

# ИНДУСТРИЈА НА ПРИВАТЕН КАПИТАЛ – ШТО Е, КАКО ФУНКЦИОНИРА И ЗОШТО Е ЗНАЧАЈНА И ЗА МАКЕДОНИЈА?

*Циѓари, колачиња и 24 милијарди долари, што може да ѝ рѓне на лошо?*



Димитар Фуна  
Авторот е економист

Во доцните осумдесетти години на минатиот век, на познатиот Вол стрит се испишуваше историја. На 20 октомври 1988 година, Џонсон, извршниот директор на РЈР Набиско (RJR Nabisco) поднесе официјална понуда да ги откупи сите акции на компанијата по цена од \$75 по акција. Повеќе од еден месец и 4 конкурентски понуди подоцна, Одборот на директори на РЈР Набиско ја прифати понудата на ККР, (ПК – приватен капитал [PE – Private equity]) ПК-компанија, од 109 долари по акција. Со оваа трансакција вредна 24 милијарди долари, РЈР Набиско премина од јавно тргувана компанија во приватна и истовремено ја обезбеди титулата за најголем бајоут во историјата.

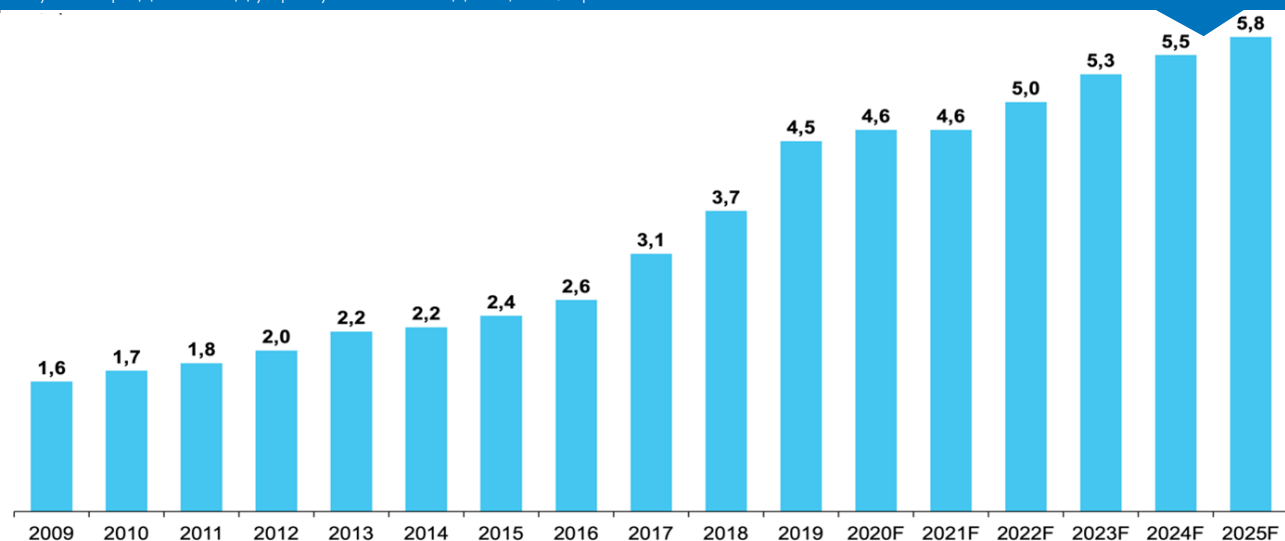
За голем број од нас, РЈР Набиско не е препознатливо име, но доколку некогаш сте купиле орео колачиња или користите брендови како Камел или Винстон, тогаш вие сте нивни клиент. Всушност, РЈР и Набиско беа две одделни компании, едната фокусирана на тутун и поврзани производи, додека Набиско работеше

во кондиторскиот сектор. Во текот на осумдесеттите, кога во САД се потврдија негативните ефекти на цигарите и продажбата започна да опаѓа, менаџментот на РЈР одлучува да го диверзифицира своето портфолио и во 1985 година се спојуваат со Набиско. За љубопитните, целосната приказна за РЈР Набиско е овековечена во книга и филм, во слободен превод наречени „Варварите пред портите“ (Barbarians at the gate).

