

## Analiza: Skriti biseri cerkljanskega holdinga Certa

Analiza lastniškega spopada: zakaj špekulante, najbogatejše Slovence in DUTB mika malo poznana Certa?

Jure Ugovšek, ČASNIK FINANCE [27.08.2017](#) 18:00



Globlje se zakopljete v bilance Certe, njene denarne tokove in lastniške povezave, več je vprašanj, zakaj se na različnih poslovnih subjektih kopiči toliko presežne količine denarja. In prav ti milijoni evrov večini slovenskega sveta manj poznano Certo in njeno 54-odstotno lastnico Certo Holding delajo zanimivo prevzemno tarčo. V zadnjem obdobju smo tako spremljali nakupe borznih špekulantov, uprava je brez pooblastil skupščine kupovala lastne delnice Certe, zanimanje izkazuje eden najbogatejših Slovencev, ob vsem tem pa svojo pozicijo krepi še DUTB. Ob tem pa še statut, ki enemu delničarju preprečuje več kot desetodstotno lastništvo. Si lahko predstavljate boljši scenarij za kapitalsko srhljivko?

Najprej pod drobnogled vzemimo Certo, ki je v 54-odstotni lasti Certe Holdinga, za katero se vnema prevzemni spopad. Matična družba ima v lasti četrtino uspešne predelovalne družbe Eta Cerčno, celotno družbo Hotel Cerčno in večino kobariške družbe Tik, ki je povsem nezadolžena in ima veliko (prostih) denarnih sredstev.

### Prekipevajo od denarja

Matična družba Certa je imela na zadnji lanski dan za 3,7 milijona evrov denarnih sredstev. Poleg tega so imeli dva milijona evrov vezanih depozitov po obrestni meri med 0,2 in 0,3 odstotka naloženih pri slovenskih bankah, milijon pa so po 0,9-odstotni obrestni meri posodili hčerinski družbi Hotel Cerčno.

Kot likvidno premoženje bi lahko šteli tudi 16.540 delnic Zavarovalnice Triglav, ki so po petkovem tečaju vredne približno 450 tisoč evrov. Letos so kot četrtinski lastnik ob znižanju osnovnega kapitala Ete prejeli še poltretji milijon evrov. Certa ima tako po vrnjenih posojilih in sproščenih depozitih med devetimi in desetimi milijoni evrov bolj ali manj likvidnega premoženja.

### Skriti biseri bilance Certe

V bilanci naložbo v 25-odstotni lastniški delež družbe Eta Cerčno vrednotijo na 8,1 milijona evrov. Pri tej vrednosti je kazalnik EV/EBITDA 1,3 (gre za kazalnik, ki je pogosto v rabi pri vrednotenju), kar se v času najvišjih vrednotenj naložb v zadnjih letih zdi precej nizko.

Delnice na ljubljanski borzi po večini kotirajo pri vrednosti kazalnika med pet in šest. Eta se v zadnjih letih ponaša z visoko dobičkovno maržo in bi kot takšna lahko upravičevala visoko vrednotenje, sploh če upoštevamo, da so imeli lani kar 18 milijonov evrov denarja na računu, kar je pomenilo ogromnih 41 odstotkov vseh sredstev. Po lanskim sicer najboljšim rezultatom v zgodovini je vrednost četrtine družbe Eta pri kazalniku EV/EBITDA 6 dobrih 20 milijonov evrov. To je za 12 milijonov več od prikazane v bilanci.

Podjetje Tik iz Kobarida, ki se ukvarja s proizvodnjo medicinskih pripomočkov za enkratno uporabo, v zadnjih letih s samim poslovanjem ne prepriča. Posluje s pozitivno ničlo. Samega donosa za lastnika tako ni ustvarjalo, je pa družba v 85-odstotni lasti Certe za lastnika lahko zanimiva kot potencialni vir izredne dividende. Razpolaga namreč z 2,5 milijona evrov denarnih sredstev, kar se pri podjetju s petimi milijoni evrov letnih prihodkov zdi kot izrazita presežna likvidnost. Za primerjavo povejmo, da Certa 85-odstotni delež v družbi Tik v svojih knjigah vrednoti po 1,5 milijona evrov, torej milijon manj, kot ima nezadolžena družba denarja na transakcijskem računu.

### Rdeča stran bilance

Lanski podatki za družbo Hotel Cerčno – ta je v 100-odstotni lasti Certe – javno niso objavljeni. Gre pa iz minulih let sklepati, da družba podobno kot številna slovenska podjetja, osredotočena na zimski turizem, s težavo pokriva svoje stroške. Nazadnje je čisti dobiček ustvarila leta 2006, po besedah direktorice Certe Petre Borovinšek se poslovanje turističnega dela izboljšuje.

V preteklosti so bili glavni razlog za izgubo odpisi vrednosti. Zaradi šibkega denarnega toka so jim v preteklosti večkrat na pomoč priskočile družbe v skupini – tako je leta 2015 s kratkoročnim posojilom na pomoč priskočil

kobariški Tik, lani pa mati Certa. V knjigah Certe je vrednost družbe Hotel Cerčno, ki poleg hotelirskih storitev upravlja tudi tamkajšnje smučišče, 8,5 milijona evrov. Sodeč po rezultatih v letu 2015, je pri tej vrednosti kazalnik EV/EBITDA 10, kar se zdi za turistično dejavnost, ki posluje z izgubo, pretirano. Če izhajamo iz besed direktorice Certe, se z izboljšavo poslovanja tudi vrednost družbe približuje tisti v knjigah.

