzema do petkratnika EBITDA.

²⁶ Capex – capital expenditures – predstavlja vrednost vseh vlaganj v osnovna sredstva.

obliki kapitala. Raziskava De Maeseneire in Brinkhuis (2012) je pokazala, da je v obdobju od leta 2000 do leta 2007 prišlo do trenda upadanja financiranja LBO s strani bančnih institucij. V povprečju so bančne institucije zagotavljale 48 odstotkov vsega dolga v letu 2000 in samo 17 odstotkov v letu 2007.²⁷ Na drugi strani imamo naraščajoč trend financiranja prevzemov LBO s strani institucionalnih vlagateljev. V povprečju so institucionalni vlagatelji zagotavljali 22 odstotkov celotnega dolga leta 2000 in 58 odstotkov celotnega dolga leta 2007.

1.3.3 Podcenjenost delnice

Kot ugotovljeno, je cilj prevzema LBO uporabiti čim manj kapitala in čim več finančnega dolga. Na slednje razmerje vpliva več dejavnikov. Eden izmed njih je tudi potencialna podcenjenost delnice družbe. Podcenjenost delnice bi lahko v teoriji privedla do tega, da se prevzem financira s simboličnim kapitalom (manj kot 1 odstotek), saj se druge primerne družbe v panogi prodajajo/kotirajo pri višjih mnogokratnikih. V slednjem primeru gre za iskanje arbitraže mnogokratnikov prodaje (angl. *multiplies arbitrage*). Pod podcenjenost delnic spadajo tudi prevzemi družb v zelo cikličnih (angl. *boom and bust*) panogah, kot so ladjarstvo, jeklarska, letalska industrija in druge. Značilnost teh panog so velike vhodne ovire v obliki velikih začetnih vlaganj. Po velikih začetnih vlaganjih, ki so razlog večjega povpraševanja na trgu, se ustvari prevelika kapaciteta, medtem ko povpraševanje začne stagnirati ali padati. Vstop v slednje panoge v pravem trenutku in izstop v pravem trenutku lahko prineseta razliko v višini mnogokratnikov prodaje in višini denarnih tokov (angl. *buy low, sell high*).

1.3.4 Operativne značilnosti

Dolgo časa je bil finančni vzvod najbolj zaslužen za donose iz naslova LBO. A v trenutnih razmerah postaja izboljšanje učinkovitost vse pomembnejši dejavnik. PE mora torej najti družbe, ki so operativno neučinkovite, preden jih najdejo tekmeci (Talmor & Vasvari, 2011, str. 259).

Iz opisa v zgornjih treh podnaslovih lahko pridemo do različnih družb. Anson (2012, str. 442) prepozna, da so družbe iz zrelih panog najprimernejše za LBO, saj je zanje značilno, da se uprava ukvarja z izboljšanjem poslovnega procesa in ne z razvijanjem ideje. Družba ima zelo predvidljive prihodke, odhodke, marže itd. z zelo utečenim celotnim poslovnim modelom. Poleg tega družba ustvarja dovolj denarnega toka, da si sama financira rast.

Pri izvedbi LBO je veliko razprav o napovedi denarnih tokov. V ozadju denarnih tokov sta poslovni model družbe in položaj družbe na trgu. Poslovni model lahko družba gradi na različne načine, in sicer na način, da je družba vodilna v stroškovni učinkovitosti (angl. *cost leader*), ali pa, da ima prepoznavno blagovno znamko, patent itd. Na drugi strani ima

²⁷ Komercialne banke nastopajo v tranši A.

lahko družba dolgoročne pogodbe s kupci ali stabilno povpraševanje kupcev (Talmor & Vasvari, 2011, str. 259). Oba vidika omogočata načrtovanje dolgoročnih denarnih tokov z večjo verjetnostjo.

Kot pomemben dejavnik pri prepoznavi družbe, primerne za izvedbo LBO, je tudi pričakovana prihodnja rast. V primeru, da je pričakovana prihodnja rast družbe na borzi manjša, kot jo pričakuje PE iz prevzema financiranega z LBO, je lažje in hitreje odplačati dolgove, nastale iz LBO ali najeti nove in ne kršiti določenih zavez. Poleg tega se višja EBITDA pozna pri višjem izkupičku pri prodaji družbe (angl. *exit*).

1.4 Ustvarjanje vrednosti pri prevzemih s finančnim vzvodom

Četudi PE-sklad izvede LBO družbe in družba v določenem številu let uspešno odplača vse dolgove, to še ne pomeni, da je PE deležen dodatnega donosa, ki je bil pričakovan ob prevzemu, ob predpostavki, da ni davčnih prednosti pri dolgu. V kolikor ob tem ne poveča rasti, učinkovitosti, denarnih tokov, vrednosti blagovne znamke itd. na vrednost, ki je višja od vrednosti pred prevzemom, teh dodatnih donosov ni deležen. PE je v dani situaciji indiferenten investirati denar v drugo naložbo, ki ima podobno razmerje med tveganjem in donosom (Zachariadis & Favilukis, 2014). Gonilna sila, ki vodi PE-sklade v prevzeme družb in izvedbo LBO, so neučinkovito upravljanje, podcenjenost, višja prihodnja rast, ter davčni ščit. Le-te bom v spodnjih podpoglavjih opisal širše.

Empirične analize na temo nastanka vrednosti v družbah, ki so jih prevzeli skladi PE z LBO, so se v večjem številu začele pojavljati v osemdesetih letih s prvim večjim razrastom transakcij LBO v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA). Za tem je sledilo zatišje, dokler se niso začele empirične raziskave pojavljati ponovno na koncu devetdesetih in na začetku novega tisočletja, prednjačila pa je predvsem tema preučevanja poslovanja PE. Še vedno je malo raziskanega na temo evropskih transakcij LBO (Pindur, 2007).

1.4.1 Davčni ščit

Prevzemi LBO so po svoji naravi povezani s finančnim vzvodom. Razlog uporabe finančnega vzvoda izvira iz pomanjkanja kapitala PE-sklada pri izvedbi LBO in iz teorije večje discipliniranosti ter davčnega ščita (De Maeseneire & Brinkhuis, 2012). Kot je bilo opredeljeno v poglavju Prepoznavanje potencialne tarče prevzema, imajo družbe večinoma prostor pri izkoriščanju davčnega ščita, torej pri optimizaciji strukture kapitala.

S povečanjem finančnega vzvoda se poveča tudi izdatek za plačilo obresti. Raziskava Kaplan in Stein (1993) je pokazala, da je zmanjšanje plačila davka od dohodka pravnih oseb²⁸ zajeto v prevzemni premiji. Zato je analiza Halpern et al. (1999) preučila plačila davka od dohodka pravnih oseb v razmerju s čistimi prihodki od prodaje, z namenom

²⁸ Davek od dohodka pravnih oseb, zato ker so obresti davčno priznan odhodek.

pridobitve sorazmernosti z velikostjo družbe. Iz davka od dohodka pravnih oseb so izvzeti odloženi davki. Analiza primerja družbe na borzi in druge prevzete družbe, na katerih ni bil izpeljan LBO. Primerjalno ni nobenega dokaza, da v povprečju družbe LBO plačujejo več davka na dohodek pravnih oseb.

Logika razmišljanja skupine Axelson, Strömberg in Weisbach, (2009) je, da PE-skladi financirajo svoje prevzeme z maksimalno vrednostjo finančnega dolga, ki ga lahko pridobijo na trgu. Nadgradnja slednje teorije je teorija prave izbire časa izdaje novih dolžniških vrednostnih papirjev (angl. *new debt market timing theory*), ki temelji na tem, kako kapitalski trgi vplivajo na kapitalsko strukturo družbe. Torej, obdobje relativno nizkih obrestnih mer bo vplivalo na zadolževanje družbe, saj bodo lahko zaradi relativno nižjih obrestnih mer vzele nase več finančnega dolga in bodo kljub temu znotraj zavez (npr.: fin. obv. do EBITDA, TIE ...). Relativno nizke obrestne mere so kazalnik pregretega dolžniškega trga (Baker & Wurgler, 2002; De Maeseneire & Brinkhuis, 2012).

Analiza De Maeseneire in Brinkhuis (2012) je prišla do zaključka, da imajo družbe LBO višji finančni vzvod v časih, ko je likvidnost dolžniških trgov večja. Analiza je merila likvidnost dolžniškega trga kot razliko obrestne mere med bonitetno oceno BBB in AAA. Torej družbe LBO z večjo likvidnostjo na trgu lahko dosežajo večji finančni vzvod. Poleg likvidnosti igra pri finančnem vzvodu vlogo tudi ugledno (angl. *reputable*) ime PE-sklada. Iz le-tega je jasno, da PE-skladi z uglednejšim imenom dosežajo v primeru iste naložbe višje donose samo zaradi finančnega vzvoda.

1.4.2 Izboljšanje učinkovitosti

V osemdesetih letih, ko so transakcije LBO začele pridobivati pomemben delež med vsemi prevzemnimi (angl. *merger and acquisition* – M&A) transakcijami, se je politikom in akademikom začelo porajati vprašanje, ali PE-skladi res izboljšajo poslovanje prevzetih družb in kako ga izboljšajo. Na ti dve vprašanji bom v nadaljevanju odgovoril v več sklopih.

V obdobju od leta 1980 do leta 1986 opravljena raziskava Kaplan (1989) pravi, da so družbe LBO v treh letih po opravljenem LBO izboljšale dobiček iz poslovanja pred amortizacijo, zmanjšale investicije v nepremičnine in osnovna sredstva (angl. *capex*) ter izboljšale neto denarni tok (angl. *net cash flow*). Raziskava je prišla do zaključka, da so operativna izboljšanja plod izboljšanih spodbud (angl. *incentive*) in ne izrabljanja notranjih informacij uprave ali odpuščanj delovne sile. Številni so slednjo študijo šteli kot pomanjkljivo, saj je bila izvedena na začetku obdobja prevzemov LBO, oziroma, ko so le-ti pridobivali na pomenu. Glavni pomislek številnih je pomanjkanje konkurence znotraj PE-skladov, specializiranih za LBO (Opler, 1992).

Skladni z raziskavo Kaplan (1989) so tudi rezultati raziskave Opler (1992), ki je raziskovala LBO, opravljene v obdobju med letom 1985 in letom 1989. Long in

Ravenscraft (1993) sta na svojem vzorcu družb LBO iz obdobja od leta 1985 do leta 1987 ugotovila, da so marže iz poslovanja padle v povprečju za 2 odstotka (Gaughan, 2011). Razlika med Oplerjevo ter Longovo in Ravenscraftovo analizo je, da je Opler vzel v svoj vzorec samo največje LBO.

Številne analize so prišle do zaključka, da rast finančnega dolga negativno vpliva na razvoj in raziskave (v nadaljevanju R&R) (Hall, Berndt, & Levin, 1990; Hambrick & Schecter, 1983). Na žalost predmetni raziskavi ne raziščeta oziroma pojasnita razloga za rast/skok dolga in posledično ne moremo narediti istega zaključka za primer LBO. Long in Ravenscraft (1993) sta uspela dokazati, da so za izbrane družbe LBO tiste, ki namenijo manj za dejavnosti R&R kot povprečje panoge in da po izvedenem LBO izdatki za dejavnosti R&R padejo v povprečju za 40 odstotkov. Zmanjšanje ne vpliva na poslovanje (angl. *performance*) na kratek in dolgi rok družbe. Na drugi strani je raziskava Opler (1992) prišla do zaključka, da imajo prevzemi LBO malo vpliva na R&R. Težava pri Oplerjevi raziskavi je, da je merilo samo dvoletno obdobje od prevzema in so torej novi programi rezanja lahko še v pripravi. Študija Zahra in Fescina (1991) prikaže primer družbe LBO Harley Davidson, ki je v sedemdesetih letih izgubljala tržni delež v primerjavi z japonskimi družbami, nato pa izvedla LBO, s katerim je uprava izgubila kratkoročen pritisk borze/analitikov in povečala izdatke R&R. Štiri leta kasneje je bila to opevana zgodba o uspehu. Raziskava Longa in Ravenscrafta (1993) prikaže, da je družbam, ki dezinvestirajo po LBO, dokazano, da ne dajejo večjega pomena dezinvestiranju intenzivnejših dejavnosti R&R. Primerjano med družbami, ki izvajajo R&R, in družbami, ki ne izvajajo R&R, rezultati pokažejo, da družbe LBO, ki so usmerjene v R&R, izkažejo večji napredek v učinkovitosti poslovanja družbe po petih letih od LBO. Študija Zahra in Fescina (1991) in druge študije se osredotočajo na sredstva, namenjena R&R, saj je R&R vir tehnološkega napredka in ekonomske razvitosti. Kot glavno težavo omenjene raziskave napovedujejo zmanjšanje konkurenčnih prednosti in posledično slabši način življenja Američanov.²⁹ Raziskave kažejo, da je običajno zamik med vlaganjem v R&R in pozitivnim rezultatom (ali višje marže ali rast prodaje) nekje štiri do šest let (včasih tudi do 12 let). Po Long in Ravenscraft (1993) je statistično dokazano, da so izbrane družbe, ki namenijo manj za dejavnosti R&R kot povprečje panoge, tarče prevzemov LBO, saj zapišejo, da so to nizko intenzivne dejavnosti R&R, katerih izdatki R&R se kasneje samo še zmanjšujejo.

Raziskava Pindur (2007), ki zajema uspešno izvedene transakcije LBO na evropskem trgu med letoma 1997 in 2004, je delila rast EBITDA na rast prihodkov in marže EBITDA. V povprečju je bila letna rast (angl. *compound annual growth rate*, v nadaljevanju CAGR) prihodkov 8,1 odstotka, povprečna letna rast marže EBITDA pa 7,2 odstotka. Skupaj to pomeni, da je EBITDA letno rastla 15,8-odstotno. Glede na rast prihodkov lahko sklepamo, da je za družbe LBO pomembna organska rast. Večina rasti marže EBITDA je

²⁹ V ZDA se je razvil model LBO in bil praktično poznan samo v ZDA v osemdesetih letih, zato je skrb avtorjev predvsem namenjena kakovosti življenja Američanov.

posledica optimizacije stroška dela (angl. *selling, general and administrative – SG&A*). Optimizacija delovne sile se dogaja tako, da dodana vrednost na zaposlenega raste hitreje kot strošek dela, saj je v povprečju strošek rasel za 5,4-odstotka letno (Pindur, 2007). Temu pritrjuje raziskava Philippe in Alain (2003), ki pokaže, da prevzemi LBO, storjeni na francoskih družbah, povečajo število zaposlenih in dvignejo plačo zaposlenim v primerjavi s primerljivimi družbami v panogi.

V podpoglavju Davčni ščit sem prišel do zaključka, da je ena izmed pomembnih postavk pri pridobivanju dolžniških finančnih sredstev ugledno ime PE-sklada. Do sedaj sem v magistrskem delu vedno gledal na nastanek vrednosti z vidika posamezne družbe. Drug zanimiv pogled je agregaten pogled na sklade PE LBO, torej neto izboljšanje/poslabšanje poslovanja njihovih naložb. Za slednji pogled obstajata dve možnosti: pogled na ravni investitorja ali pogled na ravni sklada. Kakšna je razlika? Sklad vsakoletno zaračuna strošek upravljanja (angl. *management fee*) in/ali pribitek na kapitalske dobičke upravljanih naložb ali strošek vsake transakcije in/ali mešanico obojega. Različne analize so prišle do različnih zaključkov. Ker različne študije vzamejo v obzir različna merila (angl. *benchmark*) in različne ravni donosa (ali raven sklada ali raven investitorja), pride do različnih zaključkov. Nekatere študije so tako ugotovile, da imajo skladi PE LBO boljše donose v primerjavi z merilom (angl. *benchmark*), medtem ko so druge študije ugotovile ravno nasprotno (Pindur, 2007, str. 18).

Analiza Palepu (1990), ki je preučevala številne raziskave na temo ekonomskih posledic družb LBO, je prišla do sklepa, da pri družbah LBO nastaja vrednost, in sicer s popravo poslovne učinkovitosti. Pettitt (2014), ki je članica CFA Institute, za Financial Times zapiše, da je dokazano, da skladi PE LBO izboljšajo produktivnost, donosnost, a da je na drugi strani veliko tistih, ki trdijo, da so popravki samo začasni do takrat, ko PE-sklad proda družbo naprej.

1.4.3 Uporaba finančnega vzvoda

Prvi razmah industrije LBO se je zgodil ob porastu uporabe visoko donosnih dolžniških vrednostnih papirjev (angl. *high yield bonds*). Obveznice so zapolnile prostor med nizko tveganimi finančnimi obveznostmi, ki so imele zastave na prvih mestih, in med tveganim kapitalom. Omogočile so povečanje vzvoda. Zaposleni v skladih PE LBO praktično večino svojega življenja posvetijo spreminjanju strukture obveznosti sredstev, zato je način razmišljanja zanimiv s strani teorij optimizacije obveznosti sredstev (Axelson, Jenkinson, Strömberg, & Weisbach, 2013).

Raziskava Colla, Ippolito in Wagner (2012) je prišla do zaključka, da sta struktura in cena finančnih obveznosti pri izvedbi LBO pod največjim vplivom preteklega poslovanja/dobičkonosnosti (angl. *profitability*) družbe. Raziskava je oblikovala dva groba segmenta dolga, to sta nadrejeni in podrejeni dolg, pri čemer je cena odvisna od njune

uporabe in tveganja bankrota. Nadrejeni dolg je v obdobju pregretosti s strani prevzemov pokazal, da ga kreditodajalci posojajo preveč ohlapno.

Raziskava Axelson et al. (2013) zajema 1.157 izpeljanih LBO, od tega 694 v Severni Ameriki in drugih 463 iz 24 držav izven Severne Amerike. Ob primerjavi odzivnosti finančnega vzvoda borznih družb z družbami LBO je raziskava dokazala, da ni razvidne povezave med gibanjem finančnega vzvoda javnih družb in družb LBO. Raziskava je našla isto povezavo kot raziskava De Maeseneire in Brinkhuis (2012) med finančnim vzvodom in stanjem dolžniških trgov. Axelson et al. (2013) trdijo, da večja, kot je bila premija za kreditno tveganje, merjena kot razlika med podrejenim dolgom in LIBOR-jem (angl. *high yield spread*), manjši je bil finančni vzvod izpeljanega LBO, iz česar izhaja, da je industrija LBO pro-ciklična in dosega vrh v letih kot sta bili leto 2006 in 2007 (Priloga 3). Posledica negativne korelacije med obrestnimi merami in prevzemno ceno je, da v obdobju pregrevanja dolžniškega trga skladi PE LBO plačujejo višje mnogokratnike za družbe. Iz tega sledi, da bi ob uporabi večjega finančnega vzvoda moral biti večji donos na kapital. A zaključek je nasproten, saj v določenem skladu donos pada z večjim vzvodom. Raziskava se strinja z zaključkom, ki ga naredi v časopisnem članku Guy Hands (Arnold, 2007), da po pregretem dolžniškem trgu pride do obdobja, kjer je veliko bankrotov LBO zaradi prevelikega obsega finančnih obveznosti.

Raziskava Ivashina in Kovner (2011) je v primerjavi z raziskavama Axelson et al. (2013) ter De Maeseneire in Brinkhuis (2012) prišla do zaključka, da presečna variacija (angl. *cross-sectional variation*) skupine vpliva na finančni vzvod pri prevzemih LBO. Rezultati kažejo, da z ustvarjanjem razmerja med skladom PE LBO in bančnimi institucijami, ki se gradi na temelju ponavljanja dejanj,³⁰ izboljšuje dano razmerje in ustvarja manj asimetrij informacij ter boljše pogoje skladov PE LBO pri dolžniškem financiranju, obrestni meri in zavezah. Povečanje za 1 standardni odklon v moči do bančnega razmerja pomeni, da bo sklad PE LBO pridobil osem bazičnih točk (3 odstotke) pri razliki kreditne premije (angl. *spread*) in 0,21 bazične točke (4 odstotke) večjo maksimalno zadolženost v zavezi EBITDA.

Vpliv na finančni vzvod prevzemov LBO je torej utemeljen z ugledom imena sklada PE LBO, trenutnimi razmerami na dolžniških trgih in povezavami/razmerji med skladom PE in bančnimi institucijami. Po raziskavi Axelson et al. (2013) imajo izmed naštetih trenutne razmere na dolžniških trgih največji vpliv na vzvod, saj v primerjavi z javnimi družbami ugotovimo, da je njihov vzvod vezan predvsem na njihove različne (poslovne in/ali finančne) značilnosti. Skladi PE LBO pa se vedno in vselej zadolžujejo do maksimalnega zneska, ki jim ga trg ponudi. Slednjo trditev je potrdila raziskava in številni komentarji zaposlenih v industriji PE LBO.

³⁰ Temelji na tem, da večkrat, kot se skladi PE LBO pogajajo s finančnimi institucijami za dolžniška financiranja, boljše pogoje sodelovanja bodo dobili (Ivashina in Kovner, 2011).

1.5 Prodaja družb, ki so jih prevzeli skladi, ki uporabljajo finančni vzvod za prevzem

V osnovi ima sklad PE LBO določeno življenjsko dobo v povprečju do 10 let od nastanka. To seveda ne pomeni, da mora biti sklad nujno likvidiran po 10 letih, saj je v interesu investitorjev, da se maksimizira vrednost naložbe in ne razdeli lastništva med investitorje, saj s tem investitorji ne pridobijo ne nadzora ne likvidnosti (Talmor & Vasvari, 2011, str. 321). V primeru, da se zaradi slabih razmer v panogi in/ali na svetovnih kapitalskih trgih, zaradi katerih se je vrednost predmetne naložbe drastično znižala, se lahko ob dogovoru z investitorji skladu poljubno podaljša življenjska doba (Sovdat, 2016b; Talmor & Vasvari, 2011, str. 321).

Ker so PE-skladi omejeni s svojo življenjsko dobo in s svojim ugledom, je pomembno, kako izstopajo iz naložb. Uspešno zaključiti zadnji del procesa LBO, pomeni prodati družbo po mnogokratnikih predvidenega denarnega toka na začetku projekta. Enostavno povedano, investitorjem je PE-sklad obljubljal določen interval donosov in glede na le-tega se odraža investitorjevo zadovoljstvo. Torej je ob uspešno zaključenih naložbi večja verjetnost ponovnega investiranja v obstoječi sklad (Talmor & Vasvari, 2011, str. 322). Raziskava Kaplan in Strömberg (2009) navaja, da se je večino transakcij zgodila v obdobju porasta transakcij LBO do novembra 2007, posledično je 54 odstotkov od vseh 17.171 transakcij v panogi LBO še v teku in torej sklad PE LBO ni zaključil in prodal svoje naložbe. Iz tega je mogoče izpostaviti dve težavi. Najprej se poudari, da je prezgodaj delati kakršne koli dolgoročne ekonomske dolgoročne zaključke vplivov skladov LBO. Kot drugo težavo avtorja poudarita, da so trenutne empirične analize poslovanja družb LBO do neke mere pristranske, saj je velik del transakcij še v teku. Raziskava Gompers, Kaplan in Mukharlyamov (2016) je pokazala, da v povprečju 50 odstotkov PE-skladov trži, da dosegajo neto notranji donos (angl. *internal rate of return*, v nadaljevanju IRR) v višini med 20 in 25 odstotkov po plačanih provizijah (angl. *fee*), v povprečju 15,6 odstotka PE-skladov trži, da dosegajo IRR med 15 in 20 odstotki po plačanih provizijah in v povprečju 23,4 odstotka PE-skladov trži, da dosegajo IRR v višini med 25 in 30 odstotki po plačanih provizijah. Mediana PE-skladov torej cilja na 25-odstoten IRR, medtem ko to pri manjših skladih in skladih, ki imajo mednarodno vzpostavljeno delovanje (imajo pisarne na različnih celinah) in ciljajo na IRR višje od 25 odstotkov.

Knjiga *International Private Equity* avtorjev Talmor in Vasvari (2011, str. 322) navaja šest možnih prodaj/izhodov (angl. *exit*) družb pod okriljem PE-skladov:

- Prodaja družbe – družba je prodana ali združena z drugo javno ali zasebno družbo.
- (Prva) javna ponudba (angl. *(Initial) public offering*, v nadaljevanju (I)PO) – PE-sklad se odloči in družbo proda na borzi. V povprečju gre za prodajo manj kot 50-odstotnega deleža družbe. V primeru, ko je družba pred LBO že bila javna delniška družba in se s

prodajo LBO odloči za ponoven odhod na borzo, to imenujemo obratni LBO (angl. *Reverse leverage buyout*, v nadaljevanju RLBO).

- Sekundarni odkup (angl. *secondary buyout*) – gre za primer, kjer PE-sklad proda družbo PE-skladu ali institucionalnemu vlagatelju, ki se ne označuje kot PE-sklad.
- Dokapitalizacija – PE-sklad dodatno zadolži predmetno družbo in potencialno sprejme vplačila novih investitorjev v kapital in s tem odkupi/unovči (angl. *redeem*) del obstoječega kapitala.
- Odkup delnic – odkup delnic s strani družbe, ki je predmet prevzema LBO, in/ali odkup delnic s strani zaposlenih.
- Razkosanje in likvidacija – likvidacija družbe in prodaja po delih, največkrat se slednje zgodi, ko je prevzem LBO spodletel in obstanek družbe pomeni zažiranje v kapacitete sklada PE LBO.

Kaplan in Strömberg (2009) ugotovita, da se v preučevanem obdobju³¹ 38 odstotkov družb LBO proda strateškemu kupcu,³² kar je po Yousfi (2011) prikazano kot najbolj zaželena pot skladov PE LBO, ker je postopek hiter in sklad izstopi v celoti. Po Kaplan in Strömberg (2009) je drugi najpogostejši izhod iz LBO sekundarni odkup, ki se zgodi v 24 odstotkih primerov. Slednja prodaja vse bolj pridobiva pomen. Kot tretji najpogostejši prodajni kanal se je izoblikovala IPO, ki predstavlja 14 odstotkov prodaj in je v primerjavi s sekundarnimi odkupi v preučevanem obdobju izgubljala pomen. Yousfi (2011) poudari, da IPO nudi najboljši donos, likvidnost vrednostnih papirjev in je hkrati zaželena za podjetnika, saj družba obdrži svobodo, ki bi jo izgubila v primeru prodaje strateškemu kupcu. Raziskava Cao in Lerner (2009), opravljena na analizi trgovanja 496 delnic družb RLBO v ZDA, pride do zaključka, da so le-te donosnejše od drugih delnic iz IPO. Na drugi strani pa delna prodaja ni zaželena pri skladih PE LBO, saj se jim ne sprostijo sredstva za nov nakup (Yousfi, 2011). Predmetna primerjanja o bolj ali manj donosnem načinu prodaje so delno pristranska, saj so med družbami prevzetimi z LBO tudi zasebne in ni mogoče ugotoviti denarnih tokov lastnikom (dividende, odkupi deležev), ki pa v veliki meri vplivajo na vrednotenje družbe ob IPO, RLBO ali prodaji strateškemu kupcu (Pindur, 2007). Primer vplivanja dividende na kupnino navajata Sovdat in Kupec (2015) pri ponudbi PE-sklada Cinven za nakup Telekoma Slovenije.

