

# Jak identifikovat potenciální akviziční cíl?



Michal Křikava

## ***Jak identifikovat potenciální akviziční cíl?***

Tim Horton (THI), Family Dollar (FDO), Forest Laboratories (FRX), AstraZeneca (AZN), Allergan (AGN)... To jsou jen namátkou vybrané společnosti, které se staly v letošním roce předmětem zájmu o převzetí ze strany svých konkurentů a jejichž akcie po zveřejnění těchto akvizičních choutek vystřelily během několika hodin o desítky procent.

Nízké úrokové sazby a snadný přístup k financování v návaznosti na měnovou politiku centrálních bank, rozvahy společností napěchované hotovostí, ale také, navzdory historickým maximům zámožských akciových indexů, atraktivní valuace některých vybraných titulů vytvářejí živnou půdu pro aktivity na poli M&A v letošním roce. Poslední čtvrtletí bylo zvláště bohaté na oznámené akvizice zejména na americkém trhu a aktivističtí investoři typu Ackmana, Einhorna či Icahna zažívají žně. Dle samotného Icahna nebyly na trhu nikdy lepší podmínky pro aktivistické investování, než je tomu právě nyní.

Zveřejnění pouhého zájmu o převzetí některé ze společností zpravidla doprovází rostoucí cena akcie na straně akvírované společnosti, přičemž hranice růstu je dána velikostí akviziční prémie, kterou nabídková cena od případného nabyvatele zahrnuje. Zpravidla není rozhodující, zda jde o převzetí nepřátelské a nevěsta je přivedena k oltáři násilím, či jde o sňatek dobrovolný. Akviziční prémie dosahuje často úrovně v řádu nižších desítek procent (nejčastěji 20 – 30 %) a stávající akcionáři akvizičních cílů stojí zpravidla na straně vítězů. S vyhlídkou zhodnocení investovaných prostředků až o 30 % během jediného dne jsou pak sales oddělení makléřských domů ve stále větší míře konfrontovány přáním svých klientů o tip na další „farmačku, kterou někdo koupí“.

Autor těchto řádků je přesvědčen, že investiční strategie do akciových titulů nemůže být založena na pouhé vyhlídce možného převzetí společnosti jiným podnikatelským subjektem. Realisticky, pouze mizivé procento společností z tisíce veřejně obchodovaných společností obdržely během své existence nabídku k fúzi či převzetí. Investoři by se tedy měli zaměřit především na akcie, jejichž silné fundamenty ospravedlňují zaplacení aktuální tržní ceny a možnost potenciální akvizice by pak měla představovat pouze jakousi třešničku na dortu.

Úsilí o sestavení modelů se schopností predikovat potenciální akviziční cíle ještě před jejich zveřejněním se prolíná od 70. let minulého století akademickou obcí (s protichůdnými výsledky studií) i světem investičních bank na Wall Street. Fúze a akvizice jsou realizovány z celé řady motivů a není v silách žádného modelu je

### **Jak identifikovat potenciální akviziční cíl?**

všechny do jednoho obsáhnout (to ostatně není ani jejich cílem). Vodítkem pro investora, který má chuť vypracovat si vlastní domácí úkol s cílem odhalit společnosti, které se mohou ocitnout v hledáčku finančních či strategických investorů, mohou být níže uvedené profilové charakteristiky. Jejich naplnění zvyšuje pravděpodobnost, že se daná společnost stane akvizičním cílem.

Zejména v případě akvizic formou zadlužených výkupů (LBO) patří mezi hlavní zásady odkupu využití aktiv cílové společnosti a budoucího hotovostního toku jako základu, ze kterého bude akvizice financována. Jedním ze stěžejních požadavků na akvírovanou společnost je proto její schopnost vytvářet **stabilní a předvídatelné hotovostní toky**. Cílové společnosti se stabilnějšími charakteristikami hotovostních toků umožňují akvírující společnosti zapojení vyššího podílu dluhového financování akvizice. V tomto ohledu je důležitou charakteristikou potenciálního akvizičního cíle i jeho schopnost přeměny účetně vykazovaných zisků na peněžní prostředky. Jasná vazba mezi generováním zisků a peněžních prostředků nehraje svou roli pouze ve světle požadavků na obsluhu dluhu. Pro akvírující společnost může být rovněž signálem o spolehlivosti účetně vykazovaných zisků.

