

Messer Tehnogas (TGAS)

Nakon što su sredinom januara medijske špekulacije o mogućem pokušaju konsolidacije vlasništva pogurala cenu akcija Tehnogasa, većinski vlasnik kompanije, Messer, objavio je krajem februara nameru za preuzimanje, a mesec dana kasnije i zvaničnu ponudu upućenu manjinskim akcionarima. Uspeh preuzimanja, sa aspekta većinskog vlasnika, meriće se isključivo kupovinom dovoljnog broja akcija koja će omogućiti prelazak praga od 90% vlasništva i prinudni otkup akcija od preostalih manjinskih akcionara.

Preuzimanje Messer Tehnogasa - ključni aspekti

- cena u ponudu za preuzimanje je 25.000 RSD po akciji
- ponuda je otvorena zaključno sa 15. aprilom
- manjinski akcionari raspolažu sa nepunih 18% akcija
- tržišna vrednost kompanije na 25.000 RSD iznosi 25,9 mlrd RSD (221,3 miliona EUR)

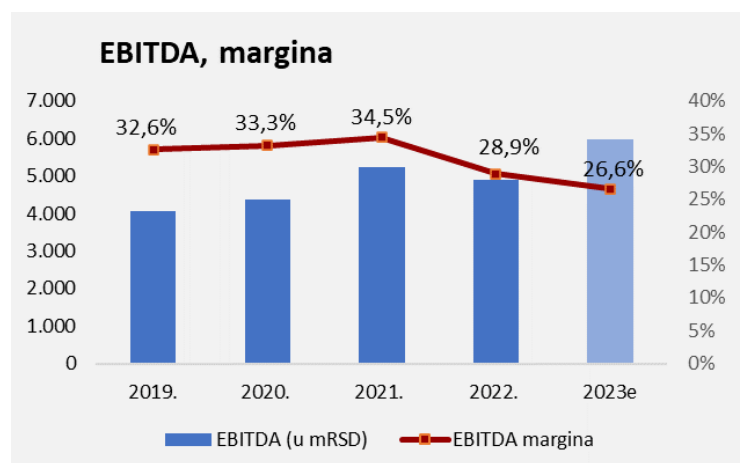
Proizvođač i trgovac tehničkim gasovima, Messer Tehnogas, jedna je od najstarijih kompanija na domaćem tržištu kapitala, a strateško partnerstvo sa nemačkim Messer-om ostvareno je i pre početka privatizacije u domaćoj privredi, putem dokapitalizacije 1997. godine. Tehnogas slovi za jednu od akcija sa visokim rejtingom kod investitora čemu su doprineli visok nivo profitabilnosti i likvidnosti kompanije (uvek minorna zaduženost) i, uprkos nevelikoj transparentnosti, odsustvo sklonosti većinskog vlasnika ka prevarnim radnjama koje su dugo godina prisutne u domaćem akcionarstvu. Kompanija je stalna članica indeksa Belex15, ali nikada nije iskazala želju za listingom i kotacijom na najkvalitetnijem segmentu tržišta.

Poslovanje

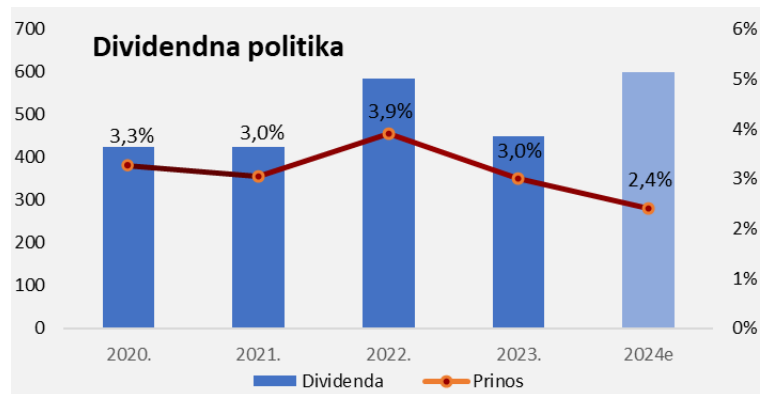
u mRSD	2019.	2020.	2021.	2022.	2023e
posl prihod	12.450	13.150	15.208	16.968	22.436
EBITDA	4.060	4.372	5.242	4.910	5.965
<i>margina</i>	32,61%	33,25%	34,47%	28,94%	26,59%
EBIT	2.669	2.914	3.726	3.295	4.609
<i>margina</i>	21,43%	22,16%	24,50%	19,42%	20,54%
neto dob.	2.316	2.393	3.216	2.295	3.296
<i>margina</i>	18,60%	18,20%	21,15%	13,53%	14,69%

Messer Tehnogas ima dominantnu poziciju na domaćem tržištu industrijskih i medicinskih gasova sa udelom većim od 80 procenata. Ovakav položaj i činjenica da je domaća industrija prilično ojačala dolaskom kineskih investitora (privatizacija Železare i RTB Bora) dali su impuls razvoju kompanije koja je skoro duplirala realizaciju u odnosu na predpandemijsku, 2019. godinu. Kompanija posluje i van granice Srbije, a najveći biznis je u Sloveniji koji je Tehnogas 2018. godine kupio od matične kompanije i koji čini oko četvrtine realizacije i oko petine dobiti.