Tako IPO kot sekundarni nakup, ki temelji na novem LBO, sta ciklična. Zakaj je LBO cikličen, je obrazloženo v zgornjih poglavjih. Po poročanju novinarke Bullock (2016) je trg IPO odvisen od delovanja (rast/padec) celotnega borznega trga in drugih tveganj.

Avtorja Talmor in Vasvari se ne ukvarjata s še eno obliko izhoda skladov PE LBO iz naložb, to je insolventnimi dogodki predmetne družbe. Kaplan in Strömberg (2009) v

³¹ Od 1970 do novembra 2007.

³² Strateški kupec ni finančni sklad ali institucionalni vlagatelj, največkrat prihaja iz iste panoge oziroma gre za vertikalno povezavo.

svojem vzorcu 17.171 družb, na katerih je bil izveden LBO, ugotovita, da je 6 odstotkov družb LBO zaključilo v stečaju ali prestrukturiranju. V primeru, ko izvzamemo obdobje po letu 2002, ker le-to še ni zaključeno, se deleži družb v stečaju dvignejo na 7 odstotkov oziroma 1,2 odstotka na letni ravni. Primerjalno gledano je raziskava Hamilton, Praveen, Sharon in Richard (2006) prišla do zaključka, da glede na poročanja Moody's v ZDA poslovne izdaje obveznic v povprečju beležijo 1,6 odstotka stečajev na letni ravni. Na drugi strani pa je težje spremljati stečaje družb LBO, ker so zasebne narave in jim ni treba poročati o poslovanju oziroma o predmetnih dogodkih. Kaplan in Strömberg (2009) najdeta pojasnilo v 11 odstotkih prodaj/izhodov, ki so nepojasneni in jih pripisujeta stečajem in prestrukturiranjem.

Raziskava Schmidt, Steffen in Szabó (2010) kaže podporo učinkom signalizacije trgu (angl. *signaling effect*). Vzorec temelji na podlagi 666 LBO v ZDA in Evropi med letoma 1990 in 2005. PE-skladi hitro naredijo odločitev odpisa naložb, katerih donosi so pod pričakovanji. Na drugi strani pokažejo, da se samo najbolj donosne družbe odločijo za odhod na borzo.

2 PREDSTAVITEV PRIMERA PREVZEMA DRUŽBE MESSER GRIESHEIM, PRI KATEREM JE BIL UPORABLJEN FINANČNI VZVOD

2.1 Dogajanje in razvoj prevzemov s finančnim vzvodom v kemični industriji

Kemična industrija je vzbudila večje zanimanje skladov PE LBO v sredini devetdesetih let prejšnjega stoletja. Prihod finančnih skladov v kemično panogo je bil posledica dolgoletnih podpovprečnih donosov kemične industrije v primerjavi s S&P 500³³ in prav tako v primerjavi z donosom naložb skladov PE LBO v kemično industrijo.³⁴ Posledično so se kemične družbe vse pogosteje odločale za koncentracijo svojega poslovnega modela, kar pomeni, da so se določene poslovne enote, ki niso bile del osrednje dejavnosti družbe (angl. *core business*), odprodale. Primeri takšnih odločitev so prodaja surovinsko odvisne (angl. *commodities chemicals*) poslovne enote Cytec skladu H.I.G. Capital, prodaja poslovne enote Carbon Black družbe Evonik družbi Rhode Capital, Zeneca pa je prodala svojo kemično industrijo skladoma Cinven in Investcorp. Zgodovinsko boljši donosi PE-

³³ Donosi so merjeni za obdobje, ki se konča z 31. 12. 1999 in nam povejo, da je donos lastnikov vrednostnih papirjev kemične industrije zaostal za S&P 500 za 2,6 odstotne točke v 20-letnem obdobju, za 4,8 odstotne točke v 10-letnem obdobju in za 12,5 odstotne točke v petletnem obdobju.

³⁴ Donosi so merjeni za obdobje, ki se konča z 31. 12. 1999 in nam povejo, da je donos investorjev v sklade PE LBO v kemični industriji prehitel donose javnih kemičnih družb za 9,3 odstotne točke v 20-letnem obdobju, za 10,9 odstotne točke 10-letnem obdobju in za 12 odstotne točke in v petletnem obdobju. Donosi skladov PE LBO so zmanjšani za vse stroške PE-skladov in so tako merjeni na ravni investitorja.

skladov pomenijo, da so le-ti pripravljene plačevati višje premije za prevzem družb kot pa strateški kupci (Butler, 2001; Pflug, Harimann, & He, 2011).

Pflug et al. (2011) delijo kemične družbe na tiste, ki proizvajajo surovinsko odvisne proizvode in na tiste s specialnimi kemičnimi proizvodi (angl. *specialty chemicals*). Poročilo IHS Markit Ltd. (2016) opredeli specialne kemične proizvode na podlagi njihovih funkcij in/ali zmogljivosti in ne glede na njihovo kompozicijo (primeri: pigmenti, katalizatorji, plastični aditivi ...). Obravnavana panoga zahteva veliko znanja in stalno inoviranje. Polovica svetovne porabe specialnih kemikalij se porabi v naslednjih štirih panogah: mila, kozmetika in čistila; prehrana in pijača; gradbeništvo in elektronika ter električna industrija. Predvidena je rast v višini 3,5 odstotka na svetovni ravni in 2 odstotka v zahodnem svetu za obdobje med leti 2015 in 2020. Surovinsko odvisni kemični proizvodi temeljijo na osnovi naravnih surovin (primer: nafta, zemeljski plin, premog, kovine, minerali in voda). Zaradi volatilnosti cen surovin na borzi imajo predmetne družbe težave z zagotavljanjem stabilne marže, saj rast vhodne surovine težko z enako hitrostjo prenesejo v končno ceno oziroma se jim ob padcu vhodnih cen poslovanje izboljša.

Butler (2001) navede raziskavo svetovalne družbe McKinsey, ki je pripravila analizo devetih družb, ki so bile predmet LBO in so se po zaključenem LBO vrnile na borzo. Dve tretjini vrednosti sta bili ustvarjeni v obdobju, ko je bila družba v lasti PE-sklada.

2.2 Prevzemni mnogokratniki v kemični industriji

Skozi celotno magistrsko delo se naslanjam samo na določene mnogokratnike. Zaradi lažjega razumevanja sem se odločil tvoriti večino svojih analiz na osnovi mnogokratnika EBITDA do celotne vrednosti družbe (angl. *enterprise value*), torej vključno s finančnim dolgom. V primeru, da je zaradi enkratnih dogodkov parameter EBITDA okrnjen oziroma nam ne prikaže pravilne slike, sem uporabljal normalizirano EBITDA ki izvzame enkratne dogodke iz EBITDA. Definicija normalizirane EBITDA za družbo Messer Griesheim je, da se EBITDA dodajo amortizacija neopredmetenih sredstev, stroški prestrukturiranja in reorganiziranja ter denarne dividende ne-konsolidiranih hčerinskih družb.

Raziskava Butler (2001) prikaže, da kemične družbe v povprečju kotirajo pri sedemkratniku EBITDA v ZDA in pri šestkratniku EBITDA v Evropi. Pri prevzemih so finančni skladi v devetdesetih letih prejšnjega stoletja plačevali v povprečju 8,1-kratnik EBITDA v ZDA in 7,4-kratnik EBITDA v Evropi, medtem ko so strateški kupci plačevali v povprečju 11,0-kratnik EBITDA za prevzeme v ZDA in 10,5-kratnik EBITDA za prevzeme v Evropi. Razmerje med mnogokratnikom EBITDA in vrednostjo družbe zajema tako finančni dolg kot vrednost kapitala, torej celotno vrednost družbe.

Raziskava družbe A.T. Kearney avtorjev Pflug et al. (2011) je družbe v kemični dejavnosti podrobneje razdelila po mnogokratnikih, po katerih se prodajajo. V povprečju se transakcije, ki so storjene s finančnimi skladi, dogajajo po od štiri- do sedemkratnika

EBITDA. Podobno kot raziskava Butler (2001), tudi Pflug et al. (2011) pridejo do zaključka, da se strateškemu kupcu prodaja po višjih mnogokratnikih. Pflug et al. (2011) nato delijo kemične družbe na surovinsko odvisne, katerih transakcije se izvajajo med šest- in sedemkratnikom EBITDA, in specialne kemične družbe, katerih transakcije se dogajajo po sedem- do 10-kratniku EBITDA. Le-te se prodajajo po višjih mnogokratnikih, predvsem zaradi manjše cikličnosti, kar pomeni, da so denarni tokovi stabilnejši, in višjih marž, ki jih predmetne družbe dosegajo.

Po prepričanju analitikov investicijske banke Goldman Sachs so se transakcije v kemični industriji opravljale pri 10,5-kratniku EBITDA do celotne vrednosti družbe, mediana vseh prevzemov pa je bila pri 10-kratniku EBITDA v zadnjih dvanajstih mesecih leta 2008 (Achleitner, Nathusius, Lerner, & Herman, 2009). Zaradi visokih ovir za vstop v panogo ali na določene trge, kjer je že prisoten konkurent, četudi manjši, se je dogajalo, da so manjše družbe dosegala precejšnje premije na trgu (Lerner, Lutz & Herman, 2012).

2.3 Zgodovina poslovanja družbe Messer Group Gmbh

Družba Messer Group Gmbh (v nadaljevanju Messer) je leta 1898 ustanovil Adolf Messer. V prvem desetletju poslovanja je družba razvila produktni portfelj, ki je zajemal acetilenski agregat (angl. *acetylene generator*), plamensko varjenje in rezanje, regulatorje tlaka, kisikove sisteme in proizvodnjo tehničnih plinov. Z izgradnjo prve kisikove tovarne (angl. *air separation unit*, v nadaljevanju ASU) in odprtjem pisarne v Oslu je družba nadaljevala rast. Še pred drugo svetovno vojno je sledila širitev v ZDA, ki se je nadaljevala tudi po drugi svetovni vojni. Leta 1953, ko je vodenje družbe prevzela druga generacija družine Messer, je imela družba 1.100 zaposlenih. Druga generacije je hitro ugotovila, da če hočejo proizvajati industrijske pline in ne samo graditi tovarne plinov, za kar je bil Messer specializiran do tistega trenutka, potrebujejo partnerja oziroma investitorja. To je vodilo k skorajšnjemu sodelovanju z BASF, pri čemer bi družina Messer zadržala 50 odstotkov lastništva družbe in hkrati 50 odstotkov glasov na skupščini. Kasneje se je družina začela pogajati s farmacevtom Hoechstom, ki je deloval v več kot 100 državah. Združili so se s Hoechstom in tako je nastal Messer Griesheim, družba, v kateri je imela družina Messer 33-odstotno lastništvo, preostali dve tretjini sta bili v lasti Hoechsta. Vseeno je imela družina Messer pravico veta v primeru, da bi se Hoechst odločil za prodajo delnic družbe Messer Griesheim. Družba Messer Griesheim se je osredotočila na področje varjenja, kriogeniko (angl. *cryogenics*) in proizvodnjo plinov. V sedemdesetih letih je sledila rast na trgih Zahodne Evrope in ZDA. S koncem osemdesetih let in padcem železne zavese se je začela širitev v Vzhodno Evropo (Achleitner et al., 2009).

V letu 1994 je sledila menjava predsednika uprave podjetja Hoechst in s prihodom novega predsednika uprave se je spremenila strategija Hoechsta. Hoechst se je odločil osredotočiti na farmacijo in agrikulturne izdelke (angl. *life science*). Sledila je odprodaja osnovne in specialne kemične industrije ter kozmetične enote. Vodilo nove strategije Hoechsta je bilo,

da se vse poslovne enote, v katerih niso prvi ali drugi v panogi, prodajo. V skladu s to odločitvijo je bilo treba prodati tudi delnice družbe Messer Griesheim. Z odločitvijo se niso strinjali v družini Messer, saj je proizvodnja plinov lokalni posel, kjer je prevoz možen do 300 kilometrov daleč in po slednji metodologiji je bil Messer med vodilnimi na lokalnih trgih. Odločitev uprave Hoechsta je bila, da bodo povečali vlaganja v nove obrate Messer Griesheim z razlogom, da bo večjo družbo lažje in bolj donosno prodati. V letu 1998 je imela družba v izdelavi 24 ASU in pogodbe za gradnjo 20 kriogenskih in 65 nekriogenskih proizvodenj. V obdobju med letoma 1995 in 2000 je družba investirala 2 milijardi € v osnovna sredstva, kar je pomenilo med 25 in 30 odstotki prihodkov od prodaje ob podpovprečnih maržah, primerjano s panogo. Različni viri navajajo, da je Messer v omenjenem obdobju na trgu nastopal zelo agresivno in mnogokrat delal pod pragom stroška kapitala. Finančne obveznosti so se od leta 1996 do leta 2000 povečale s 423 milijonov € na 1,6 milijarde €. Veliko povečanje finančnih obveznosti, vpletenost družine Messer v prodajo družbe, težava z učinkovitostjo poslovanja in težava z varstvom konkurence so samo nekateri negativni zaključki agresivnega nastopa družbe Messer Griesheim na trgu ob koncu devetdesetih let (Achleitner et al., 2009).

Po več neuspešnih poskusih dvorjenja potencialnih strateških kupcev, tako s strani Hoechsta kot tudi družine Messer, in po tem, ko je odločitev o IPO padla v vodo, je postala odločitev o prodaji deleža Hoechsta v družbi vse težja. Vzrok na strani Hoechsta je bil, da je treba slediti maksimizaciji vrednosti, na drugi strani pa je družina vztrajala pri nadaljnjem lastništvu v družbi in z njim povezanimi posebnimi pravicami. Hoechst se je v vmesnem obdobju združil z Rhodes-Poulec in postal Aventis, ki je danes poznan kot Sanofi. Aventis je leta 2000 javno napovedal, da bo prodal delež v Messer Griesheimu s pomočjo omejene dražbe (angl. *limited auction*). V omenjenem obdobju je družba Roland Berger naredila strategijo prestrukturiranja, v sklopu katere sta bila predvidena odprodaja nestrategijskih poslovnih enot in odpuščanje 850 zaposlenih ter prestrukturiranje osnovne dejavnosti (Achleitner et al., 2009).

Dodaten pritisk pri prodaji Aventisovega deleža v Messer Griesheimu je ustvarila slabo izpeljana prodaja kemične družbe Vianova Resins. Leta 1998 je Hoechst prodal družbo Vianova Resins PE-skladu Morgan Grenfell za 542 milijonov \$. Samo 12 mesecev kasneje je Morgan Grenfell prodal Vianova Resins za 640 milijonov \$. To dejstvo vsekakor ni pomagalo družini Messer pri pogajanjih o izstopu Aventisa iz družbe Messer Griesheim (Butler, 2001).

2.4 Dogajanje v panogi družbe Messer Griesheim

Panoga proizvodnje industrijskih plinov se je razvijala na temelju vse večje porabe plinov v težki industriji, medicini, proizvodnji kovine, v panogi prehrane itd. Industrijske pline delimo na organske in anorganske. Proizvodnja organskih plinov poteka z ekstrakcijo iz zraka s procesom ločitve (angl. *separation process*), proizvodnja anorganskih plinov pa se je

izvajala s procesom sinteze. Plini so se shranjevali v tekočem, trdem ali kompresiranem (angl. *compressed*) stanju (Lerner et al., 2012).

Kot omenjeno, je proizvodnja industrijskih plinov lokalen posel. Transport se odvija po treh kanalih. Prva oblika je transport z vlakom ali kamionom in hranjenje plina v silosih, pri čemer gre za večje industrijske odjemalce, kar predstavlja 25 odstotkov trga. Druga oblika transporta plinov poteka v cilindrih, kar predstavlja 40 odstotkov trga (Lerner et al., 2012) Tretja oblika transporta pa je izgradnja ASU v neposredni bližini končnega uporabnika, ki se poveže z vodom, kar predstavlja 23 odstotkov trga. Preostalih 12 odstotkov predstavlja proizvodnja nekriogenih plinov, proizvedenih v absorpcijskih proizvodnjah, prav tako v neposredni bližini končnega kupca (Lerner et al., 2012; Lerner, Achleitner, Lutz & Herman, 2013a).

Pogodbeno sodelovanje se je razlikovalo glede na metodo transporta. Najdaljše pogodbeno sodelovanje, med 10 in 20 let, je v rabi v primeru sodelovanja preko voda oziroma postavitve ASU, pri čemer pogodbeno razmerje vsebuje prenos spremembe stroškov materiala na kupca. V primeru transporta plinov s kamioni oziroma vlaki so pogodbeni razmerja dolga od tri do pet let, pri nakupu plinov v cilindrih pa se dolgoročne pogodbe (torej daljše od leta) načeloma ne, ker se plini kupujejo na mestu (angl. *on spot*) ali preko kratkoročne pogodbe (Lerner et al., 2012; Lerner et al., 2013a).

Panoga proizvodnje industrijskih plinov je bila v letu 2001 po poročanju Lerner et al. (2012) konsolidirana, saj je pet največjih proizvajalcev predstavljalo samo 50 odstotkov trga. Družba Messer je imela v letu 1999 5-odstotni tržni delež pri proizvodnji industrializiranih plinov na svetu. Na drugi strani pa panoga zahteva veliko kapitalsko intenzivnost, saj lahko investicija v nov ASU stane tudi 50 milijonov €, kar postavlja veliko oviro za vstop v panogo, a hkrati tudi manjša razlike med velikimi in drugimi igralci.

V letu 1999 se je zgodila v predmetni panogi po velikosti primerljiva transakcija z družbo Messer Griesheim. Linde je prevzel AGA za 4,2 milijarde €, kar vključuje finančni dolg. Po mnogokratnih je to pomenilo, da je Linde plačal 10,5-kratnik EBITDA za AGA (Lerner et al., 2013a).

2.5 Ustanovitev družbe MEC Holding

Konec leta 1999 je družba Messer Griesheim izčlenila družbo Messer Cutting & Welding in jo prepustila družini Messer. Messer Cutting & Welding je nato prevzela družbo Swiss Castolic Eutetic, skupna družba pa se je preimenovala v MEC Holding. Denar za prevzem družbe Swiss Castolic Eutetic je zagotovil sklad PE Carlyle Europe Partners (1) in tako pridobil 51 odstotkov MEC Holdinga, družina Messer pa je v zameno za 49 odstotkov prepustila MEC Holdingu Messer Cutting & Welding. Sklad Carlyle si je priboril pravico

do imenovanja predsednika uprave in izvajanja spremembe v poslovanju družbe (Achleitner et al., 2009).

Po poročanju Atkins in Jenkins (2005) je sklad Carlyle svojo investicijo v MEC Holding podvojil s 23 milijonov € na 46 milijonov €. Poleg uspešnega zaslужka so iz MEC Holdinga naredili uspešno in stabilno družbo, kar pred prevzemom ni bila. Kupec 51 odstotkov družbe MEC Holding je bila družina Messer (Achleitner et al., 2009).

2.6 Prodaja Messer Griesheim

Po letih prekomerne širitve in preoptimističnih načrtov družbe Messer Griesheim, kar je pomenilo, da je imela družba podpovprečne marže in visoko zadolženost, ter nestrinjanja med lastnikoma, pri čemer je Aventis sledil želji maksimiziranju vrednosti družbe, družina Messer pa svojim dolgoročnim interesom, ki so bili poravnani z družbo Messer Griesheim, je sledilo prelomno leto 2001. Po različnih posvetovanjih je družina Messer stopila v stik z različnimi PE-skladi. Izmed vrste PE-skladov, ki so vstopili v pogovore z Aventisom in družino Messer, sta bila tudi Allianz Capital Partners³⁵ in Goldman Sachs Capital Partners.³⁶ Družini Messer se je Allianz Capital Partners zdel všečen, saj izvira iz nemške družbe, in je imel dolgoročno investicijsko strategijo. Oba PE-sklada sta se zavedala, da je možno izpeljati transakcijo samo ob zadovoljstvu obeh partnerjev (Achleitner et al., 2009). Po poročanju Lerner et al. (2012) je bil prvoten namen Allianz Capital Partners, da kupi celotno družbo Messer Griesheim, ampak ji je bilo to zaradi deleža v konkurenčni družbi onemogočeno. Zaradi tega bremena je Allianz pripeljal v transakcijo Goldman Sachs Capital Partners, ki je imel na področju delovanja PE v Nemčiji dober ugled.

2.6.1 Opis prevzema družbe Messer Griesheim

Družina Messer je jasno izrazila svoje stališče, da bi rada (p)ostala lastnica družbe po izhodu PE-skladov iz družbe. To dejstvo je botrovalo, da se je v medsebojno (družbeno) pogodbo vnesla odkupna možnost družine (Achleitner et al., 2009). Čas koriščenja odkupne možnosti je bil med aprilom in septembrom 2003. Družbena pogodba je uskladila, da ima v primeru koriščenja odkupne možnosti PE-sklada dogovorjeni IRR v višini 30 odstotkov letno (Achleitner, Herman, Lerner & Lutz, 2010). V primeru, da bi se vse tri stranke odločile za IPO družbe do 30. junija 2003, bi se morale vse tri strinjati s predmetno odločitvijo. Po 1. 1. 2004 sta imela investitorja možnost koriščenja IPO oziroma prodaje kupcu z najvišjo ceno, pri čemer bi morala zaradi odločitve večine (angl. *drag along*) delnice prodati tudi družina Messer (Achleitner et al., 2009).

³⁵ Allianz Capital Partners je hčerinska družba Allianz Group, ki je ena izmed največjih zavarovalniških skupin in upravljavec premoženja na svetu.

³⁶ Goldman Sachs Capital Partners je hčerinska družba investicijske banke Goldman Sachs.

Presečni datum prevzema družbe Messer Griesheim s strani PE-skladov in družine Messer je bil 30. 4. 2001. V Tabeli 2 so navedeni nekateri ključni finančni parametri poslovanja družbe Messer Griesheim leto pred, ob in po prevzemu. V postopku prevzema so se ocenile poštene vrednosti vseh sredstev in obveznosti, zato obdobji, pred prevzemom in po prevzemu, nista neposredno primerljivi in ju zaradi slednjega ločimo v Tabeli 2. V letu 2000 je znašala neto zadolženost družbe 1.627 milijonov €, kar je predstavljalo zelo visoko relativno zadolženost v primerjavi z EBITDA, ki jo je v slednjem letu družba ustvarila, to je 359 milijonov €, kar pomeni, da bi družba potrebovala 4,5 leta, da bi poplača vse finančne obveznosti, če bi namenila celotno EBITDA za poplačilo dolgov. Ob prevzemu družbe so se vse finančne obveznosti refinancirale. Celoten znesek refinanciranja je znašal 1.650 milijonov €. Znesek 1.650 milijonov € zajema 310 milijonov € revolving kredita in 400 milijonov € premostitvenega mezzanin financiranja, ki je bil v maju 2001 poplačan, ko je bila izdana 10-letna nadrejena obveznica v nominalnem znesku 550 milijonov €. Achleitner et al. (2009) poročajo, da je vrednost kapitala družbe Messer Griesheim pri prevzemu znašala 2,1 milijarde €, torej je vsota prevzema družbe znašala 3,75 milijarde € oziroma 10,1-kratnik EBITDA leta 2001 oziroma 9,3-kratnik normalizirane EBITDA v letu 2002.

Tabela 2: Poslovanje družbe Messer Griesheim pred in po prevzemu

Kazalniki	Poslovanje družbe po prevzemu		Poslovanje družbe pred prevzemom	
	1. 1.–31. 12. 2002 (v milijonih €)	1. 5.–31. 12. 2001 (v milijonih €)	1. 1.–30. 4. 2001 (v milijonih €)	1. 1.–31. 12. 2000 (v milijonih €)
Prihodki od prodaje	1.526	1.047	575	1.696
Bruto marža	777	518	281	851
EBIT	131	38	47	3
Čisti dobiček/(izguba)	(90)	(70)	(14)	(206)
Normalizirana ³⁷ EBITDA	403	245	126	359
Neto finančni dolg (v nadaljevanju NFD)	1.240	1.393 ³⁸		1.627
NFD/EBITDA	3,10	3,75 ³⁹		4,50

Vir: Messer Griesheim Holding AG, consolidated financial statements 2002; J. Lerner, E. Lutz & K. Herman, Messer Griesheim (A), 2012.

Ob sklenjenem prevzemu družbe so PE-sklada in družina sklenili delničarski sporazum in tako definirali način poslovanja v prihodnosti. PE-sklada sta imela 66,2 odstotka lastništva, a vseeno je imela družina, lastnica 32,1-odstotka, pravico veta na strateško pomembne

³⁷ Normalizirana EBITDA pomeni, da so vsi enkratni stroški poslovanja izvzeti iz EBITDA, torej normalizirana EBITDA predstavlja EBITDA ob poslovanju, brez plačil stroškov procesa prodaje družbe itd.

³⁸ Neto zadolženost družbe je merjena na dan 31. 12. 2001.

³⁹ Razmerje med zadolženostjo in EBITDA je merjeno na podlagi vsote normalizirane EBITDA.

odločitve za družbo. Preostalih 1,7 odstotka je bilo v lasti zaposlenih. Vsako spreminjanje strategije je potrebovalo konsenz vseh treh strank. Poleg naštetih treh strank pa je bila želja PE-skladov, da se v čim večji meri v lastništvo privabijo tudi zaposleni na vodilnih mestih.⁴⁰ Minimalna investicija je bila tretjina letne plače zaposlenega. Nakupna cena delnic družbe Messer Griesheim je bila za zaposlene enaka nakupni ceni, ki sta jo plačala PE-sklada. Sprva so imeli zaposleni določen odpor do investiranja, a na koncu se je za investicijo odločilo med 85 in 90 odstotkov zaposlenih. Namen vlaganja vodilnih zaposlenih je bila predvsem spodbuda (angl. *incentive*) (Achleitner et al., 2009; Messer Griesheim Holding AG, 2002).

2.6.2 Strategija upravljanja družbe Messer Griesheim

V dogovoru o sodelovanju med družbeniki je bila tudi zaveza izpeljati načrt prestrukturiranja družbe, ki ga je sestavila družba Roland Berger. Družina se je zavedala, da so bile določene investicije v preteklosti zgrešene, a vseeno so bile zanimive za konkurenco, ki se je v določeni regiji želela širiti. S tem razumevanjem je tudi družina pozitivno pristopila k načrtu prestrukturiranja (Lerner et al., 2012).