**Velké zásoby hotovosti a jiná likvidní neprovozní aktiva** akvírovaných společností jsou vítaným dárkem pro akvírující společnost. Akviziční obchody jsou často financovány dluhem a přebytečná likvidita akvírované společnosti je pak vítaným zdrojem pro umořování jistiny i splátek úroků z dluhu. Přebytečná hotovost v rozvaze akvizičního cíle sama o sobě nepředstavuje pro protagonistu akvizice nějaké jedinečné aktivum na rozdíl od jiných obtížně reprodukovatelných aktiv, které mohou samy o sobě představovat důvod k akvizici společnosti. Ostatně přebytek hotovosti, kterou lze z podniku odčerpat, aniž by byla ohrožena podnikatelská činnost cílové společnosti, se pravděpodobně odrazí (jejím zvýšením) v nabídkové ceně. Syslení hotovosti v rozvaze společnosti při nedostatku dobrých investičních příležitostí však může představovat pro případného akvizičního dravce signál, že společnost není dosavadním managementem řízena ve prospěch svých akcionářů a získáním majoritního podílu ve společnosti a nahrazením stávajícího managementu může při zefektivnění správy společnosti docílit zvýšení hodnoty pro akcionáře.

**Relativně nízké zadlužení** vyhlédnuté společnosti k převzetí umožňuje akvírující společnosti financovat velkou část kupní ceny dluhem a získat mj. dodatečné cash flow z daňových úrokových štítů.

Společnosti, které se ocitají v hledáčku jiných společností, mají obvykle **čistou provozní historii**. Vyznačují se konzistentním tokem příjmů a ustáleným byznysem. Společnosti, kterým hrozil v minulosti bankrot, ztratily v minulosti klíčového zákazníka nebo se vyznačují historií nevyrovnaných kolísavých zisků, představují méně pravděpodobné budoucí kandidáty na akvizici.

**Čitelná kapitálová struktura společnosti** je dalším z atributů, která zvyšuje pravděpodobnost, že investor má co do činění s možným potenciálním cílem převzetí. Akviziční predátoři jsou opatrní s investicemi do společností, které emitovaly konvertibilní dluhopisy nebo různé třídy běžných (kmenových) a prioritních akcií se speciálními hlasovacími právy. Jsou obezřetní před společnostmi, které mají velký podíl konvertibilních dluhopisů, které představují v budoucnu riziko významného rozředění akcionářského podílu. Pokud se investor domnívá, že společnost může být potenciálním akvizičním cílem, měl by se ujistit, že společnost má

### ***Jak identifikovat potenciální akviziční cíl?***

jednu třídu běžných akcií a minimální podíl dluhu, jenž může být v budoucnu přeměněn na běžné akcie.

Cestou, kterou se může investor ubírat, pokud chce zvýšit šanci na nalezení potenciálního akvizičního cíle, je hledat mezi fundamentálně silnými společnostmi v **sektorech, které vykazují nadprůměrnou akviziční aktivitu**. Mezi ty v poslední době patří zejména sektory zdravotní péče a technologií. Nejintenzivnější akviziční aktivita probíhá především v sektoru zdravotní péče. Téměř 4 % společností v tomto sektoru se setkaly během své existence s nabídkou na převzetí. Kombinace zásob hotovosti na pokladně a potřeby farmaceutických společností nahradit v budoucnu příjmy ze svých vlajkových lodí, jimž vyprší patentová ochrana a budou čelit konkurenci levnějších generik, vede ke zvýšenému počtu akvizic biotechnologických firem. Ty současně získávají peněžní prostředky potřebné k uvedení svých léků na trh.

V prosévání jednotlivých možných kandidátů by měl investor upřít svou pozornost rovněž na **akcionářskou strukturu společnosti**. Pokud je akcionářská struktura společnosti koncentrována mezi malý počet velkých akcionářů, je získání hlasovací majority potřebné ke schválení potenciální transakce snadnější a zvyšuje rovněž pravděpodobnost uskutečnění transakce.

V neposlední řadě pak, co se týče atraktivnosti společnosti jako potenciálního cíle k převzetí, hraje stěžejní roli aktuální **ocenění společnosti na trhu**. Akcie společností, jež se obchodují na trhu blízko nebo pod účetní hodnotou svých hmotných aktiv na akcii, představují atraktivnější potenciální cíl. Pro identifikaci trhem nedocenených a tedy podhodnocených společností může investor orientačně využít řadu dalších valuačních měřítek, aniž by v Excelu modeloval budoucí hotovostní toky společnosti, typu EV/EBITDA, P/E, P/BV, jejichž nižší hodnoty ve srovnání s konkurenčními společnostmi v odvětví budou zpravidla zvyšovat jejich atraktivitu coby potenciálního akvizičního cíle.

