

Съвременни тенденции на пазара на сливания и придобивания в България

Николай Димитров

УНСС, докторант в катедра „ММО и бизнес“

тел: 0887931634

dimitrov.nikolay@abv.bg;

Резюме: В условията на световна финансова и икономическа криза все по-голямо значение за възстановяване на страните с отворени икономики оказват преките чуждестранни инвестиции в местни компании. Кризата не подмина региона на Централна и Източна Европа, като оказва съществено влияние върху пазарите на сливания и придобивания в тези страни. Настъпиха редица структурни промени в икономиките на страните и нагласата на чуждестранните инвеститори, като това обуславя актуалността и значимостта на разглежданата материя.

Няколко са основните насоки, в които се анализира състоянието на пазара на сливания и придобивания в България. На първо място се разглежда нарасналата привлекателност на целия регион на ЦИЕ от гледна точка на чуждестранните инвеститори. Прави се сравнителен анализ на макроикономически индикатори в тези страни спрямо страните от ЕПС, САЩ и BRIC (Brazil, Russia, India, China).

Разглежда се динамиката на българския пазар на сливания и придобивания в исторически контекст, като са анализирани тенденциите по различни сектори, брой и стойност на сделките. Подробно са разгледани последните тенденции и сделки на пазара от 2010 г., като са направени изводи, че основните фактори, оказващи влияние върху активността в сектор сливания и придобивания, са предимно липсата на ликвидност, желанието за освобождаване от активи, очакванията на страните по сделката за цената.

Анализирани са причините България да запазва привлекателността си като пазар на корпоративни придобивания и потенциалните сектори, които ще генерират в бъдеще значителни като стойност и брой сделки.

Използвани са следните съкращения: ЦИЕ – Централна и Източна Европа; ЕПС – Европейски паричен съюз; БВП – Брутен вътрешен продукт.

Ключови думи: сливания, придобивания, неорганичен растеж, фондове за дялови инвестиции.

JEL: G24, G34.

Периодът на глобална финансова и икономическа криза оказва влияние върху състоянието на икономиките на всички развити страни. Финансовата нестабилност принуди много инвеститори да преразгледат инвестиционните си планове и да ги съобразят с кризисната обстановка. Настъпиха редица структурни промени в икономиките на страните и нагласата на чуждестранните инвеститори, като това обуславя актуалността и значимостта на разглежданата материя.

Кризата не подмина и региона на Централна и Източна Европа, който до 2008 г. бе една от най-привлекателните инвестиционни дестинации, генерираща значителен брой сделки по сливания и придобивания. Нивата на инвестициите, насочени към страните от региона, рязко намаляха, все по-малко чуждестранни компании започнаха да се интересуват от осъществяване на растеж чрез покупка на дял в местни дружества.

На този фон страните от BRIC (Brazil, Russia, India, China) като че ли останаха единствената цел за глобалните инвестиционни капитали – те реализират значителен растеж, дори и в период на глобална криза, като запазват стабилни макроикономически показатели. Въпреки своите предимства обаче, от гледна точка на минали периоди тези страни вече са надценени пазари за преки чуждестранни инвестиции и придобиване на местни компании.

Като цяло сделките по сливания и придобивания са бизнес комбинации, които отразяват зрелостта на даден пазар. Голямо е разнообразието от фактори, определящи активността на тези сделки. Чрез тях много компании се опитват да постигнат уско-

рен растеж и увеличен пазарен потенциал. За част от компаниите те са единственият начин за достъп до уникални материални ресурси и интелектуални способности и продукти. Чрез сделките по сливания и придобивания много дружества успяват да постигнат синергичен ефект, като реализират скритата стойност от подобряване на корпоративното управление и подобряване на организационната структура. За икономиките на страните на придобиваните компании тези сделки са един от най-ефективните начини за получаване на нови технологии и мениджърски умения.