Po prevzemu je družba prešla na dvotirni sistem korporativnega upravljanja, poleg uprave in nadzornega sveta pa je bil ustanovljen tudi delničarski odbor (angl. *shareholders committee*). Nadzorni svet je bil sestavljen iz polovice delničarjev in polovice delavcev, pri čemer sta bila predstavnika delničarjev v enakem razmerju samo Goldman Sachs Capital Partners in družina Messer. V delničarskem odboru ni bilo predstavnikov delavcev, saj je bil namen tega predvsem določanje strategije (Achleitner et al., 2009). Raziskava Achleitner et al. (2010) pove, da zaradi 10-odstotnega lastništva Allianz Capital Partners v družbi Linde, ki se prav tako ukvarja s proizvodnjo industrijskih plinov, predstavniki Allianz Capital Partners niso smeli biti člani odgovornih funkcij družbe Messer Griesheim. Vse položaje Allianz Capital Partners je prevzel Goldman Sachs Capital Partners. Achleitner et al. (2009) zapiše, da je nadzorni svet odigral ključno vlogo pri ustvarjanju/ohranjevanju kohezije med upravo in zaposlenimi. Delavci, zbrani v nadzornem svetu, so imeli vsi dolgoletne izkušnje z delom v družbi Messer Griesheim, z občutkom za posel in brez ekstremnih ter neutemeljenih pogledov.

Ker se je v podružnici družbe Messer Griesheim v Južni Ameriki zgodil primer poneverbe (angl. *embezzled*), je član Goldman Sachs dr. Dibelius v družbo pripeljal nekdanjega generala zveze NATO Wesleya Clarka, kot direktorja za skladnost poslovanja (angl. *compliance*). Skladnost poslovanja je bila opredeljena skozi pravilnike. Med zaposlenimi so zaokrožile številna obvestila z namenom spremembe korporativne kulture podjetja. Z namenom izobraževanja zaposlenih o novi etiki in morali družbe je bilo organiziranih veliko predavanj in tako je skladnost poslovanja postala pomembna vrednota družbe. Clark je uvedel ameriški sistem skladnosti poslovanja, kar je pomenilo, da v določenih državah

⁴⁰ Želja Goldman Sachs Capital Partners je bila, da sodelujeta prva in druga raven vsakega oddelka.

ni bilo dovoljeno poslovati. To dejstvo je povzročilo dolgo razpravo med družino in PE-skladom (Lerner et al., 2012; Lerner et al., 2013a).

2.6.3 Ustvarjanje vrednosti

Načrt prestrukturiranja družbe, ki ga je pripravila svetovalna družba Roland Berger, je zajemal 300 posameznih aktivnosti, s ciljem, da družba prihrani 100 milijonov € letno. Strošek odpravnin za 850 odpuščenih delavcev naj bi znašal 64,5 milijona €. Večina se je strinjala, da je odpuščanje potrebno, tudi zaposleni pa so se zavedali, da je mogoče določene enote voditi bolj učinkovito. Načrt prestrukturiranja je bil nastavljen zelo agresivno, saj je šla družba Roland Berger skozi vse oddelke in naredila predmetno oceno. Družbeniki so se zavedali agresivnosti načrta prestrukturiranja in so bili posledično do neke mere popustljivi v določenih elementih. Del zmanjšanja zaposlenih je bil predviden tudi z odprodajo premoženja. Poslovne enote, ki same po sebi ne bi preživele, so bile prodane. Razen dveh prodaj premoženja/poslovnih enot, so bile poslovne enote prodane strateškemu kupcu. Predpostavljeno je bilo, da bo večina zaposlenih v prodanih poslovnih enotah obdržala zaposlitev. S prodajo poslovnih enot ni prišlo do velikega zmanjšanja zaposlenih v posamezni poslovni enoti. Od 31. 12. 2000 do 31. 12. 2003 se je zmanjšalo število zaposlenih v družbi Messer Griesheim z 10.200 na 7.144. Približno 80 odstotkov zmanjšanja števila zaposlenih je šlo na račun odprodaje poslovnih enot. Kljub razumevanju zaposlenih, da je treba odpustiti določeno število zaposlenih, odpuščanje ni potekalo zlahka, saj so za to potrebovali kar nekaj časa. Po poročanju družbe Goldman Sachs, so v procesu prestrukturiranja odpustili 350 zaposlenih, največ v Nemčiji v enoti transporta. To je pomenilo, da se je izboljšala produktivnost zaposlenih, in sicer merjeno s prometom na zaposlenega in EBITDA na zaposlenega (Priloga 1) (Achleitner et al., 2009; Messer Griesheim Holding AG, 2002; Lerner et al., 2013a).

Tabela 3: Prikaz ključnih postavk iz izkaza poslovnega izida družbe Messer Griesheim

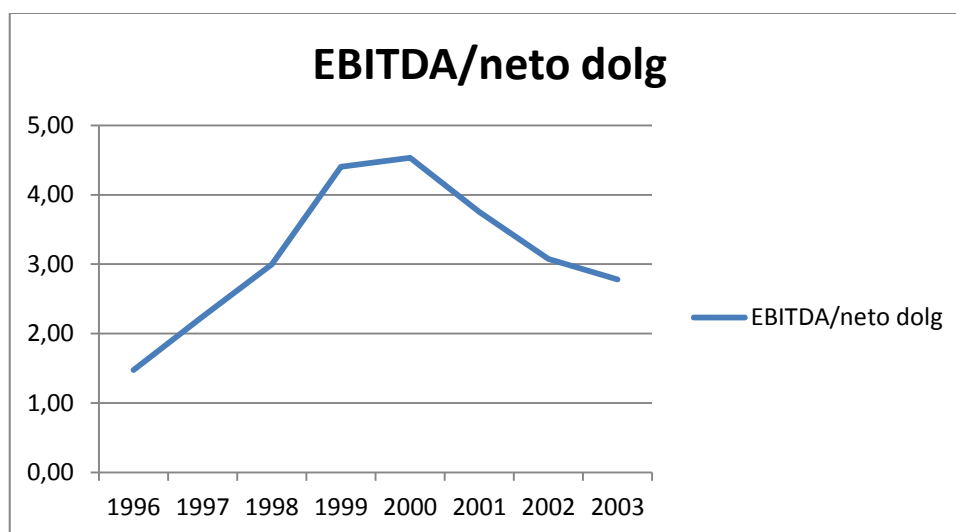
(v '000.000)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Prihodki	1.148	1.269	1.477	1.492	1.696	1.621	1.526	1.498
Rast (v odstotkih)		10,5	16,4	1,0	13,7	(4,4)	(5,9)	(1,8)
Normalizirana EBITDA	287	307	336	308	359	371	403	402
Odstotek od prihodkov	25,0	24,2	22,7	20,6	21,2	22,9	26,4	26,8
Vlaganja v osnovna sredstva (angl. <i>capital expenditures</i>)	299	425	561	557	322	129	136	127
Odstotek od prihodkov	26,0	33,5	38,0	37,3	19,0	8,0	8,9	8,5
NFD	423	689	1.007	1.356	1.627	1.393	1.240	1.117

Vir: J. Lerner, A. Achleitner, E. Lutz & K. Herman, Messer Griesheim (A), 2013a.

Družba Messer Griesheim je v letu 2002 ustvarila 1.562 milijonov € prihodkov od prodaje in 403 milijone € normalizirane EBITDA. Glavna trga sta Severna Amerika in Evropa, kjer družba ustvari 65 odstotkov prihodkov in 72 odstotkov normalizirane EBITDA (Messer Griesheim Holding AG, 2002).

Tabela 3 prikazuje nekatere ključne finančne kazalce poslovanja družbe Messer Griesheim v obdobju pred in po prevzemu. Omenjena menjava strategije je hitro očitna pri poslovanju družbe. V obdobju do leta 2000 so značilni trije trendi: rast prodaje, padec marž in večanje neto zadolženosti. V obdobju po letu 2000 je v skladu z načrtom prestrukturiranja, družbi omenjene trende uspelo obrniti. Družba je zaradi prodaje poslovnih enot doživljala padec prihodkov, a je na drugi strani z boljšo učinkovitostjo dosegla absolutno (razen leta 2003) in relativno rast marž ter izrazito izboljšala neto zadolženost. Razmerje med EBITDA in neto zadolženostjo je prikazano na Sliki 1, kjer sta lepo vidni razliki med strategijama med obema obdobjema.

Slika 1: Prikaz razmerja med EBITDA in neto dolgom družbe Messer Grieshei, v obdobju med letoma 1996 in 2003



Vir: J. Lerner, A. Achleitner, E. Lutz & K. Herman, Messer Griesheim, 2013a, 2013b; Messer Griesheim Holding AG, Consolidated Financial Statements 2002.

Prestrukturiranje je vsebovalo strategijo osredotočanja na ključne trge, to sta Severna Amerika in Evropa, in na ključne dejavnosti. V skladu s strategijo prestrukturiranja so sledile prodaja naložb v poslovni enoti oskrba na domu (angl. *home care business*) v Nemčiji in Kanadi, prodaja nekriogenske proizvodnje v Nemčiji, Italiji, ZDA in na Kitajskem, prodaja poslovanja v Argentini, Braziliji, Kanadi, Egiptu, Mehiki, Južnoafriški republiki, Južni Koreji, Trinidadu in Tobagu ter Venezueli, prodaja poslovne enote dušikovega kisika v Avstraliji, prodaja vseh poslovnih enot ogljikovega dioksida v ZDA in prodaja servisiranja dušika v Veliki Britaniji. Vsa sredstva, pridobljena s prodajo naložb, so bila namenjena poplačilu finančnega dolga (Messer Griesheim Holding AG, 2002).

Prestrukturiranje je vsebovalo tudi zavezo o zmanjšanju vlaganj v osnovna sredstva. Vlaganja v osnovna sredstva so se zmanjšala in so padla pod 10 odstotkov prihodkov od prodaje, in sicer od leta 2001 dalje, pri čemer so bila vlaganja v zadnjih petih letih samo enkrat pod 20 odstotki prihodkov od prodaje. Ta trend je zajel celotno panogo, kjer so vlaganja padla z 20 do 21 odstotkov na 11 do 15 odstotkov od prihodkov od prodaje. Iz tega sledi, da so se vse družbe v panogi bolj osredotočale na posle z večjo pričakovano dodano vrednostjo kot pa na pridobivanje tržnega deleža (Lerner et al., 2013a).

Gradnja vrednosti družbe je bila sestavljena iz področja odprodaje premoženja, prestrukturiranja in na drugi strani iz področja razvoja zaposlenih. Razvoj zaposlenih se ni delil na regije ali na raven zaposlenega, tako da so bili vsi zaposleni deležni spodbud. Cilj programa je bil zagotoviti dolgoročno vzdržno strukturo napredovanja oziroma menjav vodilnih zaposlenih v družbi. Program je ustvaril bazo podatkov o zaposlenih s ciljem, da se zaposleni razvijajo in izobražujejo znotraj družbe, ter se jih tako pravočasno pripravljajo pred predvidenim odhodom zaposlenih z višjih nadrejenih mest. Družba je imela do določene mere razvit ta program že pred prevzemom, a sta PE-sklada redno poudarjala in hkrati zahtevala mesečno poročanje o napredku programa, kar je vodilo do uspešnega izpolnjevanja programa (Lerner et al., 2013a).

Obdobja družb, ki so podobna ali enaka obdobju družbe Messer Griesheim po letu 1995 do prevzema, kjer je bila strategija družbe čim hitrejša rast, četudi za ceno izvajanja projektov, ki niso bili ekonomsko smiselni oziroma so bili njihovi donosi pod stroškom kapitala, delajo družbe manj zanimive za strateške kupce in zanimivejše za finančne sklade. Zakaj? Ker ta obdobja pomenijo usmeritev vseh sredstev na razpolagi v rast in ne optimalno poslovanje družbe oziroma v konsolidacijo organske rasti v obstoječi poslovni model. Prekomerna rast poudari slabo konsolidacijo procesov znotraj družbe v primeru poslovanja na eni lokaciji in pride še bolj do izraza v družbah, ki poslujejo v več dislociranih enotah. Rezultat tega so slabše izkoriščane notranje sinergije, ker so vsi zaposleni osredotočeni samo na rast. Konkurenti, ki sledijo v grobem dolgoročno vzdržnem poslovnem modelu, tako nimajo oziroma imajo malo izkušenj s prevzemi in preoblikovanjem družbe iz nevzdržne v vzdržno. Ker predmetno poslovanje ni dolgoročno vzdržno pod nobeno obliko lastništva, pomeni, da bo družba v kratkoročnem ali srednjeročnem obdobju šla skozi prestrukturiranje. To je po Barber in Goold (2007) bistvo PE-skladov; skrbno vodenje družbe skozi tranzicijo, hitro popravljanje poslovnih rezultatov in prodaja družbe. Na drugi strani imamo družbe, ki so šle »čez rob«, in po Jefferies LLC (2016) se strateški kupci le redko odločijo za nakupe družb v postopku insolventnosti, predvsem zaradi javnega značaja in pospešenega postopka, težave ohranjanja kupcev po zaključenem postopku in njihovega nepoznavanja samega procesa.

2.6.4 Prodaja družbe Messer Griesheim

V skladu z družbeno pogodbo med lastniki sta PE-sklada na začetku leta 2003 začela tipati trg za prodajo družbe Messer Griesheim. Prvi odzivi strateških kupcev so bili zelo pozitivni in so kazali na to, da bo premija v primeru prevzema s strani strateškega kupca večja kot v primeru IPO. V obdobju, med katerim bi družina lahko uporabila nakupno možnost, je spoznala, da ne bo mogla kupiti celotne družbe, ampak da se bodo deli družbe morali prodati. Družina je upala, da bo vsaj polovica poslovanja v Nemčiji ostala v lasti družine, ker ga je družina dojemala kot srce družbe. Goldman Sachs je organiziral dražbo za polovico poslovanja v Nemčiji ter celotno poslovanje v ZDA in Veliki Britaniji, a so bile ponudbe prenizke. Po posvetovanju se je izpeljala druga dražba, na kateri so bile naprodaj celotne poslovne dejavnosti v Nemčiji, ZDA in Veliki Britaniji (Achleitner et al., 2009). Achleitner et al. (2010) pove, da je predmetne poslovne enote kupila družba Air Liquide za ceno 2,7 milijarde €, kar je predstavljalo več kot 10-kratnik EBITDA predmetnih poslovnih enot, mnogokratniki so bili podobni podobnim transakcijam, vseeno pa je obstajalo mnenje, da bi lahko dosegli višje mnogokratnike ob prodaji celotne družbe, vendar bi to verjetno povzročilo določene težave pri ustvarjanju konkurence na trgu. Navkljub poteku obdobja možnosti koriščenja nakupne možnosti s strani družine Messer sta investitorja podaljšala obdobje, ker sta v tem videla možnost uspešnega zaključka procesa. Tako je družina Messer ustanovila družbo Messer, preko katere je izpeljala odkup preostalih delov od investitorjev, to so druge poslovne enote družbe Messer Griesheim v Zahodni Evropi, Vzhodni Evropi, na Kitajskem in Periju.

Po poročanju Lerner, Achleitner, Lutz in Herman (2013b) je prodaja oziroma izhod iz lastništva družbe Messer Griesheim PE-skladoma prinesel več kot podvojitvev njenega vložka. Posamezni vložek sklada za nakup skoraj tretjinskega deleža v družbi je znašal 618 milijonov €. Ob prodaji sta za tretjinski znesek sklada prejela vsak po 1.375 milijonov €, kar predstavlja več kot 30-odstotni notranji donos.

Zanimiv odziv na zaključek transakcije Messer Griesheim je bil zapisan v Financial Times v kolumni »*The Lex Column*«, ki povzame, da se redko zgodi, da so trije zadovoljni v enačbi prevzemov. Vendar velja, da prevzem večine poslovanja družbe Messer Griesheim s strani Air Liquide prinaša nekaj za vse. Allianz in Goldman Sachs sta za svojih 67 odstotkov v družbi zaslužila 25 do 30 odstotkov donosa na leto. Družina Messer je dosegla svoj cilj, saj ji je ostal posel v višini 470 milijonov €, ki se odvija v 30 državah. Na prvi pogled je videti, da je Air Liquide v predmetnem poslu potegnil najkrajšo. Prevzem družbe pri 10,1-kratniku EBITDA je videti visoko, če primerjamo, da sami trgujejo pri 7,9-kratniku EBITDA. Donos na investirani kapital bo razredčen s predmetno transakcijo. Vendar, če upoštevamo za 100 milijonov € letnih sinergij, mnogokratnik prevzema pade na 7,3 EBITDA. Proizvodnja plinov je lokalni posel in s tem onemogoča večjo izrabo sinergij, a vendar je 100 milijonov € v primerjavi s prometom v višini 3 milijarde €, kolikor znaša skupni promet poslovnih enot v ZDA in Evropi, uresničljiv načrt. A največja sinergija je

strateška. Air Liquide je prevzel eno izmed zadnjih večjih prevzemnih tarč v že zelo konsolidirani panogi (Lerner et al., 2013b).

Analiza predmetnega primera prikaže dve dejstvi. Prvo je, da se je tudi družina strinjala z odprodajo določenih poslovnih enot, kar je predmet očitanja PE-panoge v času konglomeratov v ZDA. Drugi je, da PE-skladi v določenih primerih ne zasledujejo samo maksimizacije vrednosti, temveč tudi ugled. Moje mnenje o nesledenju maksimizacije vrednosti PE-skladov v predmetnem primeru je, da sta slednje PE-sklada storila zato, ker obstaja cela vrsta družinskih podjetij v Nemčiji, ki bi imela ogromno koristi ob sodelovanju s PE-skladom, ali gre za prestrukturiranje ali za ekspanzijo poslovanja. Ker so PE-skladi na slabem glasu oziroma zaupanje v njih s strani družinskih podjetij ni najboljšo, je slednji primer, ki je bil v Nemčiji zelo odmeven, to pomagal spremeniti.

2.6.5 Poslovanje družb okoli družine Messer po izhodu PE-skladov

S prodajo poslovnih enot v Nemčiji, Veliki Britaniji in ZDA je družina Messer pridobila dovolj finančnih sredstev, da je izplačala PE-sklada pod prej določenimi pogoji in odkupila preostanek poslovnih enot po vsem svetu (Lerner et al., 2013a). Kasneje, v letu 2005, je sledil odkup 51-odstotnega deleža v družbi MEC Holding, ki se je ukvarjala z varjenjem in rezanjem, in sicer od družbe Carlyle Group. Messer je v letu 2006 presešel 1 milijardo prometa in intenzivno širil poslovanje v Aziji in Vzhodni Evropi (Achleitner et al., 2009).

Družina Messer je lastnica družbe Messer Industrie GmbH (v nadaljevanju MIG), ki upravlja holdinško funkcijo celotne skupine Messer. MIG je lastnica družbe Messer, ki je krovna družba vseh družb, ki se ukvarjajo s proizvodnjo industrijskih plinov in družbe MEC Holding, ki se ukvarja z varjenjem in rezanjem. Družba MIG ne objavlja konsolidiranih letnih izkazov, zato so v spodnjih dveh tabelah prikazani podatki o poslovanju. Zaradi manjka o poslovanju MEC Holding objavljam samo težko pridobljene podatke o rasti prihodkov družbe Messer.

Tabela 4: Prikaz poslovanja družbe Messer v obdobju med letoma 2004 in 2007

(v '000.000)	2004	2005	2006	2007
Prihodki Messer	521	575	630	705
Rast v odstotkih		10	10	12
EBITDA	130	138	144	154
V odstotkih prihodkov	25,0	24,0	22,9	21,8
CAPEX	92	108	153	173

Vir: J. Lerner, A. Achleitner, E. Lutz & K. Herman, Messer Griesheim, 2013b.; Messer Group GmbH, Financial report 2004, 2004; Messer Group GmbH, Financial report 2005, 2005; Messer Group GmbH, Financial report 2006, 2006; Messer Group GmbH, Financial report 2007, 2007.

Družba Messer je v obdobju po prevzemu stopnjevala investiranje v osnovna sredstva, kar je botrovalo k rasti prihodkov. V obdobju treh let po prevzemu je bila družba usmerjena v razvijanje poslov v Vzhodni Evropi in Aziji, ki sta v predmetnem obdobju doživljali veliko rast. Po obdobju treh let se je družba zopet lahko usmerila v poslovanje na domačem, nemškem trgu. Na drugi strani pa je poenjujoča rast EBITDA posledica trenda v industriji, kjer je stalen pritisk na cene, kar je pripomoglo k padanju relativne marže družbe.

Tabela 5: Prikaz rasti prihodkov družbe MEC Holding v obdobju med leti 2004 in 2007

(v '000.000)	2004	2005	2006	2007
Prihodki MEC Holding	326	366	439	495
Rast v odstotkih		12	20	13

Vir: Messer Group Gmbh, Financial report 2005, 2005; Messer Group Gmbh, Financial report 2006, 2006; Messer Group Gmbh, Financial report 2007, 2007.

3 RAZISKAVA: ŠTUDIJA PRIMERA PREVZEMA DRUŽBE MELAMIN D.D.

3.1 Zasnova raziskave in metodologija

3.1.1 Namen in cilj raziskave ter raziskovalna vprašanja

Namen empiričnega dela je preučiti možnost nakupa kontrolnega ali večinskega deleža v družbi Melamin s pomočjo LBO. Povod za nakup je potencialna podcenjenost delnic (nadzornega ali večinskega deleža) družbe Melamin na Ljubljanski borzi oziroma pri prodaji deleža iz stečaja družbe NFD Holding, d.d. – v stečaju.

Osnovni **cilj** magistrskega dela je ugotoviti, ali ima družba Melamin značilnosti, potrebne za izvedbo LBO, do katere cene delnice je izvedba LBO donosna za investitorje in, ali se finančne institucije (banke, zavarovalnice, pokojninski skladi) zanimajo za financiranje LBO družbe Melamin. Pri tem sta pomožna cilja naslednja:

- s pomočjo kvalitativne raziskave ugotoviti, prikazati uspešen pristop k LBO za podjetja, ki se z LBO srečujejo in jim tako zmanjšati potencialne poslovne napake in stroške;
- na podlagi obstoječih študij in lastne kvalitativne raziskave prikazati prednosti uporabe LBO in kakšni so pristopi k uporabi.

3.1.2 Zasnova in načrt raziskave z izbrano metodologijo

Izbira primerne metodologije temelji na podlagi raziskovalnega vprašanja (Flick, von Kardorff, & Steinke, 2000). Bortz in Döring (1995) razlikujeta raziskovalno vprašanje med

pojasnjevalnim (angl. *explanatory*) in raziskovalnim (angl. *exploratory*). Prvo vprašanje te študije je raziskovalno, saj raziskujem, ali bi izvedba prevzema družbe Melamin s pomočjo finančnega vzvoda prinesla boljše donose investitorjem v skladu, kot so ugotovljeni povprečni donosi podobnih skladov. Drugo raziskovalno vprašanje je kombinacija tako raziskovalnega kot tudi pojasnjevalnega vprašanja, saj ugotavljam, ali bo proces spremembe zakonodaje bistveno spremenil lastništvo družbe Melamin d.d.

Za odgovor na obe raziskovalni vprašanji uporabim kvalitativno metodo, ki je bila že metodologija za pretekle raziskave, kot na primer raziskovalcev Tappeiner et al. (2012), ki zapišejo, da odločitve kapitalske strukture vključujejo široko paleto dejavnikov, pri tem pa je nevarnost kvantitativne raziskave, da vključi le sekundarne finančne podatke, pri katerih se lahko spregledajo temeljni dejavniki odločitve o strukturi kapitala. To je razlog, da se izvede kvalitativna raziskava o strukturi kapitala, da bi razumeli, kaj se v resnici dogaja. Raziskovalci zagovarjajo uporabo kvalitativnih metod, da bi iz podatkov lahko pridobili čim več globine razumevanja (v Tappeiner et al., 2012). Tako pri študiji uporabim kvalitativno metodo, in sicer metodo študije primera (angl. *case study*). Za preučevanje družbe Melamin uporabim metodo konkretne študije primera, kjer naredim analizo panoge in poslovanja, konkretno cenitev družbe, način upravljanja družbe in izbor predpostavk, na podlagi katerih računam izboljšanje poslovanja družbe in mnogokratnik prodaje družbe.

3.1.3 Omejitve raziskave

Delo vsebuje vsebinske in metodološke omejitve. Vsebinske omejitve se pojavijo predvsem zaradi uporabe sekundarnih podatkov, te omejitve želim omiliti z uporabo različnih strokovnih člankov in drugih virov, kjer pa imam omejen dostop, saj so nekateri podatki zavedeni kot poslovna skrivnost oziroma je njihova uporaba odvisna od drugih zunanjih dejavnikov (kot primer: izračun višine obrestne mere za financiranje prevzema družbe Melamin), ali pa so podatki del plačljivih podatkovnih baz, katerih Ekonomska fakulteta oziroma Univerza v Ljubljani nista članici.

Omejitve se pojavijo zaradi izbora metodologije raziskovanja, ki je kvalitativna, in sicer analize vsebine, kar pomeni, da podatke interpretiram po lastni analizi. To je povezano z možnostjo subjektivnega pogleda na tematiko, kar omejim s primerjavami z drugimi primerljivimi študijami in tudi z deskriptivno metodo za lažje razumevanje svojega razmišljanja. Kot omejitev štejem tudi nekooperativnost slovenskih družb v sodelovanju pri raziskavi. Poleg nekooperativnosti slovenskih družb je bila omejitev pri raziskavi tudi članstvo družbe na LJSE, kar vpliva na razkrivanje podatkov poslovanja družbe. Primerjanje in analiza izvedenih prevzemnih transakcij družb iz kemične industrije nista neposredno primerljiva, saj je družba Melamin od vseh navedenih transakcij velikokrat manjša, kar bistveno vpliva na vrednost družbe.

