

## Finančný inžinier v akcii

Od konca 50. rokov sa vo vyspelých kapitalistických krajinách vyvinuli rôzne formy finančného inžinierstva (neberieme teraz do úvahy derivátové štruktúry a derivátový biznis) pri tzv. „corporate actions“, čo sú udalosti vyplývajúce z rozhodnutia predstavenstva spoločnosti. Medzi tie špeciálne inžinierske môžeme zaradiť: Leveraged Buyout, Shares Buyback, Spin Off a Convertible Bonds. V našom článku si stručne predstavíme jednotlivé druhy „corporate actions“, kedy sa používajú a kto z nich profituje. Začneme s Leveraged Buyout (LBO).

**Leveraged Buyout (LBO)** – jedná sa o akvizíciu inej spoločnosti, použitím významného množstva cudzieho kapitálu (či už bankový úver, alebo dlhopisy), ktorým sa splatí cena akvizície. Aktíva a Cash Flow preberanej spoločnosti sú použité ako kolaterál pri získavaní cudzieho kapitálu. Pri LBO zvykne bývať pomer 10% vlastný kapitál (equity) a 90% cudzí kapitál (debt). Paradoxne tak zvykne platiť, že čím je lepšia a kvalitnejšia preberaná spoločnosť, tým viac cudzieho kapitálu sa dá získať a tým je finančná páka (ergo Leveraged Buyout) vyššia. Keďže sa jedná o veľmi vysoký leverage, emitované dlhopisy zvyknú bývať „mezzanine“ a jedná sa o podradený dlh, tzv. junior debt. Tento typ dlhopisov je v prípade bankrotu vyplácaný až po dlhopisoch typu „senior debt“, známych ako nadradený dlh. Práve vďaka tomuto majú junior dlhopisy vysoký výnos a sú v kategórii High Yield. Senior bondy majú nižší výnos a môžu sa objaviť aj v kategórii Investment Grade. Pre obe zúčastnené strany sa jedná o win-win situáciu, pretože preberajúca spoločnosť dokáže zvýšiť Return on Equity vďaka finančnej páke a investor dostane vyšší výnos na dlhopis, ktorý je síce mezzanine, ale je kolateralizovaný. Nevýhodou LBO je často krát príliš vysoký úrok, ktorý zaberá veľkú časť Cash Flow firmy a v prípade poklesu Cash Flow sa môže spoločnosť dostať do finančných problémov.

Prvým LBO bol nákup Pan-Atlantic Steamship Company od spoločnosti McLean Industries, Inc. v roku 1955. McLean si požičal 42 mil. USD a emitoval akcie za 7 mil. USD.

**Shares Buyback** – je to spätný odkup vlastných akcií spoločnosťou. Firmy najčastejšie používajú na odkúpenie akcií tendre, kde oznámia cenu, za ktorú budú akcie od akcionárov nakupovať (cena musí byť vyššia ako aktuálna tržobná cena, aby akcionári mali záujem akcie predat'), alebo to robí spoločnosť okamžite niekoľko dní na sekundárnom trhu. Firma následne akcie drží na svojich knihách ako „Treasury Stock“, ktoré sa môžu použiť na re-emisiu. Dôvodom na nákup vlastných akcií je viac: Firma môže považovať svoje akcie na trhu za podhodnotené, oznámením nákupu sa zvýši ich cena. Ďalej sa môže jednať o daňovú výhodu, keďže kapitálové zisky majú nižšiu daň, ako dane z dividend. Niekedy to spoločnosti robia aj ako motiváciu pre zamestnancov, ktorí (hlavne v USA) vlastnia opcie na akcie, alebo priamo zamestnanecké akcie.

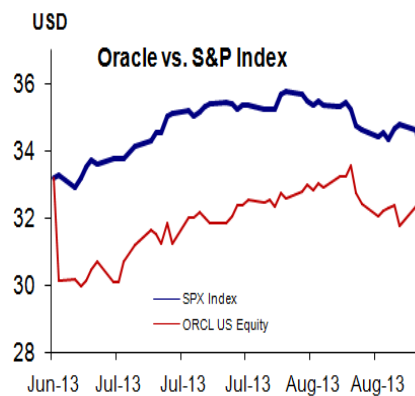
Fundamentálny dôvod je pre akcie rast ich ceny (aj keď na efektívnom trhu by to na ceny akcií nemalo mať žiadny vplyv, pretože z trhu síce zmizne dané množstvo akcií, ale spoločnosť má o danú sumu nižší cash, ergo čistý efekt by mal byť neutrálny).