Страните от ЦИЕ Все още имат сравнителни предимства като пазари за сделки по сливания и придобивания както на макро ниво, така и на ниво отделни сектори и компании. Публичният дълг в тези страни е значително по-нисък от този в Индия, Бразилия, ЕС и САЩ. За страните от ЦИЕ публичният дълг е в размер на 25-30 % от БВП, а задлъжнялостта на домакинствата е от порядъка на 20 % от БВП¹. За сравнение – нивата на публична и частна задлъжнялост в ЕС са в рамките на 70-80 %. Глобалната финансова и икономическа криза оказва и положителен ефект върху региона – наблюдава се повишаване на политическа стабилност и опит в управлението на кризисни процеси в ЦИЕ. Повечето правителства от региона са предприели стриктни ограничителни мерки в икономиките, наложена е бюджетна дисциплина и е осъществена икономическа взаимопомощ. Бюджетните дефицити в тези страни са значително по-ниски от тези в ЕПС и страните от PIGS (Portugal, Ireland, Greece, Spain). Въпреки първоначалните очаквания на пазарите, източник на макроикономически рискове се оказват

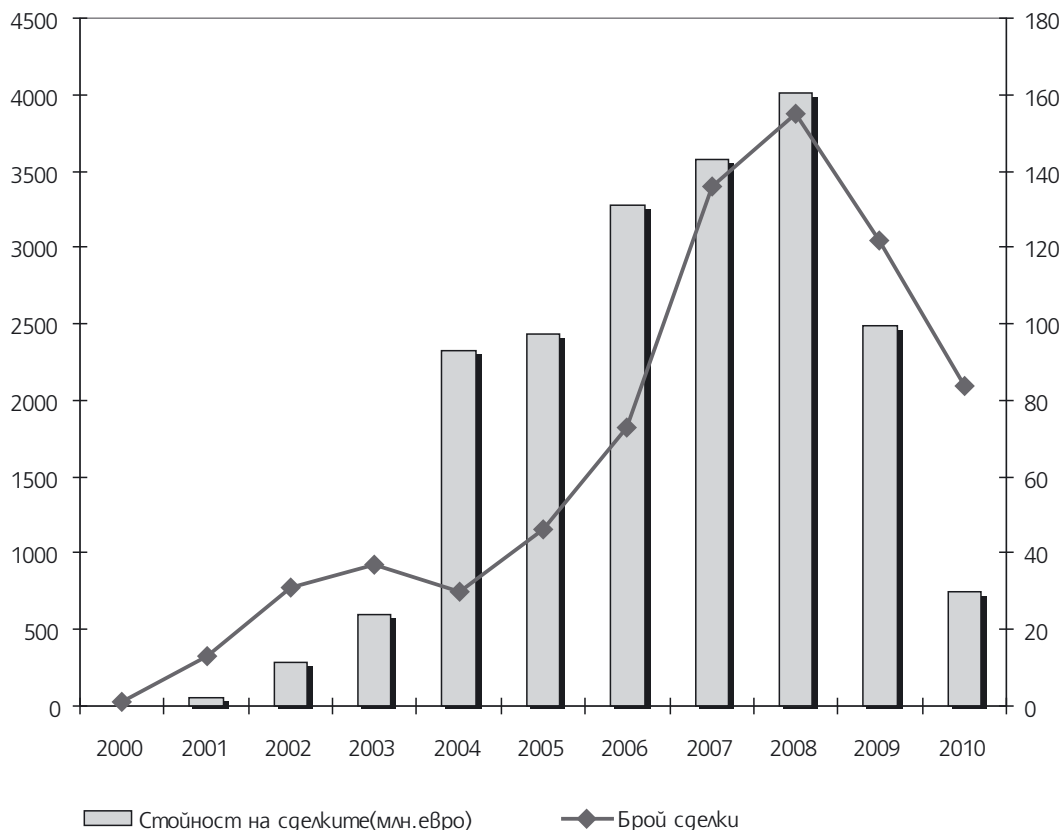
¹ Първанов, Ч., Хаинц Сернец: Сега е моментът за придобивания в България и Източна Европа, в. „Капитал“, 5 ноември 2010 г.

икономиките на страните от Южна Европа, а не ЦИЕ².