3.2 Predstavitev zgodovine družbe Melamin d.d.

Leta 1954 ustanovljena družba Melamin je potrebovala kar desetletje, da je zgradila vse proizvodne prostore in kapacitete ter zaključila s poskusno proizvodnjo dicianidamida, melamina, sintetičnih smol za lake, papirja in tekstila, impregniranih platen za čevljarstvo industrijo in mas za stiskanje. V treh letih od leta 1964 do leta 1967 je sledilo intenzivno razvijanje proizvodnih kapacitet sintetične smole. S povečano proizvodnjo sintetičnih smol se je vse bolj kazala potreba po izgradnji spremljajočih objektov, skladišča in energetskih obratov. Z začetkom surovinsko energetske krize sta se začela razvoj in proizvodnja sintetičnih amino smol, kot odgovor na padec prodaje plošč Melapan. Leta 1975 je bila sprejeta odločitev, da se kapaciteta proizvodnje sintetičnih smol poveča s 4.500 ton letno na 12.000 ton letno. Z obnovo obrata Smola II se je proizvodna kapaciteta sintetičnih smol v primeru triizemskega dela povečala na 18.000 ton letno. Družba je v letu 1987 vpeljala rekuperacijo odpadnih voda v proizvodnji Melafinov in kupila računalniško opremo. Realizacija investicije v linijo sinteze heskakisa leta 1991 je omogočila vstop družbe v gumarsko in lakarsko industrijo. Po letu 1992 je družba vso večjo pozornost posvečala racionalizaciji in računalniško vodenim procesom pri sintezi smol. Certifikat ISO 9001 je družba pridobila leta 1994. Preoblikovanje družbe v delniško družbo je sledilo leta 1996. Kemično-biološka čistilna naprava je bila zgrajena leta 2003 in v letu 2004 je začela obratovati proizvodnja heksa metilol melamina (v nadaljevanju HMM) za lakarsko in gumarsko industrijo (Melamin d.d., 2012b).

Družba se danes deli na tri poslovne enote. To so Poslovna enota (v nadaljevanje PE) Kemična industrija,⁴¹ katere glavni proizvodi so amino smole za barve in lake, sintetične smole za papirno industrijo, promotorji adhezije za gumarsko industrijo, termična lepila za lesnopredelovalno industrijo, superplastifikatorji za gradbeno industrijo, antifrizi, superabsorpcijski polimeri za zadrževanje vode v zemlji in protipožarna sredstva; PE Lesna industrija,⁴² katere glavni proizvodi so dekorativni melaminski filmi; in PE Obutvena industrija,⁴³ katere glavni proizvodi so impregnirani tekstilni materiali (Melamin d.d., 2015; Šolar, 2014).

3.3 Pregled primernosti družbe Melamin za izvedbo prevzema družbe s finančnim vzvodom

3.3.1 Prosti denarni tok

V poglavju Pregled primernosti družbe Melamin za izvedbo prevzema družbe s finančnim vzvodom se bom opredelil do tega, ali družba Melamin ustreza merilom, predstavljenim v prvem poglavju, za izvedbo prevzema s finančnim vzvodom.

⁴¹ Predstavlja 88,7 odstotka vseh prihodkov leta 2015.

⁴² Predstavlja 4,1 odstotka vseh prihodkov leta 2015.

⁴³ Predstavlja 6,9 odstotka vseh prihodkov leta 2015.

Jensenova (1986) teorija prostih denarnih tokov govori o racionalnem investiranju denarnih sredstev, torej, da se uprava odloča za projekte, katerih denarni tokovi bodo prinesli boljši donos, kot je primeren strošek kapitala. Od leta 2010 do 31. 12. 2016 je družba Melamin investirala približno 26 milijonov € v osnovno dejavnost (Melamin d.d., 2016a). Visoka vlaganja so vzrok za skokovito rast prihodkov in izboljšanje učinkovitosti poslovanja. Od leta 2011 naprej družbi rastejo prihodki od prodaje počasneje, do leta 2015 so zrasli za 13,8 odstotka, a vseeno se je dodana vrednost na zaposlenega povečala za 43,1 odstotka (Melamin d.d., 2015). Iz tega sledi, da se družba usmerja v optimizacijo prodajnega portfelja in ne skokovito dolgoročno rast prihodkov. Skladno z Jensenovo (1986) teorijo prostih denarnih tokov spada proizvodnja melamina v zrelo panogo, poslovanje družbe Melamin pa je prav tako skladno z zahtevano preteklo stabilnostjo poslovanja in ustvarjanja znatnih FCF. Ker je družba v preteklosti veliko investirala, prav tako pa zmanjševala finančne obveznosti, rezultat FCF niso bile dividende delničarjev, temveč povečanje osnovnih sredstev in zmanjšanje finančnega dolga, kar dela družbo danes veliko bolj atraktivno za izvedbo prevzema s finančnim vzvodom. Raziskava Halpern et al. (1999) pride do zaključka, da so družbe že pred samo izvedbo prevzema s finančnim vzvodom investirale v osnovna sredstva manj, kot pa je bilo povprečje v panogi, kar pomeni, da na račun investiranja ne bo moglo priti do izboljšanja učinkovitosti. V primeru družbe Melamin ob slednjem dejstvu ta možnost obstaja, saj je družba investirala in še vedno investira precej več denarja, kot znaša sama amortizacija družbe. Skladno s teorijo Halpern et al. (1999) je povečano investiranje šlo na račun delničarjev, saj bi v primeru manjšega investiranja v osnovna sredstva bilo na voljo več denarja za delničarje. Na drugi strani pa doktorska disertacija Pindurja (2007) pravi, da v novejšem obdobju finančni skladi iščejo družbe, v katerih bodo najlažje popravili poslovanje, torej naredili družbo učinkovitejšo, donosno. Posledično jo bodo dražje prodali.

Družba Melamin ima dokazljivo močan denarni tok, ki se je v preteklosti v veliki večini usmerjal v posodabljanje osnovnih sredstev in delno tudi v zmanjšanje finančnih naložb (Melamin d.d., 2016a). Investiranje se bo v prihodkih od prodaje stabiliziralo, hkrati pa je družba praktično nezadolžena, kar pomeni velike FCF v bližnji prihodnosti. Ta dejstva pričajo, da je družba Melamin skladno s teorijo prostih denarnih tokov (Jensen, 1986) primerna za izvedbo prevzema s finančnim vzvodom. Na drugi strani pa določeni novinar opozarja na prakse, ki se dogajajo v družbi. Slednje je lahko pozitivno znamenje, da je mogoče poslovanje družbe zaradi velikih investicij še bolj optimizirati ob drugačnem lastništvu, kar pa je tudi v skladu z disertacijo Pindurja (2007).

3.3.2 Finančno stanje in zmožnost odplačila finančnega dolga družbe

Družba Melamin je v kapitalsko intenzivni panogi, kar pomeni, da je njena rast oziroma uspešnost poslovanja pogojena bolj z vloženim denarjem oziroma kapitalom kot pa s številom zaposlenih. To dejstvo se kaže v preteklem ciklu investiranja v primerjavi s številom zaposlenih, ki je skozi celotno obdobje približno enak.

Talmor in Vasvari (2011, str. 259) nakažeta, da družba z bolj likvidnim premoženjem in osnovnimi sredstvi lažje pridobi nove finančne obveznosti, kot pa družba manj likvidnimi sredstvi. Kasneje ugotovita, da je poleg slednjega pomembno tudi, da je denarni tok družbe stabilen in da v preteklih in prihodnjih letih ne bo drastičnih odstopanj.

Številne študije, literatura in teorije govorijo o zgornjih mejah različnih mnogokratnikov možnega finančnega dolga, ki ga družba lahko prenese. Vse to temelji na preteklih dogodkih in tako ni iz trte izvito, vseeno pa je Slovenija majhna država in glede na dober spomin na bližnjo preteklost prevzemov s finančnim vzvodom ni pričakovati, da se bodo finančne institucije pripravljene izpostaviti do mnogokratnikov, navedenih v prvem poglavju pod tem naslovom.

Zaključek poglavja je, da je družba Melamin praktično nezadolžena, s prestrukturiranim portfeljem izdelkov, ki omogočajo boljši donos in stabilnejše poslovanje kot z izdelki v preteklosti. To pomeni, da družba ima prostor za odplačilo finančnega dolga, upoštevajoč, da se bo v prihodnjih letih intenzivnost investicij v osnovna sredstva zmanjšala oziroma stagnerala.

3.3.3 Operativne značilnosti

V podpoglavju Pregled primernosti družbe Melamin za izvedbo prevzema družbe s finančnim vzvodom to poglavje pridobiva pomembnost predvsem v zadnjem obdobju. Konkurenca v panogi finančnih skladov je velika, znanja za prestrukturiranje, optimiziranje družb je veliko in zaradi staranja prebivalstva je denarja v finančnih skladih vse več (Talmur & Vasvari, 2011).

Kot napisano v prejšnjem poglavju, so iskane predvsem družbe, ki so v zrelih panogah, kar pomeni, da so znani dejavniki, ki oblikujejo prihodke, odhodke itd. Posel je utečen. Operativne značilnosti, na podlagi katerih bi lahko sodil, da je družba Melamin slabo, povprečno ali dobro vodena, mi niso na voljo, tako da to predstavlja omejitev v magistrskem delu. Posledično se ne morem opredeliti, ali in zakaj bi to onemogočalo ali omogočalo razvoj prevzema družbe s finančnim vzvodom.

3.4 Dogajanje v panogi družbe Melamin

3.4.1 Opis proizvoda

Melamin je organska kemična spojina, pridobljena ob toplotni obdelavi sečnine. Na sobni temperaturi je v obliki praha. Melamin se uporablja pri različnih proizvodih, kot so laminati, lepila, površinske prevleke, tekstilne smole, plastifikatorji, in kot zaviralec gorenja. Melamin so dodaja proizvodom zaradi izboljšanja odpornosti proti temperaturi, požaru, izboljša se tudi trdnost. Povpraševanje po melaminu je posledica velike rasti povpraševanja iz panoge gradbeništva in avtomobilske industrije. Avtomobilska industrija

je zaradi teženj k zmanjšanju izpustov primorana k zmanjšanju teže avtomobilov in velikokrat sledi, da se kovinski deli menjajo s plastičnimi, lažjimi deli. Plastičnim delom zaradi prej omenjenih pozitivnih lastnosti dodajajo melamin. Melamin formaldehid smole se uporablja v proizvodnji lesenih laminatov (Transparency Market research, 2015).

Velik vpliv na ceno melamina ima sečnina. Sečnina se je v preteklosti izkazala kot zelo cenovno volatilna surovina. Poleg nestanovitnosti cen sečnine ima velik (negativen) vpliv na melamin tudi zavedanje negativnih posledic potrošnika za emisije formaldehida, uporabljenega pri spojinah melamina (Transparency Market research, 2015).

3.4.2 Pregled trga melamina

V letu 2014 so v panogi melamina predstavljali laminati kar 50 odstotkov svetovnega trga. Poleg laminatov so pomembni tudi proizvodi za gradbeništvo, kot so plastifikatorji, lepila in tesnila, trg katerih je pred nadpovprečno rastjo v primerjavi s prodajo melamina. Nadpovprečna rast prodaje se obeta tudi melaminskemu flisu, kar je posledica njegovih pozitivnih lastnosti, kot so zvočna in termična izolacija, torej se ne spreminja ob konstantni izpostavljenosti visoki temperaturi, ter negorljivost. Uporabljamo ga lahko torej v avtomobilski, letalski, avtobusni in ladijski industriji, v industriji profesionalnih oblačil in za filtracijo vročih plinov (Grapulin, 2016; Transparency Market research, 2015).

Kitajska je največji proizvajalec in porabnik melamina, sledijo ji Indija, Indonezija, Nova Zelandija in Malezija. 50 odstotkov svetovne prodaje melamina se zgodi ob Tihem oceanu v Aziji. Drugi največji trg za melamin je Evropa, pri čemer Nemčija prevladuje po proizvodnji in potrošnji melamina. V Evropi se dogaja trend selitve proizvodnje iz Zahodne v Vzhodno Evropo, kjer je možno pričakovati nadpovprečne rasti prodaje melamina. V Severni Ameriki je napovedana počasna rast prodaje melamina. Obratno je v Južni Ameriki napovedana hitra rast melamina.

3.5 Spremembe lastništva družbe Melamin in nastop insolventnosti največjega družbenika NFD Holding, d.d. – v stečaju

Družba Melamin je članica vstopne kotacije LJSE. Trgovanje z delnicami MKOG je zelo nelikvidno. V zadnjem letu je znašal promet z delnicami MKOG vsega 61.150 € (LJSE, 2017). Glede na zelo nelikviden trg delnic MKOG so se po letu 2000 zgodile naslednje večje transakcije z MKOG:

- V maju leta 2006 se je družba Zvon Ena odločila prodati svoj 5,31-odstotni delež v kapitalu družbe Melamin. Kupila ga je družba Sinacta (Mihajlović, 2006).
- V letu 2010 je družba NFD Holding, d.d. – v stečaju objavila javno zbiranje ponudb za nakup njihovega 53,25-odstotnega deleža v kapitalu družbe Melamin. Cena za predmetni paket je bila postavljena na 7,6 milijona €, kar je enako takratni

knjigovodski vrednosti družbe. NFD Holding, d.d. – v stečaju je bil neuspešen pri zbiranju ponudb za večinski delež v družbi (Slovenska tiskovna agencija – v nadaljevanju STA, 2010).

- V statutu družbe Melamin pod točko 4.10 pod naslovom Povečanje in zmanjšanje osnovnega kapitala piše, da je uprava v petih letih od 14. 6. 2007 upravičena povečati osnovni kapital za 312.737,49 €, kar predstavlja 74.997 navadnih imenskih kosovnih delnic. Uprava je pooblaščen, da poveča osnovni kapital tudi za stvarne vloške, pri čemer mora predhodno pridobiti pozitivno mnenje nadzornega sveta. V drugem odstavku pod predmetno točko piše: »O vsebini pravic iz delnic, o pogojih za izdajo delnic ter zlasti o morebitni izključitvi prednostne pravice do novih delnic odloča uprava, ki mora za svojo odločitev predhodno pridobiti pisno soglasje nadzornega sveta.« Poleg omenjenega statut družbe opredeli tudi opcijsko nagrajevanje na podlagi opcijskega načrta, ki ga na predlog nadzornega sveta sprejme skupščina družbe (Melamin d.d., 2012a). V poenostavljenem prospektu za uvrstitev novih delnic družbe Melamin na borzni trg zasledim, da je bilo 50.000 delnic izdanih opcijskim upravičencem v zameno za denarne vloške v višini 19,6127 € za eno delnico in da je bilo izdanih 49.959 novih delnic vlagateljem stvarnih vložkov po 27,5 € na eno delnico. Vrednost vseh novih delnic znaša 2.354.507,50 €, od tega zneska se je v osnovni kapital vplačalo 416.829,03 €, preostanek pa v kapitalne rezerve. Po zaključeni dokapitalizaciji in opcijskem nagrajevanju je družba imela naslednjo lastniško strukturo (Tabela 6) (Melamin d.d., 2012b):
- V časopisnem članku Dnevnika novinar Polanič (2013) naredi opis zgodbe v ozadju dokapitalizacije družbe Melamin. Skupščina družbe Melamin, ki je potekala v marcu 2013, je bila zelo burna. Največji družbenik, družba NFD Holding, d.d. – v stečaju, je zahteval posebnega revizorja družbo UHY revizija, da preveri posle s švicarsko družbo LUGA AUDIT, skupščina je predlog sprejela s spremembo, da posebno revizijo upravi Deloitte, ki naj bi bil naklonjen upravi. V Dnevniku so razkrili, da je družba Melamin tik pred dokapitalizacijo kupila za 1 milijon € delnic Gorenjske banke od družbe M1, s slednjimi finančnimi sredstvi je M1 kupoval delnice zaposlenih in jih nato prodajal družbama LUGA AUDIT in ZENIT-T. Članek omenja tudi časovnico dokapitalizacije, pri čemer so bili nadzorniki obveščeni o dokapitalizaciji in že naslednji dan sta družbi ENOOP in O-PROJEKT ter zaposleni vplačali nove delnice.

Tabela 6: Prikaz 10. največjih lastnikov družbe Melamin po dokapitalizaciji, dne 30. 4. 2012

Št.	Ime / naziv	Št. delnic	Delež v odstotkih	Naziv
1	NFD Holding d.d.	186370	41,43	
2	Sinacta d.o.o.	85659	19,04	
3	Enoop d.o.o.	39634	8,81	Vstop v dokapitalizaciji
4	M1, d.d.	32052	7,12	
5	Štefanič Srečko	11563	2,57	Predsenik uprave
6	O-Projekt d.o.o.	10325	2,30	Vstop v dokapitalizaciji
7	Ambrož Roman	10000	2,22	Nadzornik
8	BPH d.o.o.	7292	1,62	
9	Murn Damjan	6006	1,34	direktor PE kemična ind.
10	Marentič Aleš	4000	0,89	direktor PE lesna ind.
	Vsota	392901	87,34	

Vir: Melamin d.d., Poenostavljeni prospekt za uvrstitev novih delnic družbe, 2012b.

Lastniška struktura družbe na dan 31. 12. 2016, ko je družba javno objavila poslovanje družbe za leto 2016, je bila naslednja:

Tabela 7: Prikaz desetih največjih lastnikov družbe Melamin po dokapitalizaciji, dne 31. 12. 2016

Št.	Ime/naziv	Št. delnic	Delež v odstotkih
1	NFD Holding d.d. – v stečajju	186.370	41,4
2	Sinacta d.o.o.	85.659	19,0
3	ZENIT-T d.o.o.	38.325	8,5
4	LUGA AUDIT & Consulting; Lugano	32.241	7,2
5	ENOOOP d.o.o.	22.634	5,0
6	KRITNI SKLAD PRVA + ZAJAMČENI; Ljubljana	12.658	2,8
7	Štefanič Srečko	11.563	2,6
8	Ambrož Roman	10.000	2,2
9	NLB Skladi	8.545	1,9
10	Murn Damjan	7.000	1,6
	Vsota	414.995	92,2

Vir: Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamin d.d. za leto 2017, 2017.

Iz Tabele 7 je razvidno, da sta ZENIT-T in LUGA AUDIT & Consulting še naprej krepila svojo pozicijo v družbi Melamin, prav tako sta jo tudi predsednik uprave Štefanič in predsednik nadzornega sveta Ambrož.

Družba NFD Holding, d.d. – v stečajju je bila v primerjavi z veliko večino velikih slovenskih finančnih holdingov ob začetku krize skoraj brez finančnih obveznosti. Ob skoraj 250 milijonih € premoženja je imel samo 15 milijonov € finančnih obveznosti. Največje finančno breme NFD Holding, d.d. – v stečajju je nastalo ob pomoči financiranja

MBO družbe Istrabenz. NFD Holding, d.d. – v stečaju in z njim povezane osebe so kupile četrtinski delež Istrabenza v dobri veri, da bo delež od njih odkupila Maksima Holding, ki pa ga na koncu ni kupila. Nakup celotnega deleža in financiranje le-tega je stal med 170 € in 190 milijoni €. Drugi največji krivec za finančni zlom NFD Holding, d.d. – v stečaju je bilo poslovanje z Zvon Ena Holdingom, v stečaju katerega je NFD Holding, d.d. – v stečaju prijavil za 40 milijonov € terjatev (Polanič, 2015).

Družba je začela s poenostavljeno prisilno poravnavo 20. 2. 2014, vendar je bil postopek poenostavljene prisilne poravnave ustavljen 1. 7. 2014 in začet postopek prisilne poravnave. Postopek prisilne poravnave se je ustavil po tem, ko se upnikom ni uspelo dogovoriti o pogojih finančnega prestrukturiranja družbe, posledično je bila prisilna poravnava 6. 1. 2015 ustavljena in začel se je stečajni postopek nad pravno osebo (Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve – v nadaljevanju AJPES, 2017).

Stečajna upraviteljica dr. Irena Lesjak (2016a) je v ponovnem predlogu prodaje navedla, da so ločitveni upniki na delnicah družbe Melamin naslednji:

Tabela 8: Prikaz ločitvenih upnikov in vrstnega reda le-teh na delnicah družbe Melamin v insolventnem postopku družbe NFD Holding d.d. – v stečaju

Št. delnic	Ločitveni upnik	Šifra pravice tretjega	Vrstni red pravice tretjega
76.050	SAVA D.D.	34835	1
	DUTB D.D.	42209	2
	SAVA D.D.	45450	3
	DUTB D.D.	45456	4
	GB D.D.	49088	5
	DUTB D.D.	52720	6
	GB D.D.	53195	7
90.434	DUTB D.D.	42188	1
	SAVA D.D.	42197	2
	SAVA D.D.	45450	3
	DUTB D.D.	45456	4
	GB D.D.	49088	5
	DUTB D.D.	52720	6
	GB D.D.	53195	7
19.886	GB D.D.	40338	1
	GB D.D.	45209	2
	GB D.D.	49088	3
	DUTB D.D.	52720	4
	GB D.D.	53195	5

Vir: I. Lesjak, Ponovni predlog prodaje, 2016a.

Terjatve družbe Sava d.d. so bile prenesene na upnike York Global Finance Offshore BDH S.a.r.l. (v nadaljevanju York), DUTB d.d., DBS d.d. in NKBM d.d. (Lesjak, 2016a).

Prvotna zamisel dr. Lesjak je bila prodaja delnic družbe Melamin na borzi. Paket delnic iz Tabele 8 znaša 186.370 delnic in je po tečaju 39,0 € na delnico vreden 7.268.430,00 € (Lesjak, 2016a). Kasneje so se upniki, od katerih sta ostala samo DUTB d.d. in York, začeli usklajevati za izvensodno prodajo delnic družbe Melamin (Lesjak, 2016b).

3.6 Poslovanje družbe Melamin

Zavedanje uprave družbe, da sta edina možna prosperiteta družbe razvoj in investiranje v nišne proizvode visoke dodane vrednosti (M. M., 2016), je prinesel kontinuiran uspeh vse od leta 2009, ko je bruto dodana vrednost (v nadaljevanju BDV) na zaposlenega znašala 36.101 €, do leta 2015, ko BDV na zaposlenega znaša 68.863 € (Priloga 1). V letu 2015 je v predelovalni panogi v povprečju znašala BDV na zaposlenega 41.410 € (STA, 2016).

Družbi je cilj postati z vsaj dvema nišnima proizvodoma eden izmed treh največjih svetovnih igralcev. Vizija je postati eden od najpomembnejših proizvajalcev modificiranih melaminskih smol in filmov za oplemenitenje v Srednji Evropi. Družba vlaga v tehnologijo proizvodnje visoko zaetrenih melaminskih smol na kontinuiranih proizvodnih linijah (Melamin d.d., 2016a). Proizvodnja smol na bazi HMM za lakarsko in gumarsko industrijo in razvoj novih izdelkov za predmetni industriji sta v letu 2015 privedli do tega, da so novi izdelki v letu 2015 pomenili 6 odstotkov količinske realizacije in 9 odstotkov fakturirane realizacije. Letno poročilo (Melamin d.d., 2015) naredi zaključek, »da novi izdelki bistveno presegajo povprečno prodajno ceno obstoječega proizvodnega programa«. Cilj je vzpostavitev proizvodnje velikih količin smol za papirno in gradbeno industrijo ter impregnacijskih smol, ki bo imela izboljšano ekonomika zaradi nove smolarne. Uvesti želijo najnovejšo tehnologijo lastnega sušenja (Melamin d.d., 2016b).

Strategija družbe navaja vsakoletno investiranje v višini od 6 do 8 odstotkov vseh prihodkov od prodaje in povečanje investiranja v raziskave in razvoj na 3 odstotke vseh prihodkov od prodaje, poleg tega pa strategija pušča odprto možnost vstopa potencialnega strateškega investitorja, ki bi moral obdržati znamko Melamin. Cilj je tudi širjenje prodajnih dejavnosti z vstopom novih ekskluzivnih agentov za prodajo ali odpiranjem predstavništev z namenom izboljšanja poprodajnih aktivnosti in s tem lažjo prodajo lastnih izdelkov (Melamin d.d., 2016b).

Razvoj novih izdelkov bo osredotočen na osnovo optimizacije surovinske baze oziroma iskanje novih aplikacij z danimi surovinskimi bazami. Družba pušča odprto možnost razvoja izdelkov na osnovi novih surovinskih baz, ampak samo v primeru, da gre za izdelek z visoko dodano vrednostjo in z majhnim negativnim vplivom na okolje. Prioriteto pri razvoju imajo izdelki na osnovi melamina, ki so del rastoče industrije (farmacija, izolacijski materiali, ekologija itd.) in imajo visoko dodano vrednost. Prejšnji povedi veljata predvsem za PE Kemijska industrija. Za PE Lesna industrija velja, da bo zaradi sinergijskih učinkov zaradi prodaje smole PE Kemijske industrije PE Lesni industriji

razvoj osredotočen na razvoj izdelkov za smolo za papir s poudarkom na ekološko bolj sprejemljivih proizvodih z boljšo učinkovitostjo. Področje PE Obutvene industrije bo razvoj usmerilo v pridobitev poslov v - po mnenju vodstva - bolj donosno avtomobilsko industrijo. Kot skrajni ukrep je navedena prezaposlitev delavcev v druge oddelke skupine. Kot primer, da je strategija družbe zastarela oziroma da ni javno ažurirana, bi navedel podatek, da so v strategiji navedeni kazalniki preseženi (Priloga 2) (Melamin d.d., 2016a).

Struktura prodaje družbe Melamin se je od leta 2007 do leta 2016 zelo spremenila. PE Kemična industrija v letu 2007 predstavlja 53,3 odstotka, v letu 2015 pa predstavlja 88 odstotkov prihodkov iz prodaje. Relativna rast prodaje je posledica velikih vlaganj v PE Kemično industrijo in velikega padca ter negativnega trenda prodaje PE Lesna industrija. PE Lesna industrija je v letu 2007 predstavljal 40,5 odstotka, v letu 2016 pa predstavlja 3 odstotke prihodkov od prodaje. Negativen trend in slabo finančno stanje pomembnega kupca, ki je v prisilni poravnavi, sta razlog za to, da bo v letu 2016 potekal zadnji krog reorganizacije te poslovne enote. PE Obutvena industrija je pod vse večjim pritiskom potrebnega investicijskega vzdrževanja oziroma širitve portfelja proizvodov (Melamin d.d., 2016a).

Večino celotne prodaje družbe predstavljajo naslednje panoge: laki, barve, gumarska in papirna industrija, ki predstavljajo 88 odstotkov vse prodaje. Delež prodaje omenjenim trem industrijam se v zadnjih letih zelo krepi (Melamin d.d., 2016a).

Na strani stroškov je zelo pomembno gibanje cen nafte, saj vpliva na ceno melamina, formalina in metanola (Melamin d.d., 2015). Obdobje med letom 2010 in sredino leta 2014 je zaznamovalo rast in nihanje cen nafte po padcu cen, ki se je zgodil v drugi polovici leta 2008 in leta 2009. Dodatna težava družbe Melamin je, da uporablja surovine, ki jih mnogokrat proizvaja zelo omejeno število proizvajalcev. V nekaterih primerih je ustrezen samo en dobavitelj (Melamin d.d., 2012b).