## Grafické informácie

**Tabuľka č. 1:** Zoznam zaujímavých Buybackov v 2013

Spoločnosť	Hodnota (\$ Mld.)	% z celkového počtu akcií
Home Depot HD	17	17.8
AT&T	11	5.5
GE GE	10	4.2
PepsiCo PEP	10	9
United Parcel Service UPS	10	16.7
American Express AXP	9.9	13.6
3M MMM	7.5	10.8
United Technologies UTX	5.4	6.6
Texas Instruments TXN	5	13.7
Lowe's Cos. LOW	5	11.8
Qualcomm QCOM	5	4.4
Bank of America BAC	5	3.8

**Graf č. 1:** Vývoj akcií spoločnosti Oracle po ohlásení Buybacku



## VYPRACOVAL

Peter Bukov, senior analytik

**CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s.**

Ulica 29. Augusta 36,

811 09 Bratislava

tel: +421 2 2070 6880

e-mail: [info@capitalmarkets.sk](mailto:info@capitalmarkets.sk)

[www.capitalmarkets.sk](http://www.capitalmarkets.sk)

Uvedený zoznam akcií nesmie byť chápaný ako investičné odporúčanie, ale iba ako východisko pre ďalšie skúmanie prostredníctvom fundamentálnych metód oceňovania, ako i technickej analýzy vývoja ceny a objemov na burze.

Upozornenie! Všetky obchody s cennými papiermi môžu viesť ako k ziskom, tak i k stratám. Všetky informácie týkajúce sa pravidiel vypracúvania a šírenia investičných odporúčaní podľa §132e až § 132n zákona 566/2001 o cenných papieroch nájdete na [www.capitalmarkets.sk/ID](http://www.capitalmarkets.sk/ID). Dohľad nad činnosťou spoločnosti CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s. vykonáva Národná banka Slovenska. Zdroj informácií: Bloomberg.

Na reálnom trhu však zvykneme vidieť rast akcií. Najvyšší efekt má Buyback na valuáciu. Spoločnosť pri udržaní ziskov dokáže reportovať vyššie zisky na akciu (EPS), vďaka poklesu free-float akcií. Tým tak pre danú firmu klesne ukazovateľ P/E a stáva sa z pohľadu valuácii lacnejšou, čo môže prilákať ďalších kupcov a potlačiť cenu ďalej nahor.

Za najzaujímavejšie bubacky v roku 2013 považujeme Home Depot (17 mld. USD), Oracle (12 mld. USD), Qualcomm (5 mld. USD)

**Spin off** – Spoločnosť oddelí jednu svoju časť, divíziu alebo pobočku a táto firma začína fungovať ako samostatná podnikateľská entita. Oddelená spoločnosť si zoberie majetok, technológie, intelektuálne vlastníctvo z materskej spoločnosti. Od oddelených spoločností sa očakáva, že budú mať vyššiu hodnotu ako samostatné entity, než ako člen veľkého iného biznisu. Akcionári starej spoločnosti dostávajú ekvivalentný podiel v novej spoločnosti, čím sa kompenzuje strata hodnoty pôvodných akcií. Stáva sa aj, že akcionári dostávajú warranty alebo opcie na akcie novej firmy.

Vo väčšine prípadov materská spoločnosť pomáha rozbehnúť sa novej spoločnosti. Môže to byť napríklad pomocou investovania kapitálu, materská spoločnosť sa môže stať prvým zákazníkom, čím pomôže rozbehnúť Cash Flow a chod novej firmy, môže dodať technické vybavenie a personál atď.

Medzi známe spin offy patria napríklad: DreamWorks Animation z DreamWorks Studio, Nuage Networks z Alcatel Lucent, a AOL, ktorý sa odtrhol od Time Warner. AOL bol ale demerger, pretože sa predtým včlenil do Time Warneru.