Независимо че като брой населението на ЦИЕ е близко до населението на ЕПС или САЩ, Все още БВП на глава от населението е едва 20 % от този в САЩ и 25 % от този в ЕС. Този факт се очаква да бъде естественият източник на бъдещ потенциал за растеж, подкрепен от прогнозите за реален БВП за 2011 г.: очакваният растеж е 3,2 % за ЦИЕ; 1,4 % за САЩ и 1,2 % за ЕПС. Разходите за труд в ЦИЕ, които все още са по-ниски от тези в ЕПС, както и

обезценяването на местните валути, са допълнителни фактори, подкрепящи предимството на ЦИЕ – регионът ще продължи да бъде предпочитана локация, в която ще се изграждат производствените мощности на Европа.

През 2010 г. се наблюдават положителни тенденции в движението на капиталите под формата на чуждестранни инвестиции в местни компании в ЦИЕ. Регистрираният съществен спад в БВП се оказва допълнителен фактор местните компании да бъдат оценявани на значително по-ниски



Фигура 1. Динамика на пазара на сливания и придобивания в България
Източник: Dealwatch

² M&A in CEE-Where we stand? Where we go?-presentation of Reiffeisen Investment AG, November 2010.

стойности. Като резултат големи мултинационални компании се завръщат като инвеститори в ЦИЕ, като се насочват основно към секторите на потребителски стоки, енергетика и комунални услуги, недвижимите имоти и приватизация на телекоми (в Западните Балкани). Започва процес на възстановяване на пазарите на сливания и придобивания и нарастване на броя на сделките през 2011 г., като очакванията са броят им да надмине резултатите от предходната година. Възстановяването на банковото финансиране също се очаква да подкрепи навлизането на финансови инвеститори, като фондовете за дялови инвестиции, в страните от ЦИЕ.

Къде е мястото на България на пазара на сливания и придобивания в ЦИЕ?

За да се проследят тенденциите при сделките по сливания и придобивания в България, е необходимо да се направи анализ на развитието на този пазар. За периода 2000-2010 г. в България са осъществени над 700 сделки по сливания и придобивания на обща стойност над EUR 19 млрд.³

Близко 50 % от сделките в България са осъществени в енергийния сектор, 32 % в сектора потребителски стоки, 10 % при финансови услуги. Ограничените мащаби на българския пазар на сливания и придобивания определят и малките по стойност сделки – тези под EUR 30 млн. са 22 % от всички транзакции⁴. Сделките са осъществявани предимно от чуждестранни стратегически и финансови инвеститори, като български компании са осъществили значително по-малък брой транзакции. Активни на пазара на корпоративни поглъщания са холдинго-

ви структури като Еврохолд България АД, Химимпорт АД, Софарма АД, Алфа Финанс Холдинг АД. Като цяло стойността на придобиванията, осъществени от местни компании, е по-ниска – до BGN 15-20 млн., но се наблюдава тенденция на инвестиционен интерес на български дружества към съседни пазари – за периода 2000-2010 г. са осъществени 49 сделки на стойност над EUR 290 млн.

Важно значение има анализът на динамиката на българския пазар на сливания и придобивания по стойност и брой сделки в отделните сектори. От 2007 г. досега най-атрактивен е секторът телекомуникации с осъществени сделки на обща стойност EUR 2,8 млрд. Следват секторите недвижимите имоти с EUR 2,2 млрд., финансови услуги с EUR 1,65 млрд. и хранително-вкусова промишленост с над EUR 1,5 млрд. По общ брой на осъществените сделки водещ е секторът на недвижимите имоти и строителството (123 сделки), телекомуникациите (74 сделки) и финансовите услуги (57 сделки)⁵.

Анализът показва, че активността на пазара на сливания и придобивания следва етапите на бизнес цикъла – най-добра за корпоративни транзакции е била 2008 г., когато са осъществени 155 сделки на стойност над EUR 4 млрд.. Причините, които определят нарастващата активност в периода от 2003 г. до 2008 г., са няколко: силен ръст на БВП в резултат на провежданата финансова и икономическа политика, приемането на България в НАТО и ЕС, гарантиране на политическа стабилност, достатъчно на брой перспективни сектори, в които компаниите са оценявани на ниски стойности, активност на фондовете за дялов капитал.