V bilanci najdemo tudi dvoidstotni delež Term Olimia, in sicer po vrednosti 208 tisoč evrov. Kot smo pisali pred časom, je gospodarski minister Zdravko Počivalšek prodal svoj delež v družbi šestodstotni lastnici Term za manj kot tri tisoč evrov, sami pa smo naračunali, da je vrednost predvsem zaradi velikih dolgov negativna

Medtem ko smo za proizvodni del premoženja Certe ugotavljali, da je lahko v očeh lastnika vreden več, kot izhaja iz same bilance, za turistični del lahko trdimo, da to ne velja.

## Visoke dividende

Za lastnike privlačne so dividende, v prvi vrsti od Ete Cerčno. Leta 2015 so iz tega prejeli 750 tisočakov, lani 875 tisoč evrov, letos pa zaradi zmanjšanja kapitala kar 2,5 milijona evrov. Ob tem nekaj več kot 40 tisoč evrov v zadnjih treh letih prejmejo tudi iz lastništva Zavarovalnice Triglav. Certa tudi sama izplačuje dividende.

Zdajšnji lastniki Certe sadov teh dividend sicer (še) ne občutijo. Letos je denimo med vse lastnike izplačala za 265 tisoč evrov dividend. Ni nujno, da jih bodo dočakali, v preteklosti so namreč presežke vlagali v turizem, kar se lastnikom ni vračalo z donosi.

## Koliko je vredna?

Ob vsem navedenem čez palec ocenjujemo, da je vrednost družbe Certa med 25 in 35 milijoni evrov. Od tega je približno deset milijonov (upoštevajoč letošnje prilive iz Ete) bolj ali manj čistega denarja, preostanek pa je odvisen predvsem od vrednotenja družbe Eta. Ta del portfelja se zdi ob prevladujočem švicarskem lastniku precej nelikviden, sama kupnina, če bo do nje sploh kdaj prišlo, pa odvisna od volje istega kupca. Družbena pogodba sicer določa, da se najmanj 15 odstotkov bilančnega dobička nameni za dividende, v praksi pa so bila v zadnjih letih izplačila precej večja.

## Pa Certa Holding?

Certa Holding je družba pooblaščenka, ki je 54-odstotna lastnica družbe Certa. V statutu imajo sicer zapisano omejitev glasovalne pravice lastnikom na deset odstotkov (velja tako za posredne kot neposredne lastnike, v primeru presega pa celo zapovedujejo nujno prodajo v letu dni), kar otežuje prevzem oziroma uveljavljanje lastniških pravic potencialnim novim lastnikom. Navsezadnje imajo v statutu zapisano cilj, »da kot zaprta delniška družba ohranja povezanost delničarjev družbe pooblaščenke in s tem enotno in usklajeno soupravljati družbo Certa, d. d.« Takšnega statuta ne srečamo vsak dan, zato smo za mnenje o pravni podlagi za takšen statut vprašali strokovnjaka za gospodarsko pravo Miho Juharta. Pri delniških družbah, ki ne kotirajo na organiziranem trgu, se omejitev do 10 odstotkov glasovalnih pravic na delničarja lahko določi v statut, ne more pa statut omejiti razpolaganja z delnicami in prisiliti lastnika več kot 10 odstotkov delnic k prodaji, pojasni Juhart. Ni pa povsem prepričan, če je takšno omejitev v statut lahko zapisati tudi za povezane osebe.

Če bi potencialni novi lastnik Certe Holding pridobil veliko večino delnic - ali pa kar vse -, bi lahko na kakšni izmed prihodnjih skupščin hčerinske Certe zahteval izplačilo večmilijonskih dividend (oziroma kako drugače počrpal sredstva iz hčerinske družbe), saj ima zadnja precej prostih denarnih sredstev, ki jih za delovanje holdinga ne potrebuje. Skozi serijo izplačil dividend bi nov kupec Certe Holdinga lahko iz vseh družb počrpal od pet do šest milijonov evrov (lastniki preostalih 46 odstotkov Certe d.d., med drugim tudi DUTB, bi ob tem prav tako prejeli zajetne dividende) iz hobotnice družb, ki so praktično nezadolžene. To pomeni približno dva evra in pol bruto na delnico Certe Holdinga. Spomnimo, Ilirika in nekateri zaposleni iz Certe ter povezanih družb so delnice kupovali po vrednostih okoli evra, Igor Štemberger pa je pojasnil, da bi bil delnice pripravljen prodati po štiri evre.

## Nakupi lastnih delnic

V tej zgodbi je zanimivo naključje, da je ravno pred prihajajočimi lastniškimi spremembami uprava kupila za deset odstotkov lastnih delnic Certe. Dividende se sami družbi ne izplačajo, kar pomeni, da se bo med lastnike preostalih 90 odstotkov družbe razdelilo več dividend. Tudi po tem enkratnem visokem izplačilu dividend pa bi nov lastnik Certe Holdinga lahko upal na nadaljnje črpanje dividend iz poslovanja cerkljanskega predelovalnega podjetja Ete, ki v tem tisočletju ne pozna izgube.

Uprava Certe svojo odločitev za nakupe lastnih delnic utemeljuje takole: »Pridobitev je ekonomsko upravičena in v skladu z dolgoročno poslovno strategijo ter pomeni pozitivne učinke tako za družbo kot tudi za delničarje, saj se s tem krepí delež obstoječih delničarjev v družbi.«

<https://www.finance.si/8859764/Analiza-Skriti-biseri-cerkljanskega-holdinga-Certa>