Letno poročilo 2015 omenja investicijo v razvoj melamskega flisa, skupaj z nemškim partnerjem Ostthüringische Materialprüfgesellschaft für Textil- und Kunststoffe GmbH (OMPG), torej gre za primer skupne naložbe (angl. *joint venture*, v nadaljevanju JV). Slednji družbi sta ustanovili družbo smartMELAMINE, d.o.o., in sicer dne 4. 6. 2015, katere lastnici sta vsaka v deležu 50 odstotkov (AJPES, 2016). Družba smartMELAMINE je bila uspešna na dveh razpisih. Na prvem (državnem) je pridobila 1,5 milijona € nepovratnih sredstev z namenom sofinanciranja večjih začetnih investicij na problemskih območjih Republike Slovenije (Ma, 2016), na drugem (razpis agencije Easme) pa so pridobili 1,6 milijona € razvojnega denarja (Grapulin, 2016). Februarja 2016 sta družbi ustanoviteljici smartMELAMINE dokapitalizirali družbo, vsaka z 1 milijonom €, tako da celoten kapital družbe znaša 2,025 milijona € (Melamin d.d., 2016b). Celotna investicija družbe smartMELAMINE je vredna 6,5 milijona € (Grapulin, 2016). Iz tega lahko sklepamo, da je družba smartMELAMINE pridobila že 5,125 milijona € sredstev.

3.7 Konkurenca

3.7.1 Allnex

PE-sklad Advent je v letu 2013 kupil del družbe Cytec Industries, ki se ukvarja s smolnimi premazi (angl. *coatings resins business*). Cytec Industries je začel prodajati predmetno poslovno enoto, ker je začelo padati povpraševanje po njenih proizvodih. Vrednost prevzema je bila 1,15 milijarde \$, skupaj s finančnim dolgom oziroma 6,8-kratnik EBITDA zadnjih dvanajstih mesecev (Bhattacharjee & James, 2012).

V letu 2016 sta sledila še prevzem Nuplex Industries Ltd. (v nadaljevanju Nuplex) in združitev Nuplexa v Allnex. Allnex je prevzel Nuplex, skupaj s finančnimi obveznostmi, za 8,6-kratnik EBITDA. Nuplex je bil vodilni globalni proizvajalec smol za barvo, premaze in strukturirane materiale (angl. *structured materials*). V letu 2015 je imela družba približno 1 milijardo \$ prihodkov od prometa. V omenjenem obdobju je imel Allnex 220 milijonov \$ EBITDA (Nuplex Industries Ltd., 2016).

Omenjeni konkurent je predstavljen z namenom pridobivanja občutka, koliko so PE-skladi pripravljeni plačati za prevzeme družb v omenjeni panogi in koliko so vredne sinergije znotraj panoge. Žal se je omenjeni prevzem zgodil ob koncu leta 2016, zato ni možno izvedeti, koliko sinergij bo uresničenih v prevzemu.

Vseeno sta Migliavacca in Richter (2016) za Moody's pojasnila svoje stališče, na podlagi katerega je Moody's ustvaril bonitetno oceno družbe. Združitev bo skupni družbi prinesla več kot 2 milijardi € prihodkov od prometa. Z nakupom Nuplexa pridobi Allnex večjo izpostavljenost do Azije, ki je najhitrejše rastoči trg. Nuplex ima portfelj patentiranih izdelkov, ki bodo komplementarni Allnexovim izdelkom in bodo širili njegov portfelj izdelkov. Pričakovanih je 39 milijonov € sinergij letno, kar bi pomenilo, da bo skupna družba imela leta 2019 16-odstotno maržo EBITDA, medtem ko je razpon marž EBITDA za panogo smol (angl. *resins coatings*) med 9 in 16 odstotki.

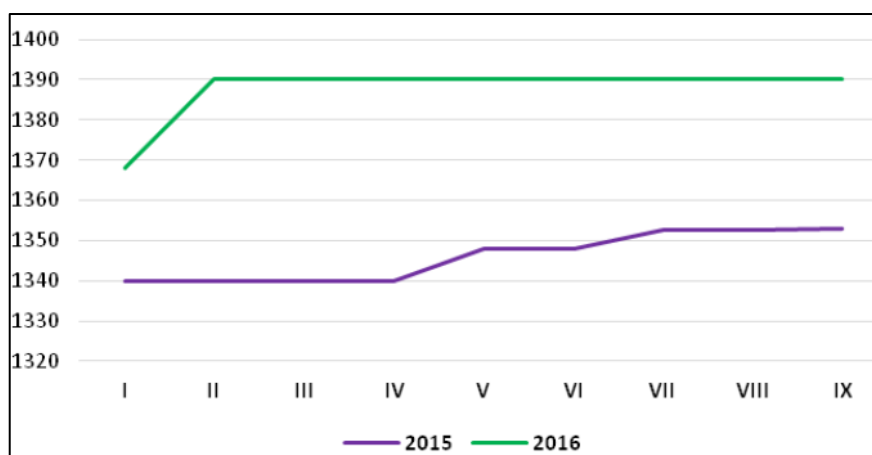
3.7.2 Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy S. A.

Družba Puławy Group je del skupine Azoty. Družba se ukvarja s kemično industrijo in proizvodnjo gnojil. Del kemične industrije je tudi proizvodnja izdelkov iz melamina. Letna kapaciteta proizvodnje melamina znaša 96.000 ton in tako družba predstavlja enega izmed večjih svetovnih proizvajalcev melamina (Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy S. A., 2017).

V četrtletnem poročilu za tretje četrtletje leta 2016 družbe Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy S. A. (2016) je opisano stanje na trgu melamina v omenjenem obdobju. Povpraševanje po melaminu je bilo stabilno. Zgodilo se je enkratno povečanje povpraševanja zaradi povečanja povpraševanja ameriških in ruskih kupcev, predvsem

zaradi kratkoročnih zmanjšanj proizvodnje na ameriškem in kitajskem trgu. Stabilnost vpliva na to, da je v Evropi cena melamina ostala enaka ceni iz drugega četrtertja 2016. Vseeno pa je, gledano na letni ravni, cena melamina narasla za 2,7 odstotka oziroma za 37 €/t. Proizvajalci napovedujejo, da bo cena melamina v Evropi ostala na isti ravni tudi v zadnjem četrtertju.

Slika 2: Prikaz pogodbenih cen melamina (FD NWE €/t) v Evropi



Vir: H. Ovrebek, OMV, IPIC complete buyout of 50 % of Borealis, 2005.

Družba v svojem četrletnem poročilu Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy S. A. (2016) prikaže, da segment melamina dosega v prvih devetih mesecih leta 2016 rast v višini 11 odstotkov v primerjavi s prvimi devetimi meseci leta 2015. Primerjava tretjega četrtertja leta 2016 s tretjim četrtertjem 2015 potrdi rast v višini 11 odstotkov prodaje izdelka melamin. Natančnejšega pregleda strukture prihodkov in stroškov družba ne izda.

3.7.3 Borealis

Borealis je vodilni ponudnik inovativnih rešitev v panogi gnojil, poliolefinov (angl. *polyolefins*) in kemičnih izdelkov na osnovi surovin (angl. *base chemicals*). V letu 2015 je družba ustvarila 7,7 milijarde € prihodkov od prometa in 988 milijonov € čistega dobička. Borealis je v 64-odstotni lasti International Petroleum Investment Company (v nadaljevanju IPIC) iz Abu Dhabija in 36-odstotni lasti družbe OMV (Borealis AG, 2017). IPIC je med drugim tudi 25-odstotni lastnik družbe OMV.

Kot ena izmed vodilnih družb v panogi Borealis letno proizvede 130.000 ton melamina. 80 odstotkov vsega proizvedenega melamina proda lesni industriji (Borealis AG, 2017). V letnem poročilu Borealis AG (2015) poroča, da je v letu 2015 prišlo do prvih znakov polnih zasedenosti kapacitet ob povečanju povpraševanja in nepričakovanih ustavitvah proizvodnje določenih tekmecev. Količinsko se je prodaja v letu 2015 povečala za 3 odstotke v primerjavi z letom 2014. V polletnem poročilu Borealis AG (2016) poroča, da je količinsko prodaja melamina v prvi polovici leta 2016 padla za 4 odstotke.

Norveški Statoil in Neste, oba 50-odstotna lastnika, sta leta 1994 ustanovila Borealis. V letu 1997 je sledila prodaja deleža Neste družbama OMV in IPIC. OMV in IPIC sta tako postala vsak po 25-odstotna lastnika družbe Borealis. Skupna vrednost nakupa 50-odstotnega deleža v družbi je znašala 754 milijonov \$ (Borealis AG, 2017). V letu 2005 je sledila prodaja deleža Statoil, v družbi Borealis, družbama IPIC in OMV. Statoil je 50-odstotni delež v kapitalu družbe Borealis prodal za 920 milijonov €. Čisti dobiček Borealisa v letu 2004 je znašal 203 milijonov €, EBITDA 467 milijonov € in prihodkov od prometa 5 milijard € (Ovrebek, 2005). Torej, ker je Statoil prodal 50-odstotni delež družbe Borealis preostalima lastnikoma, sta slednja plačala prevzemno premijo. Vrednost 100-odstotnega lastništva družbe Borealis je tako v letu 2005 znašala 1,840 milijarde € oziroma štirikratnik EBITDA družbe iz leta 2004 oziroma devetkratnik letnega dobička iz leta 2004.

3.8 Izbrana načina vrednotenja družbe Melamin d.d.

Družba Melamin se trenutno opredeli kot vsota kemične, lesne in obutvene industrije. Kot opisano v poglavju Poslovanje družbe Melamin predstavlja kemična industrija veliko večino prihodkov, v višini 38,9 milijona € in dobiček v višini 3,2 milijona €. Lesna in obutvena industrija predstavljata minimalen prihodek od prodaje in negativno vplivata na poslovanje družbe. Lesna industrija je pridelala izgubo v višini 82.695 €, obutvena industrija pa dobiček v višini 128.786 €. Kot četrti pomemben steber družbe se je oblikovala družba smartMELAMINE, ki se bo ukvarjala z izdelavo filcev iz melamina. Prvi rezultati poslovanja družbe bodo javni v letu 2018, v letu 2016 je potekala priprava na zagon proizvodnje in zaključek financiranja (Melamin 2016a; Grapulin, 2016).

Zaradi pomanjkanja podatkov oziroma ker so mi pri pisanju magistrskega dela na voljo samo javno dostopni podatki o poslovanju družbe Melamin, sem se odločil, da kot izbrani način vrednotenja izberem vrednotenje na podlagi mnogokratnikov EBITDA. Vrednotenje na podlagi mnogokratnikov EBITDA je poudarjeno skozi celotno magistrsko delo in je tako lahko in hitro primerljivo.

Kot možno vrednotenje, ki do neke mere ne potrebuje natančnejših razkritij podatkov o poslovanju družbe, je uporaba diskontiranih denarnih tokov. Vseeno pa je za predmetno vrednotenje treba posedovati obete za prihodnost panoge in družbe ter ažurno strategijo, ki pove, kdaj in koliko se bo vlagalo v osnovna sredstva, kakšna bo oblika financiranja družbe skozi leta, torej vse, kar bo vplivalo na prihodnje denarne tokove. Kot že omenjeno, so javni strateški cilji družbe že doseženi ali celo preseženi in se mi zato ne zdijo relevantni. Kot poudari članek Goedhart, Koller in Wessels (2005), je vsaka analiza natančna toliko, kolikor so natančne njene predpostavke.

Tretja oblika vrednotenja, o kateri sem premišljeval, je do določene mere predstavljena skozi celotno magistrsko delo, to je vrednotenje na podlagi primerljivih transakcij. Slednja

metodologija predstavlja težavo, ker so podatkovne baze, ki zajemajo slednje podatke, težko dostopne. Skozi magistrsko delo sem zajel določene primere primerljivih transakcij. Vseeno je treba poudariti, da je družba Melamin od vseh navedenih primerov velikokrat manjša, ne glede na to, kateri parameter primerjamo (prihodki od prodaje, dodana vrednost, EBITDA, število zaposlenih, bilanca stanja itd.). Pomeni, da pri prodaji oziroma nakupu družbe Melamin ne gre za nakup vodilne oziroma družbe z drugim največjim tržnim deležem v panogi, ampak gre za nakup družbe, ki je nišno usmerjena in je torej primerna za nakup tako finančnih skladov kot tudi za strateškega kupca. Vseeno pa obstaja tudi možnost MBO, če so poročanja novinarja Polaniča (2013, 2015) zanesljiva oziroma točna. Alternativa MBO je nakup lastnih delnic, torej bi družba Melamin iz stečaja družbe NFD Holding, d.d. – v stečaju odkupila 41 odstotkov.

3.9 Vrednotenja v panogi in vrednotenje družbe Melamin

Namen predmetnega poglavja je ugotoviti interval tržne vrednosti družbe Melamin na podlagi primerljivih transakcij in mnogokratnika EBITDA. Predmetni interval vrednosti mi bo služil kot podlaga za izračun, ali je nakup družbe ter do katere vrednosti je nakup finančno vzdržen oziroma atraktiven za vse deležnike pri prevzemu.

Raziskava Butler (2001) obravnava predvsem obnašanje finančnih skladov v kemični industriji v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. V omenjenem obdobju so finančni skladi plačevali manj, prevzemni mnogokratniki EBITDA pa so bili nižji kot pri strateških kupcih. Možen odgovor na ta zaključek je, da strateški kupci precenjujejo sinergije, nastale po prevzemu, oziroma, da finančni skladi izbirajo med različnimi družbami in izberejo tisto, ki prinaša, po njihovi oceni, največji donos. Na drugi strani strateški kupci pri prevzemu izberejo tisto družbo, ki bo prinesla največjo sinergijo in jim je posledično najbolj komplementarna.

Povprečje mnogokratnika vrednosti družbe⁴⁴ v primerjavi z EBITDA za 49 družb iz EU in ZDA, ki kotirajo na borzah, znaša šestkratnik za družbe iz EU in sedemkratnik za družbe iz ZDA. Finančni skladi so v povprečju kupovali družbe pri 7,4-kratniku v EU in v ZDA pri 8,1-kratniku prej omenjenega kazalca. Razlika med povprečnim trgovalnim in povprečnim transakcijskim kazalnikom priča, da so finančni skladi v povprečju plačevali 23-odstotno premijo za družbe iz EU in 16-odstotno za družbe iz ZDA, medtem ko so v isti panogi strateški kupci v povprečju plačevali zajetni 10,5-kratnik za družbe iz EU in 11-kratnik za družbe iz ZDA. To pomeni, da je znašala premija pri strateških kupcih kar 65 odstotkov, kar je trikrat več kot pri finančnih skladih. Raziskava je bila narejena v obdobju med leti 1990 in 2000 (Butler, 2001).

⁴⁴ Vrednost družbe je definirana kot vsota tržne vrednosti kapitala in finančnega dolga zmanjšana za denar na računu družbe

Delnica družbe Melamin je na dan 30. 12. 2016 kotirala pri 42,00 €, torej je tržna vrednost kapitala znašala 18.894.624 €. Družba je imela na dan 31. 12. 2016 4.742.936 € finančnega dolga, kot vsoto dolgoročnega in kratkoročnega. Vrednost družbe, vsota tržne vrednosti kapitala in finančnega dolga, je na dan 31. 12. 2016 znašala 23.637.560 €. EBITDA je v letu 2016 znašala 7.545.250 €. Vrednost družbe na borzi je enaka 3,13-kratniku EBITDA zadnjih 12 mesecev (Melamin d.d., 2016a, Melamin d.d., 2015).

Vrednotenje družbe Melamin na Ljubljanski borzi je posledica naslednjih dejstev. Družba Melamin je uvrščena v Vstopno kotacijo, ki ne zavezuje k objavi finančnega koledarja in z njim povezanih objav. Družba Melamin je tako v letu 2016 objavila informacijo o polletnem poslovanju družbe, ne pa o četrletnem, kar predstavlja določen manjko informacij. Druga pomembnejša težava oziroma vzrok nizkega vrednotenja družbe Melamin je pomanjkanje likvidnosti trgovanja z njeno delnico. V celotnem letu 2016 je znašal promet z delnicami MKOG manj kot 70.000 € (LJSE, 2017). Iz tega sledi, da bi plaz kupcev lahko zelo hitro ekstremno dvignil ceno delnice MKOG, oziroma obratno, da bi plaz prodajalcev lahko še dodatno znižal ceno delnice MKOG. Tretji pomembnejši vzrok oziroma težava pri nakupu delnice MKOG oziroma manjšinskega deleža je, da z nekaj delnicami oziroma manjšinskim deležem nimamo močnega glasu na skupščini delničarjev. Omenjene težave so glavni vzrok za nizko vrednotenje družbe Melamin. Ob predpostavki, da družbe iz kemične industrije še vedno trgujejo pri šestkratniku EBITDA, sta diskont za likvidnost in manjšinski delež enaka razliki med šestkratnikom EBITDA, trgovalni mnogokratnik primerljivih, ampak večjih družb na borzah EU, in 3,13-kratnikom EBITDA zadnji 12 mesecev, trenutnim trgovalnim mnogokratnikom družbe Melamin (LJSE, 2017). Glede na dober denarni tok družbe in nizko zadolženost bi lahko dividendna politika predstavljala bombonček za nakup predmetne delnice. A vendar je bil predlog uprave in nadzornega sveta družbe, da se za leto 2015 celoten bilančni dobiček ne razporedi delničarjem, ampak da bo o njem odločeno v naslednjih poslovnih letih. Sledil je nasprotni predlog delničarja NFD Holding, d.d. – v stečaju, ki je predlagal, da se izplača bruto dividenda v višini 1 € na delnico, torej se izplača dobiček v višini 449.872 €, o preostalem bilančnem dobičku se bo odločalo v naslednjih poslovnih letih. Nasprotni predlog delničarja NFD Holding, d.d. – v stečaju je bil izglasovan (Melamin d.d., 2016c). Vodstvo družbe navkljub stabilnemu poslovanju in dobri finančni kondiciji družbe ni predstavilo oziroma si zastavilo dividendne politike, ki bi lahko temeljila na rasti trgovanja z delnico MKOG in posledični rasti vrednosti delnice MKOG.

Ob zgoraj predstavljenih podatkih je moje vrednotenje tržne vrednosti družbe Melamin narejeno za večinskega lastnika, do šestkratnika EBITDA zadnjih 12 mesecev družbe, zmanjšano za finančni dolg in povečano za denarna sredstva družbe. To bi pomenilo ceno delnice v višini 90,15 €. Predmetno vrednotenje pride v poštev, če se v prihodnosti oblikuje prodajalni konzorcij, ki bo prodajal delež, večji od 50 odstotkov kapitala družbe Melamin. Ker je NFD Holding, d.d. – v stečaju v insolventnih postopkih (postopek poenostavljena prisilne poravnave in stečajni postopek) že od februarja 2014, še vedno pa

ni oblikovan prodajni konzorcij za prodajo večinskega deleža družbe Melamin (AJPES, 2017), dvomim, da bo do prodajnega konzorcija sploh prišlo. Ker imajo na delnicah MKOG različni upniki vpisane zastavne pravice, bi bilo prodajni konzorcij najlažje sestaviti stečajni upraviteljici. Vseeno so upniki zahtevali izvensodno prodajo delnic MKOG (Lesjak, 2016a). Torej je vrednotenje za večinskega lastnika v slednjem primeru primerno vrednotenje, a z malo verjetnostjo nastopa opredeljenih pogojev.

Ker trenutno ne obstaja prodajni konzorcij večinskega deleža delnic MKOG, je treba za izračun vrednosti delnice, vrednotene na podlagi primerljivih družb, odšteti še diskont za likvidnost in diskont za manjšinskega delničarja. Za oba diskonta sem vzel 25 odstotkov (Estimating Illiquidity Discounts, 2017), kar pomeni, da je zgornja vrednost delnice enaka 50,71 €. Odstavek pojasnjuje vrednost delnice v primeru nakupa manjšega deleža lastništva družbe Melamin, ki ni večinski.

Zaključek poglavja Vrednotenja v panogi in vrednotenje družbe Melamin je, da je strateški kupec, ob predpogoju, da obstaja prodajni konzorcij za večino kapitala družbe, pripravljen plačati več kot 90,15 €. Nenaklonjenost k oblikovanju prodajnega konzorcija in očitki, da imata uprava in nadzorni svet družbe veliko večji delež družbe, kot je javno mogoče dokazati, pa zmanjšujeta vrednost družbe.

3.10 Nakup deležev

V poglavju Nakup deležev bom definiral vse možne oblike prevzema družbe s finančnim vzvodom. V nadaljevanju bom pojasnil, zakaj sem izbral določeno obliko, zakaj jo vidim kot najbolj verjetno, in razglabljal o nakupu posameznih deležev v družbi Melamin.

Prva možnost nakupa in izvedbe prevzema s finančnim vzvodom je ustanovitev projektne podjetja (angl. *special purpose vehicle*, v nadaljevanju SPV), preko katerega potekajo vsi nakupi deležev. Projektno podjetje prejme kapital od družbenikov in se hkrati dogovori za višino finančnega vzvoda za predmetno transakcijo. Gre za najenostavnejšo obliko izvedbe prevzema s finančnim vzvodom. Ta oblika prevzema je bila velikokrat izvedena v drugem valu slovenske privatizacije (Tosama, Etra itd.). SPV financira svoje dolgove ali z dividendami hčerinske družbe ali pa se SPV pripoji hčerinski družbi, ki posledično prevzame finančne obveznosti svoje mame. Druga možnost prevzema s finančnim vzvodom je povezana z MBO. Ta možnost temelji na novinarskih člankih Polaniča (2013, 2015). Zopet se ustanovi projektno podjetje, katerega lastniki so uprava, zaposleni, nekdanji zaposleni in člani nadzornega sveta na eni strani in finančni sklad na drugi strani. Management družbe Melamin vstopa v SPV s stvarnim vložkom v obliki delnic družbe Melamin. Finančni sklad zagotovi preostala kapitalska in dolžniška sredstva, potrebna za financiranje prevzema. Tretja oblika prevzema je sklenitev delničarskega sporazuma z delničarji, ki so zainteresirani za sklenitev le-tega. V slednji oblik bi delničarji

v delničarskem sporazumu predstavili prevzemno ponudbo, ki bi bila vezana na prag uspešnosti, to je zagotovitev vsaj 50 odstotkov kapitala družbe Melamin.

Od teh treh navedenih možnosti sta na podlagi že zbranih informacij in mojega lastnega mnenja najbolj realni prva in druga možnost, pri čemer ne pripisujem majhnih možnosti kombinaciji prve in druge možnosti, torej, da se določeni del managementa odloči za prodajo svojih delnic, drugi pa ostanejo v lastništvu. Sam sem se odločil raziskati prvo možnost, ker ni obremenjena z nepopolnimi informacijami oziroma informacijami, ki niso preverljive. Celoten razvoj nakupa delnic oziroma deležev temelji na predpostavki, da to opravlja uveljavljen finančni sklad.

Ob ustanovitvi SPV je primaren cilj kupiti terjatve ločitvenih upnikov NFD Holding, d.d. – v stečaju od družb, navedenih v Tabeli 8. Namen nakupa terjatev je priti do zavarovanj, ki so predmet terjatev, torej do delnic družbe Melamin. Z unovčenjem terjatev SPV pride do zavarovanja, torej delnic družbe Melamin. Kalkulacija, koliko ponudi SPV za nakup terjatev ločitvenih upnikov NFD Holding, d.d. – v stečaju, je naslednja. V zavarovanju je 186.370 delnic, za katere smo pripravljene plačati 50,71 €, ker pa s postopkom unovčitve nastanejo stroški pravnih storitev (izvedbe dražbe itd.), se celoten znesek zmanjša za strošek izterjave, to je 100.000 € (Vučkovič, 2017), torej znaša ponudba za nakup terjatev do družbe NFD Holding, d.d. – v stečaju 9.350.706,22 €. Uspešna transakcija pomeni, da je SPV presegel prevzemni prag, to je 1/3 glasovalnih pravic. Prevzemna ponudba mora nuditi drugim delničarjem najvišjo ceno, po kateri so kupovale delnice predmetne družbe v preteklih 12 mesecih, torej prevzemna ponudba mora ponuditi drugim delničarjem 50,17 € (9.350.706,22 €/186.370 delnic) (Zakon o prevzemih, Ur. l. RS, št. 79/06, 67/07 – ZTFI, 1/08, 68/08, 35/11 – ORZPre75, 105/11 – Odl. US, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13 – ZS-K, 25/14 in 75/15). V času trajanja prevzemne ponudbe SPV kupuje delnice na LJSE, in sicer do višine cene na prevzemni ponudbi. Med desetimi največjimi delničarji sta dva institucionalna vlagatelja (NLB Skladi in Kritni Sklad Prva + Zajamčeni; Ljubljana), ki imata skupaj 4,7 odstotka kapitala družbe Melamin. Predmetna delničarja nista dovolj, da SPV pridobi večino pri glasovanju, SPV potrebuje še dodatnega 4,1 odstotka, da preseže prag 50 odstotkov glasovalnih pravic. Kdo je najprimernejši prodajalec vsaj 4,1 odstotka družbe Melamin, je težko ugotoviti, vendar v primeru, da SPV preseže mejo 50 odstotkov glasovalnih pravic, obstaja zelo velika verjetnost, da se bo večina, če ne vsi preostali delničarji, odločila za prodajo delnic družbe Melamin SPV.

Ob predstavitvi obvezne prevzemne ponudbe se naredi predstavitev strategije upravljanja družbe in prevzemne ponudbe pri največjih 20 delničarjih. Na sestankih se pridobe preliminarne informacije, ali bo prevzemna ponudba sprejeta. V primeru, da je po zaključku sestankov z največjimi 20 delničarji prevladujoče mnenje, da ponudba ne bo sprejeta s strani delničarjev, ki obvladujejo vsaj 8,9 odstotka glasovalnih pravic, ima SPV prostor, da popravi prevzemno ponudbo, to je, da dvigne prevzemno ceno. Pred dvigom prevzemne ponudbe sledi drugi krog sestankovanj z izbranimi delničarji, ki so bili najbolj

nagnjeni k prodaji svojega deleža in ki imajo v lasti vsaj 8,9 odstotka lastništva družbe. Zgornja omejitev cene je vrednotenje družbe po šestkratniku EBITDA, to pomeni 90,15 €. Hipotetično je namreč možno prepričati manjkajoči delež delničarjev, da prodajo pod slednjo ceno, zmanjšano za likvidnostni diskont, ta je enak 25 odstotkom in torej znaša dvignjena prevzemna ponudba 67,61 €. Ker SPV pridobi večino delnic za 67,61 €, se v kasnejši prevzemni ponudbi odločijo vsi delničarji prodati svoj delež v družbi Melamin.