Преку примерот на РЈР Набиско, идејата на оваа колумна е да го насочи фокусот кон индустрија која е исклучително неразвиена во Македонија, со само еден активен фонд и 2 инвестиции во последните 5 години, а тоа е во слободен превод – приватен капитал.

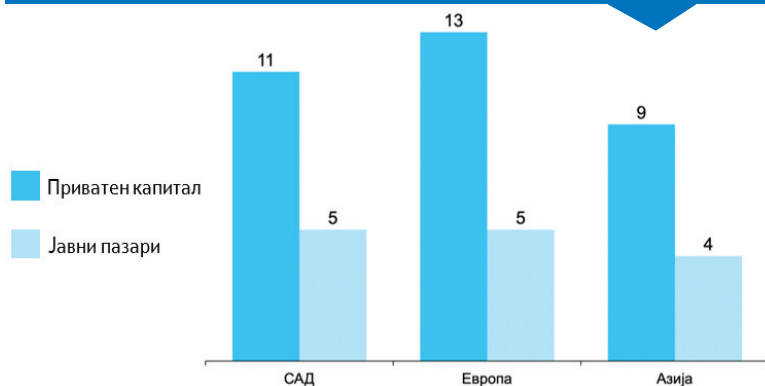
## Вовед во ПК-индустријата

Како индустрија, ПК (PE) е термин кој најчесто се користи за компании кои во основа се друштва за управување со средства, односно инвестициски друштва. Всушност, најголемата разлика меѓу друштвата за управување со инвестициски фондови и ПК-компаниите се



Извор: Делојт

Агрегирана просечна интерна стапка на поврат (IRR) од 2000 до 2020 година, во %



Извор: Bain & Co.

во инструменти (сопственички удели, корпоративни обврзници и други должнички инструменти) на компании со чии акции не се тргува на берза или во акции на јавно тргувани друштва, но со цел да ги приватизираат. Втора значителна разлика е вклученоста во управувањето со бизнисот. ПК-компаниите имаат структуриран пристап за тоа како да ја зголемат вредноста на компаниите во портфолиото. Во зависност од самата трансакција и компанијата која е купена, често подразбира користење на огромни износи на долг, реструктурирање или дури „распарчување“ на купената компанија и распродавање на одделните делови.

Самиот бизнис-модел се состои од неколку чекори:

### 1. Прибирање на капитал

Овие друштва работат на основање на фондови, односно прибирање на одредена сума средства од инвеститори. Сите

обврски во однос на регулатива, документација за собирање на овие средства и основање на фонд спаѓаат во овој дел од процесот.

### 2. Алокација на капиталот

Веројатно најзначајниот дел е алокацијата, односно каде ќе се инвестираат собраните средства. Секој од фондовите основан од компанијата ќе има инвестициски хоризонт – временска рамка во која треба да се вратат средствата на инвеститорите и инвестициска стратегија, како и одредени ограничувања во однос на инструментите или индустриите во кои ќе инвестира.

### 3. „Излез“ од инвестициите и враќање на капиталот на инвеститорите

Причината за постоење на ПК-фондови е да генерираат приноси за инвеститорите. За да се случи тоа, ПК-фондовите мора да ги продадат уделите во компаниите во кои инвестирале. Со оваа операција се генерира профит или загуба која потоа се редистрибуира до крајните инвеститори.

За крај, овие ПК-компаниии генерираат приходи најчесто од два големи извори: управувачки провизии на секој од фондовите (најчесто околу 2 %), провизии поврзани со перформансите на самиот фонд (во просек околу 20 % од приносите). Сепак, не ретко, овие компании генерираат значителни суми на приходи од консултантски и управувачки услуги на самите компании во портфолиото или преку дивидендна рекапитализација.