³ Dealwatch-Emerging markets M&A information and data-www.securities.com

⁴ Dealwatch-Emerging markets M&A information and data-www.securities.com

⁵ Pak mam.

С навлизането на икономиката на страната в глобалната финансова и икономическа криза осъществяваните сделки по сливания и придобивания значително намаляват. През 2009 г. сделките в България отбелязват спад от 21 % на годишна база, последван от още 34 % през следващата година. През 2010 г. са осъществени едва 84 транзакции, което е най-ниското ниво от 2008 г.

По-голяма част от осъществените сделки са били концентрирани в сектора на недвижимите имоти, следвани от телекомуникациите и търговията. Сделките в тези три сектора са над 95 % от общата стойност на корпоративните сливания и придобивания. Най-голямата сделка за 2010 г. е на стойност EUR 296 млн. и е свързана с дългоочакваната продажба на bTV. Допълнителна активност в сектора на телекомуникациите през годината се дължи на осъществените придобивания на компаниите Спектър Нет АД и Мегалан Нетуърк ООД от Мобилтел АД и продажбата на Национално управление "Радио и телевизионни системи" (НУРТС) от БТК АД. Динамиката в сектора недвижими имоти е свързана с придобиването на „МОЛ Варна“, „МОЛ Русе“ и „МОЛ Стара Загора“⁶.

Стратегическите инвеститори са тези, които определят активността на пазара на сливания и придобивания през 2010 г., като почти липсват сделки, осъществени от фондове за дялови инвестиции – ограниченото кредитиране от страна на банковия сектор затруднява изкупуването на компании от тези фондове. Сделките на чуждестранните инвеститори са повече като обем, но като брой сделките на българските купувачи преобладават. До голяма степен по-голяма част от транзакциите са с компании в затруд-

нено финансово състояние и са осъществени под натиска на обстоятелствата. Нарастването на дела на необслужвани кредити определя и тенденцията търговските банки да осъществяват все повече сделки от типа дълг срещу собственост.

Какви са причините, които са предизвикали сделки по сливания и придобивания през последната година, кои са т.нар. двигатели на тези транзакции в България?

Един от тези фактори е ликвидността и състоянието на финансовите отчети на българските компании. Дружества, които разполагат с ликвидност, придобиват компании в затруднено финансово състояние. Именно глобалната криза се явява факторът, който откроява професионално управляваните компании. Това са дружества, които са успели да прогнозираят бъдещите кризисни явления и са започнали натрупването на резерви още с началото на т.нар. „криза на високо-рисковите ипотечи“ в САЩ. В резултат сега те са в състояние не само да осъществяват дейността си, но и да реализират пазарна експанзия и неорганичен растеж чрез придобивания на компании.

Друг важен мотив за осъществяваните сделки по сливания и придобивания в България е не желанието за реализиране на успешен бизнес, а желанието за освобождаване от активи. Често продажбата на активи е продуктувана от висока задлъжнялост и натиск от страна на банките. Нивата на необслужвани кредити растяха през 2009 г. и 2010 г., като тази тенденцията, макар и със забавящ се темп, продължава и през първото полугодие на 2011 г. Това принуди по-голяма част от банковите мениджъри да се опитат да реализират част от

⁶ Граница, Л., Най-големите сделки в България за 2010 г., в. „Дневник“, 04 януари 2011 г.

Вземанията си чрез продажба на заложен активи. Друг важен фактор е и спада в отпусканото финансиране от страна на търговските банки. През Втората половина на 2010 г. то започна да се възстановява, но вече с много по-голямо внимание към риска – дялът на участието със собствения капитал трябва да е поне 30-40 %. Прогнозираните норми на печалба и оценки също са силно консервативни⁷.

Определящ фактор за ниската активност на пазара на сливания и придобивания е доколко акционерите на компаниите, обект на придобиване, имат реалистични очаквания за цената. Има редица случаи, при които собствениците на компании не приемат оферти за придобиване на база на прекалено високите си очаквания за цената на притежаваното от тях дружество. Тук може да бъде добавен и друг важен аспект, характерен за българския пазар – голяма част от предприемачите все още нямат нагласата да се разделят в даден момент с дял или целия създаден от тях бизнес. Все още не може да бъде осъзнат фактът, че предприемач, успешно създал и развил до определено ниво дадена компания, невинаги има качествата да развие този бизнес на следващо ниво.