V prejšnjih dveh odstavkih opisani način in količina prevzema družbe Melamin bi pomenila, da SPV potrebuje (9.350.706,22 € + 100.000 € + 17.815.370,20 €) 27.266.076,40 € sredstev za prevzem družbe Melamin. Velikost transakcije, skupaj s finančnimi obveznostmi družbe Melamin znaša (27.266.076,40 € + 4.742.936 €) 32.009.012,40 €, na podlagi EBITDA je majhna oziroma enaka 4,24-kratniku EBITDA zadnjih 12 mesecev. A vendar je mnogokratnik EBITDA majhen, ker ni prodajnega konzorcija in ker je SPV prvi prišel do terjatev družbe (DUTB in York), do NFD Holdinga, d.d. – v stečaju, kar je/bi odvrnilo druge kupce k poskusu nakupa družbe Melamin. V primeru, da se pojavi strateški kupec, ki po nakupu SPV 41,2 odstotka družbe odda ponudbo za nakup večine družbe Melamin, po merilih, opisanih za nakup strateškega kupca, torej po ceni delnice 90,15 €, SPV proda delnice po skoraj dvakratni vrednosti.

3.11 Financiranje prevzema

V poglavju Nakup deležev se opisani način in velikost prevzema v tem poglavju dopolnita z načinom financiranja. Zaradi velikosti oziroma majhnosti transakcije bodo instrumenti virov financiranja zelo preprosti. Poglavje Nakup deležev in financiranje prevzema sta poglavji, ki sta najbolj na udaru zaradi vsebinskih omejitev pri raziskovanju.

Zaradi togosti finančnih institucij na slovenskem trgu (banke) mi ni uspelo pridobiti ponudbe za predmetni posel, vseeno pa sem med vrsticami pogovorov z bankirji prišel do zaključka, da bi banke bile pripravljene financirati prevzem do trikratnika EBITDA. Vir noče biti naveden v magistrskem delu, prav tako zaradi zmanjševanja vloge ECB pri stimuliranju evropske ekonomije ni hotel narediti informativne ponudbe, z razlogom, da ni časovnega okvirja prevzema. Kot razlog za relativno nizko zmožnost financiranja prevzema s finančnim vzvodom v primerjavi s knjigo CAIA, ki jo je napisal Anson (2012, str. 439), kjer je navedeno zadolževanje do petkratnika EBITDA pri prevzemih s finančnim vzvodom, je vir na banki odgovoril, da je družba Melamin že zadolžena, čeprav za manj kot enkratnik EBITDA, poleg omenjene težave pa banka trenutno ni strateško usmerjena v financiranje predmetnih prevzemov zaradi slabih izkušenj iz preteklosti (Banka A d.d., 2017).

Magistrsko delo bo sledilo raziskavi Axelson et al. (2009), torej bo SPV izvedel prevzem družbe Melamin z maksimalnim finančnim vzvodom, ki ga lahko pridobi na trgu. Na drugi strani se ne bom oziral na raziskavo De Maeseneire in Brinkhuis (2012), ki govori o tem,

da ugled imena finančnega sklada vpliva na višino obrestne mere zadolževanja SPV za predmetni prevzem.

Velikost transakcije je 27.266.076,40 €. Transakcija je izvedena na dan 31. 12. 2016. Na slednji dan je znašala EBITDA zadnjih 12 mesecev 7.545.250 €. Na podlagi pogovorov z virom na banki bi znašal bančni kredit 22.500.000 €. Bančni kredit bi bil zavarovan z opredmetenimi osnovnimi sredstvi in zalogo družbe Melamin. Vsota slednjih postavk znašala 28.246.488 €. Predmetni bančni kredit se bo amortiziral osem let, z letno amortizacijo oziroma odplačilom glavnice v višini 3.000.000 €. Ker je predvideno, da se SPV pripoji družbi Melamin z dnem 31. 12. 2016, se bodo s pripojitvijo vse finančne obveznosti SPV prenesle na družbo Melamin. Predmetna transakcija se izvaja med obdobjem 30. 6. 2016 in 31. 12. 2016. V obdobju drugega poletja 2016 je dogovorjen moratorij na plačilo finančnih obveznosti SPV. Višina obrestne mere za predmetni kredit je fiksne 4 odstotke. Model v magistrskem delu temelji na tem, da se vsa finančna sredstva črpajo na dan 30. 12. 2016, naslednji dan pa sledi pripojitev.

Po odobrenem kreditu bi finančni sklad pustil kapital 4.766.076,01 € za prevzem družbe Melamin. Finančne obveznosti predstavljajo 82,52 odstotka celotne bilančne vsote SPV, kar je primerljivo z avtorjema Talmur in Vasvari (2011). Finančni sklad daje na delo svoj kapital samo, če vidi priložnost, da zasluži vsaj 20 odstotkov letno ali več.

3.12 Strategija upravljanja

V tem poglavju bom pisal o prevzemu upravljanja družbe Melamin po uspešno izvedeni prevzemni transakciji družbe. SPV kot edini lastnik spremeni upravljanje in pravno obliko družbe z namenom hitrejšega in cenejšega upravljanja družbe.

SPV bo ob zaključku prevzemne transakcije sklical skupščino kot 100-odstotni lastnik družbe Melamin, kjer bo zahteval odstop vseh članov nadzornega sveta, predlagal nove člane nadzornega sveta, obstoječim članom nadzornega sveta pa podelil razrešnico, prav tako bo razrešnica podeljena upravi. Kasneje, ob spremenjeni sestavi uprave, bo novi upravi podeljen mandat za preoblikovanje delniške družbe Melamin v družbo z omejeno odgovornostjo (d.o.o.) in posledično izstop iz vstopne kotacije LJSE.

V magistrskem delu sem v drugem poglavju opisal primer izvedbe prevzema s finančnim vzvodom družbe Messer Griesheim. Eden izmed ključev uspešne implementacije načrtov je bila udeležba zaposlenih v lastniški strukturi družbe. Ker v primeru družbe Melamin vsi zaposleni prodajo delnice SPV, bo sistem nagrajevanja temeljil na opcijah. SPV je družbo prevzel za 27.266.076,40 € vrednosti kapitala, poleg tega je družba Melamin imela na dan 31. 12. 2016 za 4.742.936,00 € finančnih dolgov, skupna vrednost prevzema družbe je torej znašala 32.009.039,04 €. Ker sklad pričakuje za svoje naložbe vsaj 20-odstotni letni donos, to pomeni, da bo prvemu in drugemu krogu zaposlenih ponudil 20 odstotkov

ustvarjene vrednosti nad 20-odstotnim letnim donosom vloženega kapitala finančnega sklada.

3.13 Ustvarjanje vrednosti

V poglavju Ustvarjanje vrednosti se bom osredotočil na predstavitev projekcij poslovanja družbe Melamin. Projekcije bom razložil čim bolj temeljito, seveda pa so mi kot zunanjemu opazovalcu določeni parametri, prodajne in nakupne mešanice skriti in sem omejen na javno dostopne podatke.

Temelji ustvarjanja vrednosti družbe Melamin za naslednjih pet do sedem let temeljijo na optimizaciji poslovnih procesov in prodajnega miksa. Družba stremi k nadaljnjemu iskanju nižnih proizvodov z visoko dodano vrednostjo, ki so komplementarni trenutni proizvodnji in ne potrebujejo velikih investicij v osnovna sredstva.

3.13.1 Projekcije Izkaza poslovnega izida

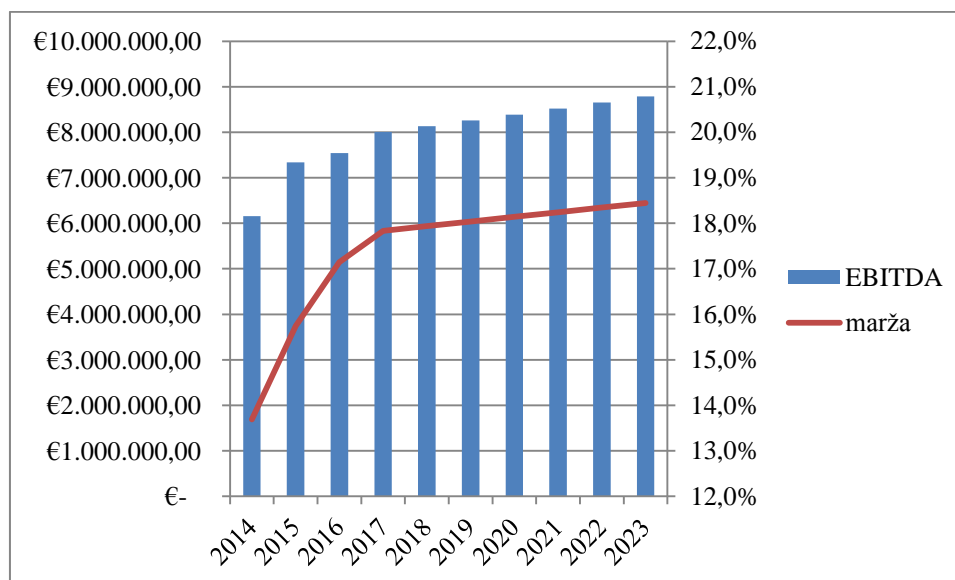
V omenjenem obdobju se tako ne pričakuje velike rasti kosmatega donosa iz poslovanja. Glede na to, da je uprava družbe za leto 2016 napovedala padec prihodkov iz prodaje v višini 4 odstotkov (Melamin d.d., 2015), a je zaostala za svojimi načrti, saj je bil padec prihodkov 5-odstoten, pričakujem, da se bo v letu 2017 kosmati donos povečal za 2 odstotka, v nadaljnjih letih pa vsako leto za 1 odstotek. Predpostavke rasti kosmatega donosa ne zajemajo v svojo kalkulacijo potencialne rasti nabavnih surovin, in sicer gibanje cene nafte na borzah. Rast kosmatega donosa torej predpostavlja cene nabavnih surovin iz leta 2016, kar pomeni, da je rast izključno posledica doseženih višjih cen ali/in večjih količin. Dejstvo, da projekcije ne zajemajo rasti cen nabavnih surovin, predstavlja določeno tveganje, saj so pretekle tržne razmere na trgih surovin, povezanih z nafto, delovale blagodejno na družbe, ki jim z nafto povezani proizvodi predstavljajo velik nabavni delež.

Bruto marža iz poslovanja se je v preteklosti skokovito izboljševala, kar je posledica usmerjenosti družbe k bolj donosnim proizvodom in opuščanju proizvodnje manj oziroma nedonosnih programov. V letu 2014 je znašala 26,1 odstotka, v prvi polovici leta 2016 pa že 31,5 odstotka. V svojih projekcijah sem predvidel, da bo bruto marža ostala pri 31 odstotkih, kar je glede na prvo polovico leta 2016 relativno pesimistična projekcija.

Stroški dela v kosmatem donosu so bili v letih 2014 in 2015 malce nad 12 odstotki. V prvi polovici leta 2016 so se približali 13 odstotkom, predvsem zaradi slabšega kosmatega donosa. Absolutni znesek stroška dela je na ravni iz leta 2015. V projekcijah predvidevam, da bo v letu 2017 strošek dela pri 12,9 odstotka z jasnim trendom približevanja k 12 odstotkom, torej bo relativno prihajalo do optimizacije stroška dela, a vendar se bo absolutni strošek letno povečeval.

Glede na nepoznavanje postavke drugih stroškov sem jih predvidel v projekciji pri 120.000 € letno. Glede na zgoraj opisane projekcije rasti kosmatega donosa in razmerja stroškov do kosmatega donosa je predvideno, da se bo EBITDA zviševala, kot je prikazano na Sliki 3.

Slika 3: Prikaz projekcije EBITDA v absolutnem znesku in kot relativna marža v kosmatem donosu



Vir podatkov: Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamim d.d. za leto 2014, 2014, Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamim d.d. za leto 2015, 2015, Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamim d.d. za leto 2016, 2016a ; Lasten izračun.

EBITDA bo v letu 2023 znašala malce manj kot 9.000.000 €. V letu 2016 je znašala marža EBITDA 17,1 odstotka. Močen trend rasti marže EBITDA pojenja. Projekcije kažejo, da se bo marža dvignila na 18,4 odstotka v letu 2023.

Melamin bo nadaljeval z investiranjem v osnovna sredstva, tako pričakujem, da se bo amortizacija dvignila z 4.190.000 €, doseženih v letu 2016, na malce več od 4.400.000 € v letu 2023. Investiranja v osnovna sredstva so predpostavljena pri 9 odstotkih kosmatega donosa leta.

Poslovni izid iz poslovanja se je od leta 2014 do 2016 skoraj podvojil, z malce pod 2.000.000 € na malce manj od 3.400.000 €. Relativno je poslovni izid iz poslovanja znašal v letu 2014 4,3 odstotka, v letu 2016 pa že 7,6 odstotka prihodkov od prodaje. Projekcije predvidevajo rast izida iz poslovanja s 7,6 odstotka v letu 2016 na 9,1 odstotka v letu 2023.

Poslabšanje poslovanja družbe je najbolj zaznano v finančnem delu izkaza poslovnega izida. Ker se z dnem 31. 12. 2016 SPV pripoji družbi Melamin in ji s tem dejanjem naloži novih 22.500.000 € finančnih obveznosti, se to pozna pri povišanju stroškov za financiranje, te v letu 2017 znašajo malce več od 850.000 €. Vsi bančni viri financiranja

imajo fiksno obrestno mero 4 odstotke na letni ravni. V letu 2018 strošek financiranja pade pod 750.000 €. Predmetni strošek se vsako leto znatno zniža, kar je posledica intenzivnega odplačevanja bančnega kredita.

Družba Melamin v preteklosti ni plačevala davka od dohodka pravnih oseb (v nadaljevanju DDPO), čeprav je imela pozitiven čisti poslovni izid. Vzrok za oprostitev od plačila DDPO tudi v letu 2016 je naslednji (Melamin d.d., 2015):

»Olajšave za izračun davčne osnove III vsebujejo: neizkoriščene olajšave v raziskave in razvoj iz let 2012, 2013 in delno iz leta 2014 v višini 2.079.046 EUR, regijsko olajšavo za nove začete investicije v opremo v letu 2015 v vrednosti 820.457 EUR, neizkoriščeno splošno olajšavo za investicije iz leta 2014 v višini 148.720 EUR, olajšavo iz naslova zaposlovanja invalidov v vrednosti 76.328 EUR, prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, ki ga plačuje družba svojim zaposlencem v okviru pokojninskega načrta v vrednosti 115.125 EUR, ter olajšava za donacije v vrednosti 21.764 EUR.«

Projekcije predvidevajo, da se bodo neizkoriščene olajšave popolnoma izčrpale v letu 2016, v kasnejših letih pa je predvidena davčna stopnja DDPO pri 10 odstotkih, saj bo družba še vedno veliko vlagala v osnovna sredstva in R&R. Čisti poslovni izid v letu 2016 je malce manj od 3.300.000 €, poslabšanje poslovnega izida v letu 2017 gre na račun povišanega plačila stroškov obresti in plačila DDPO. Predvideno je, da šele v letu 2021 čisti poslovni izid preseže čisti poslovni izid iz leta 2016.

3.13.2 Projekcije Bilance stanja

Projekcije Bilance stanja pokažejo, da je družba Melamin po letih intenzivnega investiranja, plačevanja bančnih kreditov in popravljanja marž pred tem, da postane družba s presežkom denarnih sredstev iz poslovanja. Ob pripojitvi SPV družbe Melamin, na dan 31. 12. 2016, se povečajo neopredmetena osnovna sredstva zaradi nastanka dobrega imena, kot je opisano v poglavju Financiranje prevzema.

Predpostavka projekcij je izboljšanje upravljanja terjatev. V letih 2014 in 2015 je bilo potrebnih v povprečju 74 dni za priliv iz terjatev. Projekcija za leto 2016 je 77 dni, v kasnejših letih pa se upravljanje terjatev postopno izboljšuje in doseže 70 dni za poplačilo terjatev. V letih 2014 in 2015 je znašal obrat zaloge 37 oziroma 33 dni. V projekcijah predpostavljam, da se bo obrat zaloge zgodil v 35 dneh. Po prevzemu družbe Melamin se družbi izboljša tudi likvidnost. Druge postavke v aktivih bilance stanja ostanejo relativno nespremenjene zaradi pomanjkanja poznavanja njihovega izvora.

V obveznostih do virov sredstev se bistveno spremenijo viri financiranja družbe. Kratkoročne finančne obveznosti se povečajo na 3.000.000,00 €, dolgoročne finančne obveznosti pa po pripojitvi znašajo 22.868.032,39 €. Na drugi strani se po pripojitvi bistveno zmanjša kapital družbe Melamin, saj znaša le 4.766.076,01 €, kar je enako vrednosti kapitala SPV na dan 31. 12. 2016. Obveznosti do dobaviteljev so se v letih 2014 in 2015 poravnale v 66 in 64 dneh. Projekcije predpostavljajo, da se bodo v letu 2016

obveznosti do dobaviteljev poravnave v 64 dneh, do leta 2023 pa bo padlo število dni, potrebnih za poravnavo, na 60.

3.13.3 Projekcije Izkazov denarnih tokov

Projekcije izkazov denarnih tokov nam prikažejo prilive in odlive družbe po treh kategorijah. Denarni tok iz poslovanja družbe, ki zajema vsoto čistega poslovnega izida, amortizacije in spremembe obratnega kapitala, je znašal malce manj od 7.500.000 € v letu 2016. V letu 2017 predmetni tok pade na malce manj od 6.900.000 €, kar je posledica povečanega plačila obresti in DDPO ter manjšega povečanja obratnega kapitala. V letu 2020 preseže 7.500.000 € in v letu 2023 je večji od 8.200.000 €.

V drugi polovici leta 2016 je bila realizirana investicija 1.000.000 € oziroma dokapitalizacija družbe smartMELAMINE; to je zadnja javno predvidena investicija v to družbo. Prav tako bodo v drugi polovici leta potekale investicije v osnovna sredstva. Predvideni CapEx bo na letni ravni ostal pri 9 odstotkih kosmatega donosa.

Večje spremembe glede na preteklost se zgodijo pri denarnih tokovih iz financiranja. Izdatki za odplačilo finančnih obveznosti se povečajo na 3.000.000 € po letu 2016. V letu 2016 se izplača dividenda v višini 4.900.220 € in odplačilo malce manj od 1.500.000 € finančnega dolga.

3.13.4 Družba smartMELAMINE

Družba smartMELAMINE je v magistrskem delu že opisana. V letih 2015 in 2016 je predstavljal zagon družbe smartMELAMINE finančno breme družbi Melamin. V magistrskem delu se bom opredelil na to, koliko in kako se bo družba razvijala, saj zagonsko podjetje spremlja veliko začetno tveganje. SmartMELAMINE je skozi celotno projekcijo vodeno v bilanci stanja pod dolgoročnimi finančnimi naložbami po nabavni vrednosti in ne predvideva dodatnih dokapitalizacij, posojil družbi oziroma odpisov naložbe.

3.14 Prodaja družbe

Ker je prevzemnik družbe Melamin finančni sklad, katerega namen je zagotoviti čim boljše upravljanje sredstev svojih investitorjev, mora v roku petih do sedmih let iz naložbe izstopiti, da investitorjem povrne investirana sredstva. Magistrsko delo bo temeljilo na predpostavki, da se je prodaja družbe zgodila po sedmih letih upravljanja, torej na dan 31. 12. 2023. Ker je projekcija denarnih tokov za sedem let vnaprej relativno nenatančna, bom kot izhodišče za prodajo družbe vzel povprečje EBITDA med letoma pet in sedem, torej med leti 2021, 2022 in 2023. Povprečna EBITDA slednjih let znaša 8,654,781.02 €.

Finančni sklad je v družbo SPV investiral 4.766.076,01 €. Ob predpostavki, da sklad proda družbo Melamin za šestkratnik povprečja EBITDA let 2021, 2022 in 2023 (v nadaljevanju povprečna EBITDA), pomeni, da je vrednost družbe skupaj s finančnim obveznostim 51.928.686,10 €. Če od slednjega zneska odštejemo neto finančni dolg na koncu leta 2023, v višini 1.800.513,80 €, dobimo vrednost kapitala družbe Melamin, to je 50.128.172,31 €. To pomeni, da je finančni sklad ustvaril donos na kapitalski vložek v višini 10,52-kratnika, oziroma je IRR znaša 34,2 odstotka na leto. V Tabeli 9 je prikazana analiza občutljivosti IRR glede na mnogokratnik EBITDA prodaje družbe Melamin. IRR predstavlja donos pred izplačilom nagrade zaposlenim.

Tabela 9: IRR-analiza občutljivosti za prodajo družbe Melamin pred izplačilom zaposlenih

IRR-analiza občutljivosti					
Prodajni mnogokratnik					
EBITDA povprečja let med 2021, 2022 in 2023	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0
	31,1 %	32,7 %	34,2 %	35,6 %	36,9 %

Iz Tabele 9 je razvidno, da tudi, če je prodajni mnogokratnik EBITDA 5, je letni donos IRR enak 31,1 odstotka, kar predstavlja atraktiven donos za sklade PE LBO.

Sklad PE LBO se je ob prevzemu družbe Melamin zavezal k izplačilu nagrade zaposlenim v primeru doseženega IRR več kot 20 odstotkov, v višini 20 odstotkov nad IRR. To pomeni, da v primeru prodaje družbe po šestkratniku EBITDA predstavlja IRR 20 odstotni donos, to je 17.100.000,00 € kupnine, nad slednjim zneskom pripada 20 odstotkov kupnine zaposlenim. Torej, prodaja družbe po šestkratniku EBITDA prinaša kupnino v višini 50.128.172,31 €, zmanjšano za 17.100.000 €, kar predstavlja osnovo za izračun nagrad zaposlenim v višini 33.028.172,31 €. 20 odstotkov od osnove je 6.605.634,40 €, kar pomeni, da v povprečju vsak zaposlen dobi 33.028,17 €, v primeru, da je število zaposlenih enako 200.

4 DISKUSIJA IN ODGOVORI NA RAZISKOVALNI VPRAŠANJI

V poglavju Diskusija bom strnil ugotovitve magistrskega dela in analiziral ter odgovoril na raziskovalna vprašanja. Odgovori na raziskovalna vprašanja so v zgornjih poglavjih, vendar zaradi razpršenosti odgovorov in preglednosti ponovno izpostavim raziskovalna vprašanja in izluščene odgovore iz zgornjega besedila.

V Uvodu v magistrsko delo sem od makro do mikro razdelil dve tematiki, ki vplivata na raziskovano delo. Navkljub rasti inflacije pod 2 odstotka na začetku leta 2017, ECB še vedno vztraja z rekordno nizkimi obrestnimi merami in s kvantitativnim sproščanjem, ki pa se je z aprilom 2017 zmanjšalo za 20 milijard € na 60 milijard € mesečnih odkupov. Predsednik ECB Draghi pričakuje, da se višine obrestnih mer ne bodo spreminjale, dokler se ne zaključi program kvantitativnega sproščanja, ki bo po mnenju analitikov podaljšan v

leto 2018 (Jones, 2017). Drugo problematiko predstavlja nov zakonski okvir, to je prenos delnic z računov KDD na trgovalne račune. Kot je predstavljeno v uvodu, je večina družb v grobem smislu konsolidiranih. Sam sem videl problematiko novega zakonskega okvira pri delnicah, kjer ne prihaja do rednih in zadostnih dividend, ki bi omogočale dolgoročno vzdržno lastništvo. Dolgoročno vzdržno lastništvo pomeni, da premoženje (delnice) ne predstavlja bremena lastniku delnic, torej, da so stroški lastništva delnic nižji od dividend oziroma drugih ugodnosti, povezanih z lastništvom, seveda pa se to lahko gleda samo na dolgi rok. Po drugi strani so stroški, povezani s trgovalnimi računi, pri malce večjem premoženju kmalu zanemarljivi.

Prevzem družbe Melamin s finančnim vzvodom predstavlja priložnost zaradi preteklih napačnih odločitev največjega družbenika družbe Melamin, to je NFD Holding d.d. – v stečajju. Omenjam tri najbolj verjetne možnosti izpeljave prevzema s finančnim vzvodom, dopuščam možnost četrtega dogodka, vendar mislim, da so opisane tri različice najbolj verjetne. V nadaljevanju opisa poteka prevzema me spremlja veliko število omejitev. Odgovor na omejitve so bolj pesimistične napovedi za prihodnost, ki se najbolj kažejo v projekcijah poslovanja. Na drugi strani je slovenski finančni sistem v času po najhujši finančni krizi, ki je v določeni meri posledica kreditiranja družb s prevelikim finančnim vzvodom, rezultat česar je strateška preusmeritev stran od financiranja prevzemov s finančnim vzvodom, večjim od štirikratnika EBITDA prevzete družbe. Na drugi strani je dolgoročno povprečje financiranja prevzemov s finančnim vzvodom v povprečju pri petkratniku EBITDA. Slednji dejstvi pričata, da predstavljeni prevzem družbe Melamin ne predstavlja finančno nevzdržnega oziroma mejnega prevzema, s katerim bi lastnik pridobil skoraj zastonj nakupno možnost (angl. *free call option*).

V nadaljevanju bom jasno in neposredno odgovoril na raziskovalna vprašanja:

RV 1: Ali bi izvedba prevzema družbe Melamin s pomočjo finančnega vzvoda prinesla boljše donose investitorjem v skladu, kot so ugotovljeni povprečni donosi podobnih skladov?

Raziskava Gompers et al. (2016) je pokazala, da v povprečju 50 odstotkov PE-skladov trži, da dosegajo neto IRR v višini med 20 in 25 odstotki po plačanih provizijah, v povprečju 15,6 odstotka PE-skladov trži, da dosegajo IRR med 15 in 20 odstotki po plačanih provizijah in v povprečju 23,4 odstotka PE-skladov trži, da dosegajo IRR v višini med 25 in 30 odstotki po plačanih provizijah. Torej, mediana PE-skladov cilja na 25-odstotni IRR, medtem ko manjši skladi in skladi, ki imajo mednarodno vzpostavljeno delovanje, imajo pisarne na različnih celinah in ciljajo na IRR višje od 25 odstotkov.

Ob predstavljenih omejitvah in predpostavkah pri izvedbi prevzema družbe Melamin sem s pomočjo projekcij poslovanja prišel do zaključka, da bi IRR ob prodaji družbe Melamin po končanem sedemletnem obdobju znašal v razponu med 31,1 in 36,9 odstotka. Razpon v primerjavi z analizo, ki so jo naredili Gompers et al. (2016), pomeni, da se pri slednji

transakciji razvrstimo v zgornjo polovico, in sicer pri primerjavi po IRR med PE-skladi. Torej lahko zaključim, da bi slednji prevzem omogočil investitorjem v PE-sklad boljši donos od povprečnega donosa PE-sklada po analizi Gompers et al. (2016).

RV 2: Ali bo proces spremembe zakonodaje bistveno spremenil lastništvo družbe Melamin?