Дивидендна рекапитализација е интересен концепт за инвеститори кои сакаат да обезбедат поврат на капитал во краток

временски интервал. Всушност, дивидендна рекапитализација се случува кога компанија, во сопственост на ПК-фирма, се задолжува за да исплати дивиденда кон самата ПК-фирма. На овој начин се намалува ризикот на ПК-фондот со тоа што веќе добива одреден дел од инвестираните средства назад и може повторно да ги алоцира во нови претпријатија.

### ПК денес: историја и трендови

Некои сметаат дека уште во 1901 година Хенри Фипс, со парите од продажбата на Карнеги стил, го формираше првиот ПК-фонд преку кој купуваше приватни компании. Сепак, интересно е да се види експоненцијалниот раст на средствата со кои управуваат ПК-компаниите. За 17 години, сумата на готовина со која управува ПК-индустријата порасна за 360 % и Делојт проценува дека ќе достигне 6 трилиони долари до 2025 година.

Една од причините за експоненцијалниот раст на средствата под управување е релативниот однос меѓу приносите на приватните и „јавните“ пазари, мерено според стапката на поврат на инвестицијата (Internal rate of return – IRR)..

Првичната реакција на секој кога ги гледа податоците би била, доколку ПК-компаниите се толку подобри во генерирање на високи приноси, тогаш зошто воопшто некој би инвестирал во јавно тргувани претпријатија. Одговорот се наоѓа во начинот на финансирање на инвестициите. Всушност, една од најголемите одлики на ПК-фирмите е дека работат со исклучително високо ниво на задолжување. Технички ПК-фирмите финансираат огромен дел од своите инвестиции со должнички инструменти. Пластичен пример за влијанието на долгот врз стапките на принос е, на пример, инвестиција од 100 долари која исплаќа дивиденда од \$10. Доколку инвестицијата е целосно финансирана со сопствени средства, тогаш приносот на капитал изнесува 10 %. Но, ПК-фондот би инвестирал \$20 од сопствените средства и \$80 од должнички инструменти. При истата дивиденда од \$10 и под претпоставка од трошоци за камати и слично од \$2, истата инвестиција генерира поврат на капи-

тал од \$8 долари, односно 40 %.

### ПК 101: три начини за зголемување на вредноста на компаниите во портфолиото

Еден од начините за остварување приходи на ПК-компаниите се претходно споменатите провизии поврзани со перформансите на самиот фонд. Па така, перформансот на одреден фонд зависи од разликата во вредноста на компаниите во кои инвестирал ПК-фондот. Генерално, ПК-фирмите имаат инвестициски временски хоризонт од 3 до 5 години, односно нивната цел е да ја максимизираат вредноста на компаниите во кои инвестирале.

За да ги разгледаме трите најчести начини на генерирање на вредност треба да се вратиме на основите за тоа како се проценува вредноста на една компанија. Теоретски постојат многу методологии, но двете најпознати се релативни показатели (Multiples) и анализа на сегашната вредност на сите идни готовински текови (Discounted Cash Flow – DCF). Без да навлегуваме во разликите на методологиите, важно е дека релативните показатели се најчесто користени како основа за вреднување на компании и поради тоа ќе бидат користени и во оваа инстанца.

Основната идеја на проценка на вредноста на една компанија се фокусира на неколку значајни принципи. Секој бизнис поседува одредени оперативни средства и тие средства се користат за да се генерира готовина. Па така, инвеститорите купуваат одредена фирма за да добијат пристап до готовината која ќе биде генерирана во иднина. Следствено, вредноста на една фирма (EV-Enterprise value) е пазарната вредност на оперативните средства со кои се генерираат готовинските текови. Овие оперативни средства можат да бидат финансирани или со сопственички капитал или обврски како кредити или корпоративни обврзници. Еден од најкористените релативни показатели е односот меѓу вредноста на компанијата и ЕБИТДА (EV/ЕБИТДА). Технички овој показател покажува колку инвеститорите плаќаат за еден долар од ЕБИТДА.