Други фактори, определящи малкия брой на осъществени трансакции, са свързани с трудностите, които срещат страните на ниво сделка. Освен посочените проблеми с разминаванията в очакванията за цена и липсващото финансиране, се налага осъществяване на все по-детайлен финансово-правен анализ на придобиваните компании и по-дълъг времеви период, необходим за осъществяване на сделките. Има редица проблеми, свързани със счетоводната отчетност на придобиваните дружества, представяне на финансовите

данни, както и липсата на добро корпоративно управление на компаниите.

Въпреки посочените трудности България запазва потенциала си като пазар за осъществяване на сделки по сливания и придобивания. Причините за това са:

- Макроикономическата рамка на страната се подобрява, като осигурява стабилна среда на потенциалните инвеститори;
- Страната има сравнителни предимства спрямо останалите държави от ЦИЕ в резултат на подценеността на местните компании, което ги прави изключително евтини за придобиване;
- Постепенно се възстановява кредитната активност на банковия сектор, което ще подкрепи навлизането на фондове за дялови инвестиции в страната;
- Потенциални сектори, привлекателни за чуждестранни капитали, са здравеопазването, секторите на потребителски стоки и търговия на дребно, недвижими имоти, медии, енергетика, телекомуникации и възобновяеми енергийни източници.
- Потенциални инвестиции ще бъдат направени предпазливо в добре управлявани или силно подценени компании.

Тенденцията от началото на тази година показва, че пазарът на сливания и придобивания през 2011 г. може да надмине и като брой сделки, и като стойност резултатите от 2010 г. В последните дни на миналата година започна раздвижване на пазара на печатни медии със сделката за покупка на вестниците „Труд“ и „24 часа“, като тази тенденция бе продължена от продажбата на миноритарен дял от дружеството, контролиращо вестник „Стандарт“, на външен инвеститор. Като зна-

⁷ Маркова, З., Намери си купувач, В. „Капитал“, 22 октомври 2010 г.

кови сделки се определят придобиването на "Retail Park Plovdiv" и „Mall of Sofia" от страна на фонда Eurora Capital, част от Rockefeller Group. Тези транзакции показват, че секторът недвижими имоти може да предложи печеливши проекти, както и да привлече интереса на една глобална инвестиционна група към българския пазар, като се очаква активността на фонда да продължи⁸.

В бъдеще вниманието на инвеститорите ще бъде привлечено от печеливши компании, в сектори, устойчиви на цикличност, или в сектори с потенциал за бърз растеж след края на кризата. Такъв е здравният сектор, който тепърва трябва да се обособява като индустрия и който се отличава с ниско качество на здравните услуги и много висок потенциал за растеж. Други традиционно привлекателни сектори, които ще продължат да бъдат атрактивни, са енергетиката, телекомуникациите, бързооборотните стоки, недвижимите имоти, земеделието. Очакванията са България да остане привлекателна дестинация за чуждестранни стратегически и финансови инвеститори, но и да нарасне броят на

транзакциите, осъществявани от местни компании в желанието им да консолидират определен сектор и да постигнат неорганичен растеж.

Литература

1. Границка, Л., Най-големите сделки в България за 2010 г., в. „Дневник“, 04 януари 2011 г.
2. Маркова, З., Намери си купувач, в. „Капитал“, 22 октомври 2010 г.
3. Маркова, Р., Молят на Рокфелер, в. „Капитал“, 10.06.2011 г.
4. Първанов, Ч., Хаинц Сернец: Сега е моментът за придобивания в България и Източна Европа, в. „Капитал“, 5 ноември 2010 г.
5. Dealwatch-Emerging markets M&A information and data-www.securities.com
6. M&A in CEE-Where we stand? Where we go?-presentation of Reiffeisen Investment AG, November 2010. **ИТА**

⁸ Маркова, Р., Молят на Рокфелер, в. „Капитал“, 10.06.2011 г.