Proces spremembe zakonodaje ni bistveno spremenil lastništva družbe Melamin. V zadnjih 12 mesecih je bilo narejenih za manj kot 57.000 € prometa z delnicami MKOG, kar predstavlja manj kot 1 odstotek tržne vrednosti kapitala družbe (LJSE, 2017). Poleg transakcij na borzi se še vedno ni zgodila prodaja delnic družbe NFD Holding d.d. – v stečaju.

SKLEP

Magistrsko delo obravnava tematiko prevzema družbe Melamin s finančnim vzvodom in odgovarja na osrednje raziskovalno vprašanje, kako izkoristiti čas spremembe zakonodajnega okvira in zagotoviti investitorjem v finančni sklad nadpovprečne donose, primerjano s konkurenčnimi skladi. S pomočjo teoretične analize prevzema družb s finančnim prevzemom in s pomočjo kvalitativne raziskave sem potrdil temeljno tezo, ki sem jo sestavil v uvodu, in sicer, da zaradi trenutnih razmer v lastniški sestavi družbe Melamin obstaja možnost nakupa nadzornega ali večinskega deleža in posledično izvedbe LBO, kar bi omogočilo možnost prodaje delnic trenutnim lastnikom in donos investitorjem v LBO. S pomočjo LBO bi družba prišla do konsolidiranega lastništva in s tem poenotenega upravljanja družbe.

V empiričnem delu prikazujem tri različne pristope k izvedbi prevzema družbe Melamin s finančnim vzvodom. Po lastni presoji sem se odločil za najbolj verjetnega. V nadaljevanju prikažem operativni proces izvedbe prevzema. Ker je primer aktualen, trenutno so upniki in/ali družbeniki v procesu organizacije prodaje, me je ob pisanju magistrskega dela spremljalo veliko število omejitev. Ugotavljam, da zaradi slabih preteklih izkušenj finančnih institucij, pri financiranju prevzemov družb s finančnim vzvodom, trenutno pri finančnih institucijah obstaja določen zadržek pri velikosti financiranja v primerjavi z mednarodno prakso. Tako zaključim, da glede na predstavljene projekcije poslovanja in primerljivo majhno zadolženost, kot je dolgoročno povprečje, prevzem družbe Melamin predstavlja zanimivo poslovno priložnost.

LITERATURA IN VIRI

1. Achleitner, A., Herman, K., Lerner, J., & Lutz, E. (2010). Family Business and Private Equity: Conflict or Collaboration? The Case of Messer Griesheim. *The Journal of Private Equity*, 13(3), 7–20.
2. Achleitner, A., Nathusius, E., Lerner, J., & Herman, K. (2009). Messer Griesheim (B). *Harvard Business School Cases*, 1.
3. AJPES – Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (2016, 25. avgust). *Zahteva za mnenje ločitvenega upnika*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/eobjave/rezultati.asp?podrobno=0&id_skupina=51&TipDolznika=-1&TipPostopka=-1&id_SkupinaVrsta=-1&id_skupinaPodVrsta=-1&Dolznik=nfd+holding&Oblika=&MS=&DS=&StStevilka=&Sodisce=-1&DatumDejanja_od=&DatumDejanja_do=&sys_ZacetekObjave_od=&sys_ZacetekObjave_do=&MAXREC=10&hide_submit.x=0&hide_submit.y=0
4. AJPES – Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (2017). *Objave sklepov in pisanj izdanih v postopkih zaradi insolventnosti*. Najdeno 17. januarja 2017 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/eObjave/rezultati.asp?podrobno=0&id_skupina=51&tipdolznika=-1&tippostopka=-1&id_skupinavrsta=-1&id_skupinapodvrsta=-1&dolznik=nfd+holding&oblika=&ms=&ds=&ststevilka=&sodisce=-1&datumdejanja_od=&datumdejanja_do=&sys_zacetekobjave_od=&sys_zacetekobjave_do=&maxrec=10&frm_pos=131
5. Anson, M. P. (2002). *Handbook of alternative assets / Mark J.P. Anson*. New York: J. Wiley & Sons.
6. Anson, M. P. (2012). *CAIA level I : an introduction to core topics in alternative investments / Mark J. P. Anson with Donald R. Chambers, Keith H. Black, Hossein Kazemi*. Hoboken: John Wiley & Sons.
7. Arnold, M. (2007, 14. November). Hands scolds bankers as 'whimpering dogs'. *Financial Times*. Najdeno 23. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.ft.com/content/a82a7d46-92f3-11dc-ad39-0000779fd2ac>
8. *The art of the LBO*. Najdeno 20. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/InvBank/LBO%20Overview.pdf>
9. Atkins, R., & Jenkins, P. (2005, 5. maj). German business welcomes the private equity 'locusts'. *Financial Times*. Najdeno 8. decembra 2016 na spletnem naslovu http://www.ft.com/cms/s/0/156bb098-bd02-11d9-b1e3-00000e2511c8.html?ft_site=falcon&desktop=true#axzz4SFrybU8K
10. Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. *Journal Of Finance*, 68(6), 2223–2267.

11. Axelson, U., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2009). Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds. *Journal Of Finance*, 64(4), 1549–1582.
12. Baker, G., & Montgomery, C. (1994, 4. november). Conglomerates and LBO Association: A Comparison of Organizational Forms. *Harvard Business School*. Najdeno 5. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/10-024.pdf>
13. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal Of Finance*, 57(1), 1–32.
14. Banka A d.d. (2017, 15. februar). *Zanimanje Banke za financiranje prevzema z finančnim vzvodom* [osebne intervju]. Ljubljana: Banka A d.d.
15. Barber, F., & Goold, M. (2007, september). The Strategic Secret of Private Equity. *Harvard Business Review*, 85(9), 53.
16. Betzer, A. (2006a). Does Jensen's Free Cash Flow Hypothesis explain European LBOs today? Najdeno 8. novembra 2016 na spletnem naslovu https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875363
17. Betzer, A. (2006b). Why private equity investors buy dear or cheap in European leveraged buyout transactions. *Kredit Und Kapital*, 39(3), 397–417.
18. Bhattacharjee, S., & James, S. (2012, 9. oktober). Cytec selling coatings business to Advent for \$1.03 billion. *Reuters*. Najdeno 2. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/us-cytec-coatingresins-sale-idUSBRE8980JS20121009>
19. Borealis AG. (2015). *Letno poročilo podjetja Borealis AG za leto 2015*. Dunaj: Borealis AG.
20. Borealis AG. (2016). *Poletno poročilo podjetja Borealis AG za prvo polovico leta 2016*. Dunaj: Borealis AG.
21. Borealis AG. (2017). *About borealis*. Najdeno 2. februar 2017 na spletnem naslovu <http://www.borealisgroup.com/en/company/about-borealis/about-borealis/>
22. Bortz, J., & Döring, N. (1995). *Forschungsmethoden und Evaluation*. Berlin: Springer.
23. Bullock, N. (2016, 31. maj). Time running out for US IPO market to find some gas. *Financial Times*. Najdeno 28. novembra 2016 na spletnem <https://www.ft.com/content/576379ae-2709-11e6-8b18-91555f2f4fde>
24. Butler, P. A. (2001). The alchemy of LBOs. *McKinsey Quarterly*, 2, 140–151.
25. Cao, J., & Lerner, J. (2009). The Performance of Reverse Leveraged Buy-Outs. *Journal of Financial Economics*, 91(2), 139–157.
26. Colla, P., Ippolito, F., & Wagner, H. F. (2012). Leverage and pricing of debt in LBOs. *Journal Of Corporate Finance*, 18(Special Section: Financial and Real Effects of Alternative Investments), 124–137.
27. Davis, G., Tinsley, C., & Diekmann, K. (1994). The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form. *American Sociological Review*, 59(4), 547–570.

28. De Maeseneire, W., & Brinkhuis, S. (2012). What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of European leveraged buyouts' capital structure. *Accounting & Finance*, 52, 155–182.
29. ECB – Evropska Centralna Banka. (2016a). *Key ECB interest rates*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
30. ECB – Evropska Centralna Banka. (2016b). *Monetary policy*. Najdeno 2. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>
31. The Economist Newspaper Limited. (2016, 8. December). The European Central Bank's quantitative-easing options. Najdeno 2. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21711322-ecbs-willingness-do-whatever-it-takes-helps-explain-markets-uneasy>
32. *Estimating Illiquidity Discounts*. Najdeno 22. marca 2017 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/illiquiddisc.htm
33. FRED – Federal Reserve Bank o St. Louis. (2017). *BofA Merrill Lynch US High Yield Option-Adjusted Spread*. Najdeno 2. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A0HYM2>
34. Flick, U., von Kardorff, E., & Steinke, I. (2000). *Qualitative Forschung - Ein Handbuch*. Reinbek bei Hamburg: Rowohlt Taschenbuch Verlag, cop.
35. Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Hoboken, NJ: Wiley.
36. Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. (2005, marec). The right role for multiples in valuation. *Mckinsey&Company*. Najdeno 9. februar 2017 na spletnem naslovu <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-right-role-for-multiples-in-valuation>
37. Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do?. *Journal Of Financial Economics*, 121(3), 449–476.
38. Grapulin, T. (2016, 13. december). Kočevski SmartMelamine skupaj s partnerji s pametnim flisom prepričal še Bruselj. *Finance*. Najdeno 12. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://subvencije.finance.si/8852346/Kocevski-SmartMelamine-skupaj-s-partnerji-s-pametnim-flisom-preprical-se-Bruselj?metered=yes&sid=414079830>
39. Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy S.A. (2016). *Četrletno poročilo podjetja Puławy Group za tretje četrletje 2016*. Puławy: Puławy Group
40. Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy S.A. (2017). *About Puławy*. Najdeno 6. februar 2017 na spletnem naslovu <http://91.201.155.153/241-products/lang/en-GB/default.aspx>
41. Hale, T. (2016, 6. Julij). Low interest rate worries pull down European banks' shares. *Financial Times*. Najdeno 15. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.ft.com/content/2aca03f4-436f-11e6-b22f-79eb4891c97d>

42. Hall, B., Berndt, E., & Levin, R. C. (1990). The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and Development. *Brookings Papers On Economic Activity. Microeconomics*, 85–135.
43. Halpern, P., Kieschnick, R., & Rotenberg, W. (1999). On the heterogeneity of leveraged going private transactions. *Review Of Financial Studies*, 12(2), 281–309.
44. Hambrick, D. C., & Schechter, S. M. (1983). Turnaround Strategies for Mature Industrial-Product Business Units. *Academy Of Management Journal*, 26(2), 231–248.
45. Hamilton, D., Praveen, V., Sharon, O., & Richard, C. (2006). *Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuers, 1920–2005*. New York: Moody's Investors Service Global Credit Research.
46. Ivashina, V., & Kovner, A. (2011). The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. *Review Of Financial Studies*, 24(7), 2462–2498.
47. IHS Markit Ltd. (2016, avgust). *Overview of the Specialty Chemicals Industry*. Najdeno 5. decembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.ihs.com/products/specialty-chemicals-industry-scup.html>
48. Jefferies LLC. (2016). *Actionable Ideas for Companies and Sponsors*. Najdeno 25. decembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.jefferies.com/OurFirm/2/865>
49. Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
50. Jones, C. (2017, 10. marec). ECB debate intensifies over rate rise before QE ends. *Financial Times*. Najdeno 16. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.ft.com/content/370c98e0-05b9-11e7-aa5b-6bb07f5c8e12>
51. Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal Of Financial Economics*, 24(2), 217–254.
52. Kaplan, S. N., & Stein, J. C. (1993). The evolution of buyout pricing and financial structure (or, what went wrong) in the 1980s. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 6(1), 72.
53. Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146.
54. Lerner, J., Achleitner, A., Lutz, E., & Herman, K. (2013a, 26. marec). Messer Griesheim (A). *Harvard Business School cases*, 809.
55. Lerner, J., Achleitner, A., Lutz, E., & Herman, K. (2013b, 26. marec). Messer Griesheim (B). *Harvard Business School cases*, 809.
56. Lerner, J., Lutz, E., & Herman, K. (2012, 7. avgust). Messer Griesheim (A) (Abridged). *Harvard Business School cases*, 1.
57. Lesjak, I. (2016a, 13. julij). Ponovni predlog prodaje. *AJPES*. Najdeno 1. februarja 2017 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/eObjave/rezultati.asp?podrobno=0&id_skupina=51&tipdolznika=-1&tippostopka=-1&id_skupinavrsta=-1&id_skupinapodvrsta=-1&dolznik=nfd+holding&oblika=&ms=&ds=&ststevilka=&sodisce=-

- 1&datumdejanja_od=&datumdejanja_do=&sys_zacetekobjave_od=&sys_zacetekobjave_do=&maxrec=10&frm_pos=1
58. Lesjak, I. (2016b, 1. december). Izredno poročilo. *AJPES*. Najdeno 1. februarja 2017 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/eObjave/rezultati.asp?podrobno=0&id_skupina=51&tipdolznika=-1&tippostopka=-1&id_skupinavrsta=-1&id_skupinapodvrsta=-1&dolznik=nfd+holding&oblika=&ms=&ds=&ststevilka=&sodisce=-1&datumdejanja_od=&datumdejanja_do=&sys_zacetekobjave_od=&sys_zacetekobjave_do=&maxrec=10&frm_pos=1
 59. LJSE – Ljubljana Stock Exchange, Inc. (2017,16. januar). *Rezultati iskanja vrednostnih papirjev*. Najdeno 16. januar 2017 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=662&sstr=mkog&submit.x=0&submit.y=0>
 60. Lockey, R. (2014, 17. december). How did J.P. Morgan finance \$480 mn to pay Andrew Carnegie? *Quora*. Najdeno 5. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.quora.com/How-did-J-P-Morgan-finance-480-mn-to-pay-Andrew-Carnegie>
 61. Long, W. F. (1993). *The financial performance of whole company LBOs / by William F. Long, David J. Ravenscraft*. Washington, D.C. : Bureau of the Census.
 62. Long, W. F., & Ravenscraft, D. J. (1993). LBOs, Debt and R&D Intensity. *Strategic Management Journal*, 14(1), 119–135.
 63. Ma. F., (2016, 11. avgust). Vlada podjetju Melamin odobrila 1,5 milijona evrov nepovratnih sredstev. *Delo*. Najdeno 8. januar 2017 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/podjetja/vlada-podjetju-melamin-odobrila-1-5-milijona-evrov-nepovratnih-sredstev.html>
 64. Macabus, LLC. (b.l.). *Capital Structure of an LBO*. Najdeno 8. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://macabacus.com/valuation/lbo/capital-structure>
 65. McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal Of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
 66. Melamin d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Melamim d.d. za leto 2011*. Kočevje: Melamin d.d.
 67. Melamin d.d. (2012a, 18.april). *Prečiščeno besedilo statuta*. Najdeno 16. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.ajpes.si/prs/podjetjeSRG.asp?s=1&e=120402>
 68. Melamin d.d. (2012b, maj). *Poenostavljeni prospekt za uvrstitev novih delnic družbe*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/poenostavljen_prospekt_za_uvrstitev_novih_delnic_druzbe_Melamin_d.d._Kocevje_na_borzni_trg.pdf
 69. Melamin d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Melamim d.d. za leto 2014*. Kočevje: Melamin d.d.
 70. Melamin d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Melamim d.d. za leto 2015*. Kočevje: Melamin d.d.
 71. Melamin d.d. (2016a). *Letno poročilo podjetja Melamim d.d. za leto 2016*. Kočevje: Melamin d.d.

72. Melamin d.d. (2016b). *Nerevidirano poročilo o poslovanju Melamin d.d. za prvo polovico leta 2016*. Kočevje: Melamin d.d.
73. Melamin d.d. (2016c). *Obvestilo o sklepih 24. skupščine*. Kočevje: Melamin d.d.
74. Melamin d.d. (2017). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d. za leto 2017*. Kočevje: Melamin d.d.
75. Messer Group GmbH. (2004). *Financial report 2004*. Sulzbach: Messer Group GmbH.
76. Messer Group GmbH. (2005). *Financial report 2005*. Sulzbach: Messer Group GmbH.
77. Messer Group GmbH. (2006). *Financial report 2006*. Sulzbach: Messer Group GmbH.
78. Messer Group GmbH. (2007). *Financial report 2007*. Sulzbach: Messer Group GmbH.
79. Messer Griesheim Holding AG. (2002). *Consolidated Financial Statements 2002 Messer Griesheim Holding AG*. Najdeno 13. decembra 2016 na spletnem naslovu http://old.messergroup.com/de/Info_Download/geschaeftsberichte/2000_2009/Konzernabschluss-2002-english.pdf
80. Migliavacca, G., & Richter, A. (2016, 18. maj). Moody's affirms Allnex B1 CFR and assigns (P)B1 to its new bank facilities; stable outlook. *Moody's*. Najdeno 2. februarja 2017 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/Moodys-affirms-Allnex-B1-CFR-and-assigns-PB1-to-its--PR_348958
81. Mihajlović, N. (2006, 22. maj). Cerkev zapustila Melamin, prišli Italijani. *Finance*. Najdeno 16. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.finance.si/153517/Cerkev-zapustila-Melamin-prisli-Italijani>
82. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An Empirical Analysis. *Journal Of Financial Economics*, 20(1/2), 293–315.
83. M.M. (2016, 15. september). Melaminov dobiček v polletju višji. *Dolenjski List*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.o-sta.com/msg.php?id=17474>
84. Nuplex Industries Ltd. (2016, 11. april). *Nuplex signs Scheme Implementation Agreement with Allnex*. Najdeno 2. februarja 2017 na spletnem naslovu www.nuplex.com/Corporate/getattachment/...f440.../document.aspx
85. Olsen, J., Gagliano, S., Wainwright, F., & Blaydon, C. (2003). Note on Leveraged Buyouts. *Scribd*. Najdeno 2. februar 2017 na spletnem naslovu <https://www.scribd.com/document/89575527/Notes-on-LBO>
86. Opler, T. C. (1992). Operating Performance in Leveraged Buyouts: Evidence from 1985-1989. *Financial Management*, 21(1), 27–34.
87. Ovrebekk, H. (2005, 14. Oktober). OMV, IPIC complete buyout of Borealis. *ICIS*. Najdeno 7. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.icis.com/resources/news/2005/10/14/1013696/omv-ipic-complete-buyout-of-50-of-borealis/>

88. Palepu, K. G. (1990). Consequences of leveraged buyouts. *Journal Of Financial Economics*, (1), 247.
89. Pettit, B. (2014, 2. februar). The return of the leveraged buyout 'locusts'. *Financial Times*. Najdeno 24. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.ft.com/content/6235cb46-882a-11e3-a926-00144feab7de>
90. Pflug, K., Harimann, B., & He, S. (2011). Private equity in the chemical industry (I). *China Chemical Reporter*, 22(21), 13.
91. Philippe, D., & Alain, S. (2003). The Impact of Lbos on Investment Policies and Operations of Acquired French Firms. *Issues of the journal*, 1(2), 53–64.
92. Pindur, D. (2007). *Value Creation In Successful Lbos* (doktorska disertacija). Ulm: Univerza Ulm.
93. Polanič, M. (2013, 7. Marec). Posle bodo pregledali revizorji. *Dnevnik*. Najdeno 17. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.dnevnik.si/1042579830>
94. Polanič, M. (2015, 7. januar). Vzpon in padec Valantovega NFD Holdinga. *Dnevnik*. Najdeno 17. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.dnevnik.si/1042702489/posel/novice/vzpon-in-padec-valantovega-nfd-holdinga>
95. Renneboog, L., Simons, T., & Wright, M. (2005). Leveraged Public to Private Transactions in the UK. Najdeno 7. novembra 2016 na spletnem naslovu https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=704302
96. Roumeliotis, G. (2013, 28. avgust). Analysis: After mega-LBO boom, a massive private equity cleanup. *Reuters*. Najdeno 7. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/us-lbohangover-analysis-idUSBRE97R08E20130828>
97. Roxburgh, C., Lund, S., Lippert, M., White, O.L., & Zhao, Y. (2009). The New Power Brokers: How Oil, Asia. Hedge Funds, and PE Are Fearing the Financial Crisis. *Mckinsey & Company*. Najdeno 6. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/how-the-new-power-brokers-are-faring-in-financial-crisis>
98. Santangelo, M., & Veseli, S. (2014, 5. september). Rating Action: Moody's confirms Agrokors's B2 corporate family rating; outlook stable. *Moodys*. Najdeno 6. novembra 2016 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/Moodys-confirms-Agrokors-B2-corporate-family-rating-outlook-stable--PR_307701
99. Schmidt, D., Steffen, S., & Szabó, F. (2010). Exit strategies of buyout investments: An empirical analysis. *Journal Of Alternative Investments*, 12(4), 58–84.
100. Silbernagel, C., & Vaitkunas, D. (2012). Mezzanine Finance. *Bond Capital*. Najdeno 8. novembra 2016 na spletnem naslovu http://www.salvador-montoro.com/uploads/3/2/0/7/3207272/mezzanine_finance_12.pdf
101. Sovdat, P. (2016a, 22. junij). Dve leti po tem, ko je Todorić zavlada Mercatorju, se pripravlja, da spusti del imperija iz rok. *Finance*. Najdeno 6. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8846556>

102. Sovdat, P. (2016b, 15. februar). Bo Studio Moderna nekoč najbogatejšega Slovenca Češka dobil nove lastnike? *Finance*. Najdeno 24. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8841493>
103. Sovdat, P., & Kupec, B. (2015, 14. junij). Razkrivamo: to naj bi bila 'zadnja ponudba Cinvena za Telekom'. *Finance*. Najdeno 28. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8823675/Razkrivamo-to-naj-bi-bila-zadnja-ponudba-Cinvena-za-Telekom>
104. Speciale, A., & Black, J. (2016, 10. marec). Draghi Expands ECB Stimulus With More QE and Lower Rates. *Bloomberg*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-10/ecb-cuts-all-rates-as-qe-boosted-to-80-billion-euros-a-month>
105. STA – Slovenska tiskovna agencija. (2010, 16. november). NFD Holding prodaja Melamin za 7,6 milijona evrov. *Finance*. Najdeno 16. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.finance.si/294879/NFD-Holding-prodaja-Melamin-za-76-milijona-evrov>
106. STA – Slovenska tiskovna agencija. (2016, 26. Maj). *Skupna bruto dodana vrednost se približuje predkriznemu obdobju*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.o-sta.com/msg.php?id=17474>
107. Šolar, P. (2014, 19. september). Melamin ob 60-letnici delovanja zagnal kotlovnico na lesno biomaso. *E-utrip.si*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.e-utrip.si/melamin-ob-60-letnici-delovanja-zagnal-kotlovnico-na-lesno-biomaso/>
108. Tappeiner, F., Howorth, C., Achleitner, A., & Schraml, S. (2012). Demand for private equity minority investments: A study of large family firms. *Journal Of Family Business Strategy*, 3(1), 338–51.
109. Talmor, E., & Vasvari, F. (2011). *International private equity / Eli Talmor and Florin Vasvari*. Chichester : Wiley.
110. Transparency Market research. (2015, 2. december). *Melamine Market for Adhesives & Sealants, Laminates, Molding Compounds, Paints & Coatings, and Other Applications-Global Industry Analysis, Size, Share, Growth, Trends and Forecast 2015–2023*. Najdeno 13. januar 2017 na spletnem naslovu <http://www.transparencymarketresearch.com/melamine-market.html>
111. Vučkovič, N. (2017, 15. januar). *Delovanje odvetniških pisarn v primerih izterjave terjatev* [intervju v odvetniški pisarni]. Ljubljana: Eurocenter.
112. Yousfi, O. (2011). Exit Routes in LBO: Does Leverage Solve Risk-Taking Problem? *IUP Journal Of Behavioral Finance*, 8(3), 61–78.
113. Zachariadis, K., & Favilukis, J. (2014). *AF 230 Alternative Investments*. London: London School of Economics and Political Science.
114. Zahra, S. A., & Fescina, M. (1991). Will leveraged buyouts kill U.S. corporate research & development? *Executive (19389779)*, 5(4), 7–21.
115. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 65/09-UPB, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – Odl. US, 82/13 in 55/15.

116. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS* št. 79/06, 67/07 – ZTFI, 1/08, 68/08, 35/11 – ORZPre75, 105/11 – Odl. US, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13 – ZS-K, 25/14 in 75/15.
117. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih. *Uradni list RS* št. 75/15, 74/16 – ORZNVP48 in 5/17.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam najpogosteje uporabljenih kratic	1
Priloga 2: BDV na zaposlenega v obdobju med 2009 in 2015 v družbi Melamin d.d.....	2
Priloga 3: Doseganje strateških ciljev družbe Melamin d.d.	3
Priloga 4: Razlika v donosnosti (angl. High yield spread), merjeno kot OAS index vseh obveznic in trenutne (angl. spot) cene zakladnih menic Združenih Držav Amerike (angl. Treasury curve).....	4
Priloga 5: Karakteristike prodaje LBO družb skozi čas	5
Priloga 6: Prikaz optimizacije poslovanja družbe v obdobju med decembrom 2000 in decembrom 2003	6
Priloga 7: Primerjava primerljivih transakcij v panogi industrijski plini v obdobju med 2000 in 2003	7
Priloga 8: Projekcije izkaza poslovnega izida družbe Melamin za predmetno obdobje	8
Priloga 9: Projekcije bilance stanja družbe Melamin za predmetno obdobje	9
Priloga 10: Projekcije izkaza denarnih tokov družbe Melamin za predmetno obdobje	10
Priloga 11: Projekcija ustvarjanja donosa pri upravljanju družbe Melamin v predmetnem obdobju	11

PRILOGA 1: Seznam najpogosteje uporabljenih kratic

ASU:	Kisikova tovarna (angl. <i>Air separation unit</i>)
BDV:	Bruto dodana vrednost
CAGR:	Povprečna letna stopnja rasti (angl. <i>Compound annual growth rate</i>)
CAPEX:	Vlaganja v osnovna sredstva (angl. <i>Capital expenditures</i>)
DDPO:	Davek na dohodek pravnih oseb
EBITDA:	Poslovni izid po davkih povečan za davek od dohodka pravnih oseb, obresti in amortizacijo
ECB:	Evropska centralna banka
EU:	Evropska unija
FCF:	Prosti denarni tok (angl. <i>Free cash flow</i>)
IPIC:	Družba International Petroleum Investment Company
IPO:	Prva javna ponudba (angl. <i>Initial public offering</i>)
IRR:	Notranja stopnja rasti (angl. <i>Internal rate of return</i>)
JV:	Skupne naložbe (angl. <i>Joint ventures</i>)
KDD:	Klirinško Depotna družba
KKR:	Družba Kohlberg Kravis Roberts & Co.
LBO:	Prevzem s finančnim vzvodom (angl. <i>Leveraged buyout</i>)
LJSE:	Ljubljanska borza
MBO:	Prevzem podjetja s strani zaposlenih (angl. <i>Management buyout</i>)
MIG:	Družba Messer Industrie GmbH
MKOG:	Delnica družbe Melamin
NFD:	Neto finančni dolg
PE LBO:	Skladi tveganega kapitala specializirani za prevzeme s finančnim vzvodom
PE:	Sklad tveganega kapitala (angl. <i>Private equity</i>)
PIK:	Plačilo obresti z novoizdanimi vrednostnimi papirji (angl. <i>Payment-in-kind</i>)
R&R:	Raziskave in razvoj
RLBO:	Obratni prevzem s finančnim vzvodom, takoimenovan obratni LBO (angl. <i>Reverse leveraged buyout</i>)
SPV:	Projektno podjetje (angl. <i>Special purpose vehicle</i>)
ZDA:	Združene države Amerike
ZGD-1:	Zakon o gospodarskih družbah

PRILOGA 2: BDV na zaposlenega v obdobju med 2009 in 2015 v družbi Melamin d.d.