Замислете компанија која развила мобилна апликација за пристап до матични лекари преку видеоповици и генерира ЕБИТДА од 1 милион долари. При ЕБИТДА-показател од 29, што е просек за овој тип на компании, вредноста на компанијата би била околу 29 милиони долари. Доколку ПК-фирма одлучи да ја преземе оваа компанијата, постојат три најкористени начини за да се генерира вредност.

### 1. Зголемување на релативниот показател

Да кажеме дека одреден ПК-фонд инвестира во мобилната апликација пред ковид-19 кризата, показателот ЕБИТДА на слични компании тогаш изнесувал околу 19, односно вредност на компанијата од \$19 милиони. Тоа значи дека во неколку години, како резултат на атрактивноста на секторот, ПК-фондот ќе генерирал профит од околу 10 милиони долари.

Година	Показател (EV/ЕБИТДА)	ЕБИТДА (во \$ милиони)	Вредност (во \$ милиони)
2019	19x	1	19
2022	29x	1	29

### 2. Зголемување на ЕБИТДА

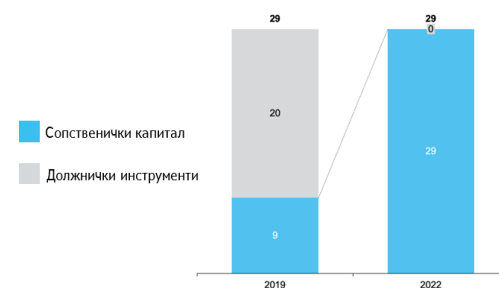
Сепак, постојат индустрии во кои не доаѓа до чести промени на релативниот показател. Ако ПК-компанијата успее да ја зголеми ЕБИТДА за 10 % преку намалени трошоци или зголемени профитни маржи, истата мобилна апликација би вредела 31,9 милиони долари, односно цели \$2,9 милиони повеќе.

Година	Показател (EV/ЕБИТДА)	ЕБИТДА (во \$ милиони)	Вредност (во \$ милиони)
2019	19x	1	19
2022	29x	1	29

### 3. Исплата на долгот

За крај, замислете ситуација каде што ЕБИТДА и релативниот показател остануваат исти. Но, во овој случај купопродажбата на мобилната апликација се извршува со голем износ на кредити. При вредност на компанијата од \$29 милиони, доколку \$20 се обезбедени од кредити, додека \$9 милиони од ПК-фон-

дот, ПК-компанијата може да ги користи готовинските текови од самата мобилна апликација за исплата на долгот. Па така, по 3 или 5 години, долгот е целосно отплатен. При вредност од 29 милиони долари на портфолио компанијата – мобилната апликација, ПК-фирмата успеала да ги претвори своите \$9 милиони во \$29 милиони.



Година	Показател (EV/ЕБИТДА)	ЕБИТДА (во \$ милиони)	Вредност (во \$ милиони)
2019	19x	1	19
2022	29x	1	29

### Можности за ПК-компаниии во Македонија

ПК-компаниите докажаа дека можат да генерираат исклучително високи приноси за своите инвеститори. Но, истовремено, поради високиот степен на експертиза, овие компании многу често водат кон зголемување на продуктивноста, зголемување на ефикасноста и најважно, голем напредок во иновациите на портфолио компаниите. Имајќи ги предвид ниската продуктивност, релативно ниската специјализација, ниската ориентираност кон извоз и оперативно неефикасното управување на голем дел од македонските приватни компании, аргументот дека ПК-фирмите можат позитивно да влијаат на македонскиот пазар е очигледен. Истовремено со новиот бран на преземања на македонски компании, ПК-компаниите добиваат зголемени можности за излез од инвестицијата, односно продавање на портфолио компаниите.

Останува едно прашање кое е неодговорено. Кој ќе го раздвижи пазарот? ■