Cílem mnoha fúzí a akvizic zejména ze strany strategických investorů je docílit úspor z rozsahu. Úspory z rozsahu představují přirozený cíl horizontálních fúzí. Akvizitěři chtějí nakupovat společnosti, které mají potenciál rozvíjet v rámci společného podniku **úspory z rozsahu a dosahovat tak vyšších marží**.

Jak bylo uvedeno v úvodu textu, pohnutek pro fúzi a akvizici je celá řada a některé z nich mohou být v přímém rozporu s výše uvedenými charakteristikami. Zejména fondy soukromého kapitálu se často soustředí na společnosti, které čelí finančním problémům, stojí před restrukturalizací a z logiky věci pak řadu dílčích charakteristik uvedených výše nesplňují. Investor vzpírající se konvenčnímu myšlení může také celý proces identifikace potenciálních akvizičních cílů zcela obrátit a začít od přirozených potenciálních iniciátorů fúzí a akvizic. Mezi ty patří velké společnosti s přebytkem hotovosti, které čelí obtížným podmínkám pro vlastní organický růst a strategie růstu formou akvizic a fúzí může pro ně představovat jedinou (nebo levnější) cestu. Na základě takto vytipovaného potenciálního akvizitéra pak může hledat dle např. produktového portfolia, teritoriálního zastoupení, geografické blízkosti vhodné kamínky do neúplné mozaiky.

Alternativním scénářem pro investora, který se touží svést na současné akviziční vlně a nenechal se odradit nepříznivými statistikami o podílu společností, které se setkaly s nabídkou na převzetí, může být využití již zmiňovaného screeningu některé z velkých investičních bank. Společnosti, které uvízly v jejich filtru, pak

### Jak identifikovat potenciální akviziční cíl?

může podrobit vlastním testovacím investičním kritériím. S vlastním seznamem potenciálních akvizičních cílů pro nadcházejících 12 měsíců přichází počátkem každého roku například Morgan Stanley. Ta v rámci své metodologie jako svá filtrovací kritéria používá dividendový výnos, ukazatel P/BV, velikost dluhu k celkovým aktivům, tržní kapitalizaci, podnikatelský sektor a likviditu akciového titulu. A jak vypadá aktuální seznam banky pro letošní rok 2014?

**Tabulka 1 Potenciální akviziční cíle pro rok 2014 dle Morgan Stanley**

<b><u>Finanční sektor</u></b>	<b>Ticker</b>	<b><u>Energetický sektor</u></b>	<b>Ticker</b>
<u>Nationstar Mortgage Holdings</u>	NSM	Newfield Exploration Co.	NFX
<b><u>Technologie</u></b>		Sandridge Energy Inc.	SD
Brocade Communications Systems	BRCD	Tidewater Inc.	TDW
On Semiconductor Corp.	ONNN	<b><u>Základní materiály</u></b>	
Tibco Software Inc.	TIBX	Cliffs Natural Resources Inc.	CLF
SunPower Corp.	SPWR	Axiall Corp.	AXLL
Ingram Micro Inc.	IM	Domtar Corp.	UFS
Jabil Circuit Inc.	JBL	Royal Gold Inc.	RGLD
SunEdison Inc.	SUNE	<b><u>Spotřebitelský sektor</u></b>	
Teradyne Inc.	TER	Sinclair Broadcast Group Inc.	SBGI
Arris Group Inc.	ARRS	Wendy's Co.	WEN
NeuStar Inc.	NSR	Tempur Sealy International	TPX
<b><u>Telekomunikace</u></b>		Brinker International Inc.	EAT
Crown Castle International .	CCI	Bally Technologies Inc.	BYI
SBA Communications Corp.	SBAC	DreamWorks Animation Inc.	DWA
Level 3 Communications Inc.	LVLT	J.C. Penney Co.	JCP
Windstream Holdings Inc.	WIN	American Eagle Outfitters Inc.	AEO
Frontier Communications Corp.	FTR	Ingredion Inc.	INGR
<b><u>Zdravotní péče</u></b>		Hain Celestial Group Inc.	HAIN
Celgene Corp.	CELG	Hillshire Brands Co.	HSH
Express Scripts Holding Co.	ESRX	Whitewave Food Co.	WWAV
WellPoint Inc.	WLP		
Regeneron Pharmaceuticals Inc.	REGN		
Alexion Pharmaceuticals Inc.	ALXN		
Aetna Inc.	AET		
Cigna Corp.	CI		
Becton Dickinson & Co.	BDX		
Cerner Corp.	CERN		

Zdroj: marketwatch.com