Tabela 1: BDV na zaposlenega v obdobju med 2009 in 2015 v družbi Melamin d.d.

Postavka	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BDV na zaposlenega	36.101	42.911	48.138	50.778	55.958	60.672	68.863

Vir: Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamin d.d. za leto 2015, 2015

PRILOGA 3: Doseganje strateških ciljev družbe Melamin d.d.

Tabela 2: Doseganje strateških ciljev družbe Melamin d.d.

Postavka	Strategija	Letno poročilo 2015
BDV na zaposlenega (v €)	40.000	68.863
Vrednost prodaje na zaposlenega (v €)	160.000	244.000
Donos kapitala (v odstotkih)	10	14
Delež investicij v realizaciji (v odstotkih)	8	9
Delež izvoza (v odstotkih)	80	88
Delež strateških izdelkov v svetovni niši	5 do 10	⁴⁵

Vir: Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamin d.d. za leto 2015, 2015.

⁴⁵ Ni podatka

PRILOGA 4: Razlika v donosnosti (angl. High yield spread), merjeno kot OAS index vseh obveznic in trenutne (angl. spot) cene zakladnih menic Združenih Držav Amerike (angl. Treasury curve)

Slika 1: Razlika v donosnosti (angl. High yield spread), merjeno kot OAS index vseh obveznic in trenutne (angl. spot) cene zakladnih menic Združenih Držav Amerike (angl. Treasury curve)



Vir: FRED – Federal Reserve Bank o St. Louis, BofA Merrill Lynch US High Yield Option-Adjusted Spread, 2017

PRILOGA 5: Karakteristike prodaje LBO družb skozi čas

Tabela 3: Karakteristike prodaje LBO družb skozi čas

nastanek LBO	1970– 1984 (v %)	1985– 1989 (v %)	1990– 1994 (v %)	1995– 1999 (v %)	2000– 2002 (v %)	2003– 2005 (v %)	2006– 2007 (v %)	celotno obdo- bje (v %)
Vrsta prodaje:								
stečajni postopek	7	6	5	8	6	3	3	6
IPO	28	25	23	11	9	11	1	14
prodano strateškemu kupcu	31	35	38	40	37	40	35	38
prodano finančnemu kupcu	5	13	17	23	31	31	17	24
prodano LBO skladu	2	3	3	5	6	7	19	5
prodano vodstvu (angl. <i>management</i>)	1	1	1	2	2	1	1	1
ostalo/nepoznano	26	18	12	11	10	7	24	11
število prodaj do Novembra 2007	3	5	9	27	43	74	98	54
odstotek transakcij prodanih v roku:								
24 mesecev	14	12	14	13	9	13		12
60 mesecev	47	40	53	41	40			42
72 mesecev	53	48	63	49	49			51
84 mesecev	61	58	70	56	55			58
120 mesecev	70	75	82	73				76

Vir: S. N. Kaplan & P. Strömberg, *The Journal of Economic Perspectives*, 2009, str. 121–146.

PRILOGA 6: Prikaz optimizacije poslovanja družbe v obdobju med 31.12.2000 in 31.12.2003

Tabela 4: Prikaz optimizacije poslovanja družbe v obdobju med 31.12.2000 in 31.12.2003

Število zaposlenih	dec.00	dec.01	dec.02	dec.03	Razlika	CAGR obdobja (v %)
Nemčija	2600	2244	2208	2134	-466	-6,40
Severna Amerika	1400	1163	996	1093	-307	-7,90
Zahodna Evropa (brez Nemčije)	1100	1017	997	916	-184	-5,90
Vzhodna Evropa	2600	2369	2283	2130	-470	-6,40
Azija, Afrika, Latinska Amerika	2500	1555	741	871	-1629	-29,00
Vsi zaposleni	10200	8348	7225	7144	-3056	-11,20
Produktivnost zaposlenih (v 000)						
Prihodek na zaposlenega	166	194	211	210		-8,00
EBITDA na zaposlenega	35	44	56	56		-16,90
CAPEX na zaposlenega	32	15	19	18		-17,40

Vir: J. Lerner, A. Achleitner, E. Lutz, & K. Herman, Messer Griesheim, 2013a.

PRILOGA 7: Primerjava primerljivih transakcij v panogi industrijski plini v obdobju med 2000 in 2003

Tabela 5: Primerjava primerljivih transakcij v panogi industrijski plini v obdobju med 2000 in 2003

Tarča	Datum	Prevzemnik	Vrednost družbe (v \$ mio.)	Mnogokratnik zadnjih 12 mesecev od		
				Prodaje	EBITDA	EBIT
Evropa						
Wa Moek's Machine	mar.00	Linde	206	1.99x	9.4x	16.4x
AGA	avg.00	Linde	4500	2.49x	10.5x	21.3x
BOC (Beneluks in Nemški trg)	jan.99	Air Liquide	166	2.49x	Ni podatka	19.4x
Calor Group Plc	jan.97	SHV Holding Co Ltd.	383	2.19x	16.1x	32.6x
Carborus Metalicos	oct.96	Air Products	587	2.20x	9.2x	13.7x
Soudure Autogene Francaise	dec.94	Air Liquide	81	0.57x	Ni podatka	Ni podatka
Argon	jul.93	Praxair Iberica	43	0.60x	Ni podatka	3.3x
Severna Amerika						
Gas Tech	sep.97	Praxair	58	1.35x	Ni podatka	Ni podatka
Praxair	nov.96	AGA	200	3.33x	Ni podatka	Ni podatka
CBI	mar.96	Praxair	2.149	1.10x	7.6x	12.7x
			Povprečje	1.93x	7.6x	12.7x
			Mediana	1.35x	7.6x	12.7x
			Skupaj maksimalno	3.33x	16.1x	32.8x
			Skupaj povprečje	1.88x	10.7x	17.2x
			Skupaj mediana	2.19x	10.0x	17.0x
			Skupaj minimalno	0.57x	7.6x	3.3x

Vir: J. Lerner, E. Lutz, in K. Herman, Messer Griesheim (A) (Abridged), 2012

PRILOGA 8: Projekcije izkaza poslovnega izida družbe Melamin za predmetno obdobje

Slika 2: Projekcije izkaza poslovnega izida družbe Melamin za predmetno obdobje

Izkaz poslovnega izida družbe Melamin d.d. - prevzem s finančnim vzvodom											
	Zgo.	Zgo	Zgo	1	2	3	4	5	6	7	
	2014	2015	2016	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023				
Kosmati donos	44.989.118,00 €	46.604.064,00 €	44.003.425,00 €	44.883.493,50 €	45.332.328,44 €	45.785.651,72 €	46.243.508,24 €	46.705.943,32 €	47.173.002,75 €	47.644.732,78 €	
% rasti		3,6%	-5,6%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Stroški blaga, materiala in storitev	33.241.667,00 €	33.477.114,00 €	30.566.098,00 €	30.969.610,52 €	31.279.306,62 €	31.592.099,69 €	31.908.020,68 €	32.227.100,89 €	32.549.371,90 €	32.874.865,62 €	
Bruto marža	11.747.451,00 €	13.126.950,00 €	13.437.327,00 €	13.913.882,99 €	14.053.021,81 €	14.193.552,03 €	14.335.487,55 €	14.478.842,43 €	14.623.630,85 €	14.769.867,16 €	
% marža	26,1%	28,2%	30,5%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Stroški dela	5.478.851,00 €	5.656.318,00 €	5.736.823,00 €	5.789.970,66 €	5.802.538,04 €	5.814.777,77 €	5.826.682,04 €	5.838.242,91 €	5.849.452,34 €	5.860.302,13 €	
% od kosmatega donosa	12,2%	12,1%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	12%	12%	12%
Drugi stroški (prihodki)	110.031,00 €	132.427,00 €	155.254,00 €	120.000,00 €	120.000,00 €	120.000,00 €	120.000,00 €	120.000,00 €	120.000,00 €	120.000,00 €	
EBITDA	6.158.569,00 €	7.338.205,00 €	7.545.250,00 €	8.003.912,32 €	8.130.483,78 €	8.258.774,26 €	8.388.805,52 €	8.520.599,51 €	8.654.178,51 €	8.789.565,03 €	
% marža	13,7%	15,7%	17,1%	17,8%	17,9%	18,0%	18,1%	18,2%	18,3%	18,4%	
Amortizacija	4.202.625,00 €	4.396.918,00 €	4.191.342,00 €	4.174.164,90 €	4.215.906,54 €	4.258.065,61 €	4.300.646,27 €	4.343.652,73 €	4.387.089,26 €	4.430.960,15 €	
EBIT	1.955.944,00 €	2.941.287,00 €	3.353.908,00 €	3.829.747,43 €	3.914.577,23 €	4.000.708,65 €	4.088.159,25 €	4.176.946,79 €	4.267.089,26 €	4.358.604,88 €	
% marža	4,3%	6,3%	7,6%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,1%	
Finančni izid	- 257.161,00 € -	- 175.491,00 € -	- 87.934,00 € -	- 854.721,30 € -	- 734.721,30 € -	- 614.721,30 € -	- 494.721,30 € -	- 374.721,30 € -	- 254.721,30 € -	- 134.721,30 € -	
Poslovni izid pred davki	1.698.783,00 €	2.765.796,00 €	3.265.974,00 €	2.975.026,13 €	3.179.855,94 €	3.385.987,36 €	3.593.437,95 €	3.802.225,49 €	4.012.367,96 €	4.223.883,59 €	
Davek od dobička	0	0	5.393,00 €	297.502,61 €	317.985,59 €	338.598,74 €	359.343,80 €	380.222,55 €	401.236,80 €	422.388,36 €	
Čisti poslovni izid	1.698.783,00 €	2.765.796,00 €	3.260.581,00 €	2.677.523,52 €	2.861.870,34 €	3.047.388,62 €	3.234.094,16 €	3.422.002,94 €	3.611.131,16 €	3.801.495,23 €	
IPI predpostavke											
Kosmati donos (letna rast)	0	3,6%	-4%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Strošek mateteriala... (% marža)	73,9%	71,8%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%
Strošek dela (% od k.d.)	12,2%	12,1%	12,8%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	
amortizacija (% od k.d.)	9,3%	9,4%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	
obrestna mera			0,015	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
DDPO	0	0	0	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

Vir: Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamim d.d. za leto 2016, 2016.

PRILOGA 9: Projekcije bilance stanja družbe Melamin za predmetno obdobje

Slika 3: Projekcije bilance stanja družbe Melamin za predmetno obdobje

Bilanca stanja družbe Melamin d.d. - prevzem s finančnim vzvodom																			
	Zgo.	Zgo.	Zgo.	Pripojitev		1	2	3	4	5	6	7							
	2014	2015	2016	Proj.	2016	Proj.	2017	Proj.	2018	Proj.	2019	Proj.	2020	Proj.	2021	Proj.	2022	Proj.	2023
Neopredmetena sr., dolg. AČR in dobro ime	152.729,00 €	44.795,00 €	37.648,00 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €	1.344.921,40 €
opredmetena os. sr. Začetno stanje				24.017.261,00 €	22.092.760,00 €	21.958.109,52 €	21.822.112,53 €	21.684.755,58 €	21.546.025,05 €	21.405.907,22 €	21.264.388,22 €	21.121.454,02 €	21.000.000,00 €	20.880.000,00 €	20.760.000,00 €	20.640.000,00 €	20.520.000,00 €	20.400.000,00 €	20.280.000,00 €
CapEx				2.266.841,00 €	4.039.514,42 €	4.079.909,56 €	4.120.708,65 €	4.161.915,74 €	4.203.534,90 €	4.245.570,25 €	4.288.025,95 €	4.330.000,00 €	4.372.000,00 €	4.414.000,00 €	4.456.000,00 €	4.498.000,00 €	4.540.000,00 €	4.582.000,00 €	4.624.000,00 €
amortizacija				4.191.342,00 €	4.174.164,90 €	4.215.906,54 €	4.258.065,61 €	4.300.646,27 €	4.343.652,73 €	4.387.089,26 €	4.430.960,15 €	4.475.000,00 €	4.519.000,00 €	4.563.000,00 €	4.607.000,00 €	4.651.000,00 €	4.695.000,00 €	4.739.000,00 €	4.783.000,00 €
opredmetena os. sr. končno stanje	25.758.802,00 €	25.840.298,00 €	24.017.261,00 €	22.092.760,00 €	21.958.109,52 €	21.822.112,53 €	21.684.755,58 €	21.546.025,05 €	21.405.907,22 €	21.264.388,22 €	21.121.454,02 €	21.000.000,00 €	20.880.000,00 €	20.760.000,00 €	20.640.000,00 €	20.520.000,00 €	20.400.000,00 €	20.280.000,00 €	20.160.000,00 €
dolgoročne finančne naložbe	240.573,00 €	160.358,00 €	1.128.500,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €	2.561.562,00 €
ostala dolg. sredstva	90.934,00 €	67.510,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €	62.162,00 €
Vsota dolgoročnih sredstev	26.243.038,00 €	26.112.961,00 €	25.245.571,00 €	26.061.405,40 €	25.926.754,92 €	25.790.757,93 €	25.653.400,98 €	25.514.670,45 €	25.374.552,62 €	25.233.033,62 €	25.090.099,42 €	24.950.000,00 €	24.810.000,00 €	24.670.000,00 €	24.530.000,00 €	24.390.000,00 €	24.250.000,00 €	24.110.000,00 €	23.970.000,00 €
denar in ekvivalenti	198.142,00 €	587.045,00 €	527.963,00 €	527.963,00 €	470.338,91 €	287.442,58 €	413.815,03 €	727.682,84 €	1.358.218,67 €	2.181.247,66 €	3.067.518,59 €	4.000.000,00 €	5.000.000,00 €	6.000.000,00 €	7.000.000,00 €	8.000.000,00 €	9.000.000,00 €	10.000.000,00 €	11.000.000,00 €
terjatve	9.125.490,00 €	9.506.942,00 €	10.080.481,00 €	9.282.914,32 €	9.099.667,18 €	9.190.663,85 €	9.157.130,34 €	9.122.007,10 €	9.085.265,69 €	9.046.877,24 €	9.137.346,01 €	9.228.000,00 €	9.319.000,00 €	9.410.000,00 €	9.501.000,00 €	9.592.000,00 €	9.683.000,00 €	9.774.000,00 €	9.865.000,00 €
zaloga	4.557.084,00 €	4.261.502,00 €	4.229.227,00 €	4.219.506,51 €	4.303.896,64 €	4.346.935,60 €	4.390.404,96 €	4.434.309,01 €	4.478.652,10 €	4.523.438,62 €	4.568.673,01 €	4.614.000,00 €	4.659.000,00 €	4.704.000,00 €	4.749.000,00 €	4.794.000,00 €	4.839.000,00 €	4.884.000,00 €	4.929.000,00 €
kratkoročne finančne naložbe	18.450,00 €	18.930,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €	484.422,00 €
ostala kratk. sredstva	95.164,00 €	100.909,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €	167.738,00 €
Vsota kratkoročnih sredstev	13.994.330,00 €	14.475.328,00 €	15.489.831,00 €	14.682.543,82 €	14.526.062,73 €	14.477.202,03 €	14.613.510,33 €	14.936.158,96 €	15.574.296,45 €	16.403.723,52 €	17.425.697,61 €	18.450.000,00 €	19.475.000,00 €	20.500.000,00 €	21.525.000,00 €	22.550.000,00 €	23.575.000,00 €	24.600.000,00 €	25.625.000,00 €
Vsota sredstev	40.237.368,00 €	40.588.289,00 €	40.735.402,00 €	40.743.949,22 €	40.452.817,65 €	40.267.959,97 €	40.266.911,31 €	40.450.829,41 €	40.948.849,08 €	41.636.757,13 €	42.515.797,02 €	43.450.000,00 €	44.400.000,00 €	45.350.000,00 €	46.300.000,00 €	47.250.000,00 €	48.200.000,00 €	49.150.000,00 €	50.100.000,00 €
kratk. Obv. do dob.	8.140.550,00 €	8.141.136,00 €	7.109.106,00 €	7.715.669,04 €	7.747.013,95 €	7.700.285,93 €	7.651.848,64 €	7.601.672,59 €	7.677.689,31 €	7.754.466,21 €	7.832.010,87 €	7.910.000,00 €	7.988.000,00 €	8.066.000,00 €	8.144.000,00 €	8.222.000,00 €	8.300.000,00 €	8.378.000,00 €	8.456.000,00 €
PČR	248.004,00 €	220.935,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €	260.718,00 €
kratk. Fin. obv.	2.812.660,00 €	1.481.262,00 €	1.374.904,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €	3.000.000,00 €
vsota kratk. obv.	11.201.214,00 €	9.843.333,00 €	8.744.728,00 €	10.976.387,04 €	11.007.731,95 €	10.961.003,93 €	10.912.566,64 €	10.862.390,59 €	10.938.407,31 €	11.015.184,21 €	11.092.728,87 €	11.170.000,00 €	11.248.000,00 €	11.326.000,00 €	11.404.000,00 €	11.482.000,00 €	11.560.000,00 €	11.638.000,00 €	11.716.000,00 €
dolg. fin. obv.	5.327.899,00 €	4.749.961,00 €	3.368.032,00 €	22.868.032,39 €	19.868.032,39 €	16.868.032,39 €	13.868.032,39 €	10.868.032,39 €	7.868.032,39 €	4.868.032,39 €	1.868.032,39 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
dolg. posl. obv.	82.800,00 €	73.600,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €	64.400,00 €
dolg. PČR	2.990.229,00 €	2.753.573,00 €	2.599.439,00 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €	2.069.053,78 €
Vsota dolg. obv.	8.400.928,00 €	7.577.134,00 €	6.031.871,00 €	25.001.486,17 €	22.001.486,17 €	19.001.486,17 €	16.001.486,17 €	13.001.486,17 €	10.001.486,17 €	7.001.486,17 €	4.001.486,17 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
kapital	20.635.226,00 €	23.167.822,00 €	25.958.803,00 €	4.766.076,01 €	7.443.599,53 €	10.305.469,87 €	13.352.858,49 €	16.586.952,65 €	20.008.955,59 €	23.620.086,76 €	27.421.581,98 €	31.270.000,00 €	35.020.000,00 €	38.770.000,00 €	42.520.000,00 €	46.270.000,00 €	50.020.000,00 €	53.770.000,00 €	57.520.000,00 €
Vsota obveznosti do virov sredstev	40.237.368,00 €	40.588.289,00 €	40.735.402,00 €	40.743.949,22 €	40.452.817,65 €	40.267.959,97 €	40.266.911,31 €	40.450.829,41 €	40.948.849,08 €	41.636.757,13 €	42.515.797,02 €	43.450.000,00 €	44.400.000,00 €	45.350.000,00 €	46.300.000,00 €	47.250.000,00 €	48.200.000,00 €	49.150.000,00 €	50.100.000,00 €
Sredstva - obveznosti	- €	- €	- €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
BS Predpostavke																			
Obrat terjatev	74,0	74,5	83,6	77	74	74	73	72	71	70	70	69	68	67	66	65	64	63	62
obrat zaloge	37,0	33,4	35,1	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
plačilo obv. do dob.	66,0	63,8	59,0	64	63	62	61	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60

Vir: Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamin d.d. za leto 2016, 2016.

PRILOGA 10: Projekcije izkaza denarnih tokov družbe Melamin za predmetno obdobje

Slika 4: Projekcije izkaza denarnih tokov družbe Melamin za predmetno obdobje

Izkaz denarnih tokov družbe Melamin d.d. - prevzem s finančnim vzvodom									
	Zgo	1	2	3	4	5	6	7	
	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Denarni tokovi pri poslovanju									
Čisti poslovni izid	3.260.581,00 €	2.677.523,52 €	2.861.870,34 €	3.047.388,62 €	3.234.094,16 €	3.422.002,94 €	3.611.131,16 €	3.801.495,23 €	
Amortizacija	4.191.342,00 €	4.174.164,90 €	4.215.906,54 €	4.258.065,61 €	4.300.646,27 €	4.343.652,73 €	4.387.089,26 €	4.430.960,15 €	
Vsota	7.451.923,00 €	6.851.688,41 €	7.077.776,89 €	7.305.454,23 €	7.534.740,42 €	7.765.655,67 €	7.998.220,42 €	8.232.455,38 €	
Spremembe obratnega kapitala									
terjatve	- 573.539,00 €	183.247,14 €	- 90.996,67 €	33.533,50 €	35.123,24 €	36.741,42 €	38.388,45 €	- 90.468,77 €	
zaloge	- 66.829,00 €	84.390,13 €	- 43.038,97 €	43.469,36 €	- 43.904,05 €	- 44.343,09 €	- 44.786,52 €	- 45.234,39 €	
AČR	0	0	0	0	0	0	0	0	
obveznosti do dob.	- 1.032.030,00 €	31.344,91 €	- 46.728,02 €	- 48.437,28 €	- 50.176,06 €	76.016,73 €	76.776,89 €	77.544,66 €	
PČR	- 114.351,00 €	0	0	0	0	0	0	0	
druge obv.	0	0	0	0	0	0	0	0	
(povečanje)/ zmanjšanje obratnega kapitala	- 1.786.749,00 €	130.201,92 €	- 180.763,66 €	- 58.373,14 €	- 58.956,87 €	68.415,05 €	70.378,82 €	- 58.158,50 €	
Denarni tok iz poslovanja	5.665.174,00 €	6.981.890,33 €	6.897.013,23 €	7.247.081,10 €	7.475.783,56 €	7.834.070,72 €	8.068.599,24 €	8.174.296,88 €	
Denarni tokovi pri investiranju									
CapEx	- 2.266.841,00 €	- 4.039.514,42 €	- 4.079.909,56 €	- 4.120.708,65 €	- 4.161.915,74 €	- 4.203.534,90 €	- 4.245.570,25 €	- 4.288.025,95 €	
ostale investicijske aktivnosti	- 1.433.062,00 €	0	0	0	0	0	0	0	
Denarni tok pri naložbenju	- 3.699.903,00 €	- 4.039.514,42 €	- 4.079.909,56 €	- 4.120.708,65 €	- 4.161.915,74 €	- 4.203.534,90 €	- 4.245.570,25 €	- 4.288.025,95 €	
Denarni tokovi pri financiranju									
Izdatki za odplačilo fin. obv.	- 1.451.905,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	
dividende	- 490.220,00 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	
Denarni tok iz financiranja	- 1.942.125,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	- 3.000.000,00 €	
Presežek denarnih sredstev iz obdobja	- 59.082,00 €	- 57.624,09 €	- 182.896,33 €	126.372,44 €	313.867,82 €	630.535,82 €	823.028,99 €	886.270,93 €	
začetno denarno stanje	587.045,00 €	527.963,00 €	470.338,91 €	287.442,58 €	413.815,03 €	727.682,84 €	1.358.218,67 €	2.181.247,66 €	
končno denarno stanje	527.963,00 €	470.338,91 €	287.442,58 €	413.815,03 €	727.682,84 €	1.358.218,67 €	2.181.247,66 €	3.067.518,59 €	
Predpostavke DT									
CapEx v kosmatem donosu	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%

Vir: Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamin d.d. za leto 2016, 2016.

PRILOGA 11: Projekcija ustvarjanja donosa pri upravljanju družbe Melamin v predmetnem obdobju

Slika 5: Projekcija ustvarjanja donosa pri upravljanju družbe Melamin v predmetnem obdobju

Donos na upravljanje družbe Melamin d.d. - prevzem s finančnim vzvodom										
	Proj. 1-12 2016	Proj. 1 2017	Proj. 2 2018	Proj. 3 2019	Proj. 4 2020	Proj. 5 2021	Proj. 6 2022	Proj. 7 2023	Povprečje	
prodajni mnogokratnik EBITD/ EBITDA	6	7.545.250,00 €	8.003.912,32 €	8.130.483,78 €	8.258.774,26 €	8.388.805,52 €	8.520.599,51 €	8.654.178,51 €	8.789.565,03 €	8.654.781,02 €
Vrednost družbe (EV)		45.271.500,00 €	48.023.473,94 €	48.782.902,65 €	49.552.645,59 €	50.332.833,09 €	51.123.597,08 €	51.925.071,07 €	52.737.390,18 €	51.928.686,11 €
Vsota finančne dolga denar in ekvivalenti		25.868.032,39 €	22.868.032,39 €	19.868.032,39 €	16.868.032,39 €	13.868.032,39 €	10.868.032,39 €	7.868.032,39 €	4.868.032,39 €	4.868.032,39 €
Neto finančni dolg		527.963,00 €	470.338,91 €	287.442,58 €	413.815,03 €	727.682,84 €	1.358.218,67 €	2.181.247,66 €	3.067.518,59 €	3.067.518,59 €
Vrednost kapitala ob prodaji kapitalski vložek	4.766.076,01 €	19.931.430,61 €	25.625.780,47 €	29.202.312,84 €	33.098.428,22 €	37.192.483,55 €	41.613.783,36 €	46.238.286,34 €	50.936.876,38 €	50.128.172,31 €
Donos na vložek		4,18	5,38	6,13	6,94	7,80	8,73	9,70	10,69	10,52
IRR		318,2%	131,9%	83,0%	62,3%	50,8%	43,5%	38,3%	34,5%	34,2%

	Proj. 1-12 2016	Proj. 1 2017	Proj. 2 2018	Proj. 3 2019	Proj. 4 2020	Proj. 5 2021	Proj. 6 2022	Proj. 7 2023	povprečje	
kapitalski vložek	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €	- 4.766.076,01 €
	19.931.430,61 €	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		25.625.780,47 €	0	0	0	0	0	0	0	0
			29.202.312,84 €	0	0	0	0	0	0	0
				33.098.428,22 €	0	0	0	0	0	0
					37.192.483,55 €	0	0	0	0	0
						41.613.783,36 €	0	0	0	0
							46.238.286,34 €	0	0	0
								50.936.876,38 €	0	0
									50.128.172,31 €	0

Vir: Melamin d.d., Letno poročilo podjetja Melamin d.d. za leto 2016, 2016.