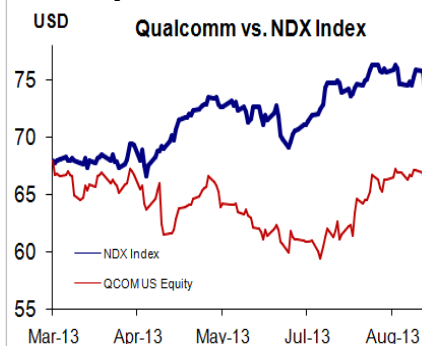
**Convertible Bonds** – je to dlhopis, ktorý okrem kupónového výnosu a istiny ponúka možnosť zameniť istinu za akcie spoločnosti v nominálnej hodnote istiny. Konvertibilný dlhopis je hybridný cenný papier, ktorý obsahuje „takmer opčnú“ možnosť na akcie danej firmy. Vydávajú ich hlavne firmy, ktoré sú na trhu nové a ponúkajú značnú možnosť rastu (kedy sa predpokladá, že akcie firmy budú prudko rásť), alebo ich emitujú spoločnosti s nízkym kreditným ratingom. Opčná možnosť kúpy akcií je kompenzovaná nižším kupónom, ako pri rovnakých nekonvertibilných dlhopisoch. Investor získa možnosť nakúpiť akcie, ktoré majú väčší potenciál rásť, no na druhej strane má stále istinu v dlhopise, ktorá musí byť splatená, keď dlhopis maturuje. Toto tak umožňuje vytváranie konvertibilnej arbitráže, keď investor má dlhú pozíciu na dlhopise a krátku pozíciu na akciách danej spoločnosti. Cena konvertibilného dlhopisu má tendenciu hýbať sa spolu s cenou akcie, ak akcie klesajú, klesá aj bond (ale investor má fixný kupón a istinu), ak akcie rastú, rastie aj cena dlhopisu.

Pre emitenta je výhodou to, že dlhopisy emituje s nižším výnosom a v prípade exekúcie konvertibility mu zmizne povinnosť zaplatiť istinu a teda zmizne dlh. Cudzí kapitál sa zmení na vlastný. Investor však príde o časť svojej istiny, keďže cena akcií vďaka „stock dilution“, teda emisii nových akcií, bude mať jemnú tendenciu klesnúť.

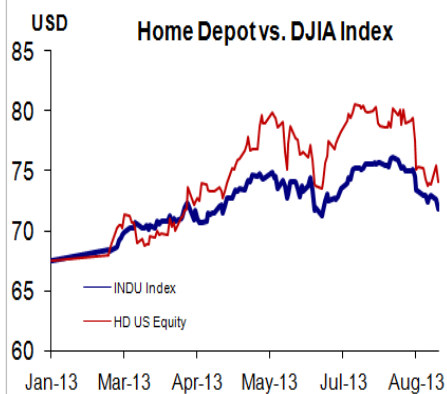
Bond musí obsahovať pár základných informácií, ako napr. konverznú cenu, za ktorú investor dostane akcie; prémii pri emisii, podľa konverznej ceny a aktuálnej trhovej ceny akcie; maturitu; kupón a iné.

## Grafické informácie

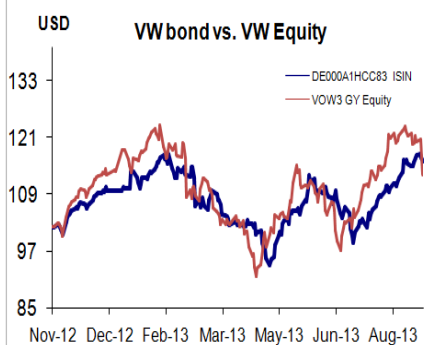
**Graf č. 2:** Vývoj akcií spoločnosti Qualcomm po ohlásení Buybacku



**Graf č. 3:** Vývoj akcií spoločnosti Home Depot po ohlásení Buybacku



**Graf č. 4:** Vývoj konvertibilného dlhopisu a akcií spoločnosti Volkswagen



## VYPRACOVAL

Peter Bukov, senior analytik

**CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s.**

Ulica 29. Augusta 36,

811 09 Bratislava

tel: +421 2 2070 6880

e-mail: [info@capitalmarkets.sk](mailto:info@capitalmarkets.sk)

[www.capitalmarkets.sk](http://www.capitalmarkets.sk)