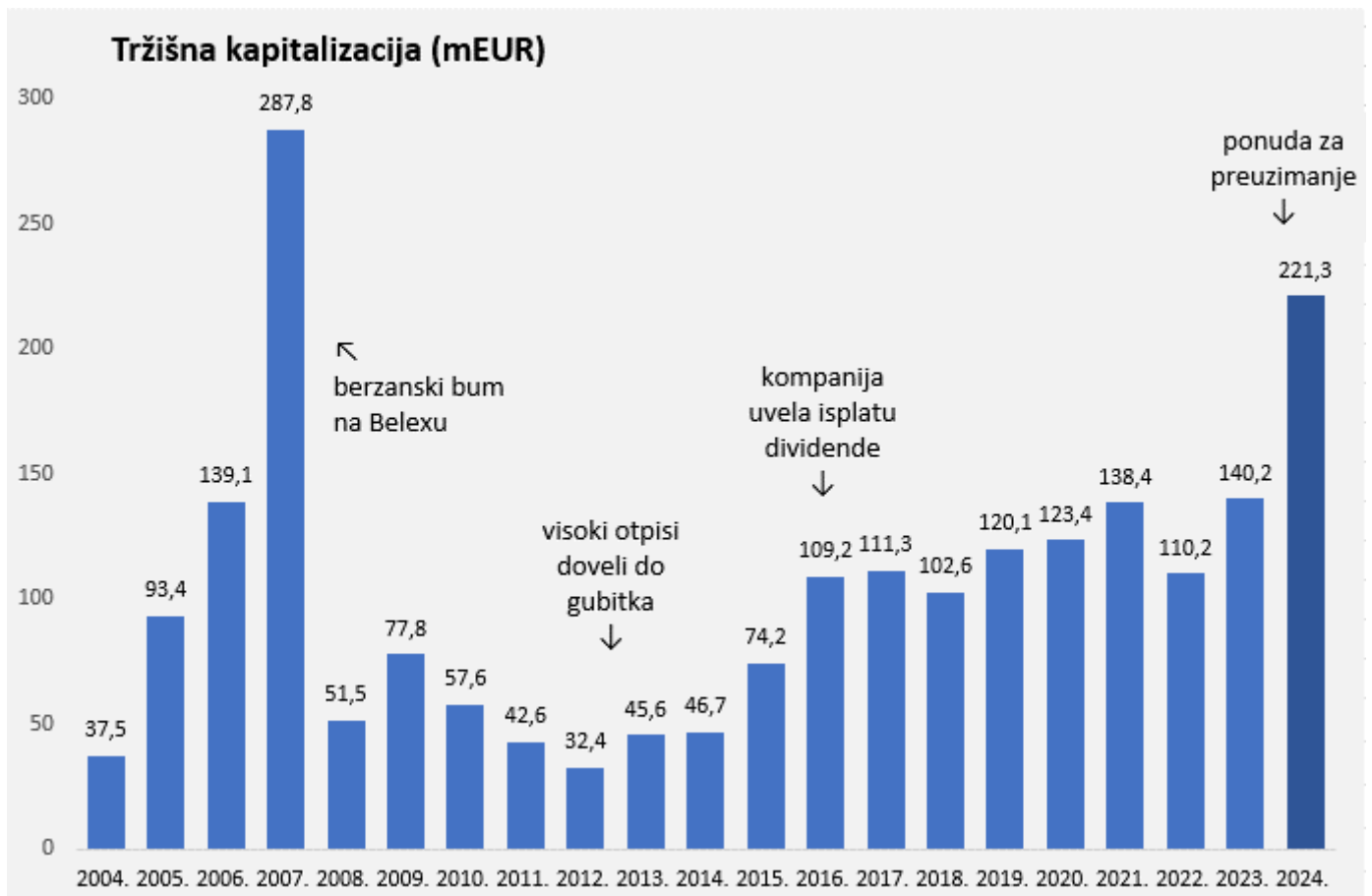
Kompanija od 2022. godine trpi veliki pritisak na strani troškova električne energije (u matičnoj kompaniji u 2023. skoro su duplirani na 5,3 mlrd RSD) što je doprinelo padu profitnih margina, ali je uprkos tome uspela da ostvari zavidan nivo profita u apsolutnom iznosu i očekuje se da je u 2023. premašen rekordni rezultat iz 2021. godine. Sa očekivanim smanjenjem cena struje za privredu kompanija će u ovoj i eventualno sledećim godinama sa troškovne strane imati dodatni potencijal za povećanje profitabilnosti.



Dividenda – Kompanija je prvu dividendu isplatila 2016. i to u iznosu od 1,9 mlrd RSD (1.801 RSD po akciji), nakon što je ugasila neuspešan biznis u Turskoj koji je prethodno donosio gubitke. Nakon ove godine, dividende su se ustalile na nivou između 20 i 25 odsto ostvarene dobiti sa prinosima koji nisu bili previše atraktivni. Kompanija godinama ima veoma visoku novčanu poziciju u bilansima premda je ona umanjena 2018. godine kada je sa oko 30 miliona EUR finansirano preuzimanje Messer-ove podružnice u Sloveniji.

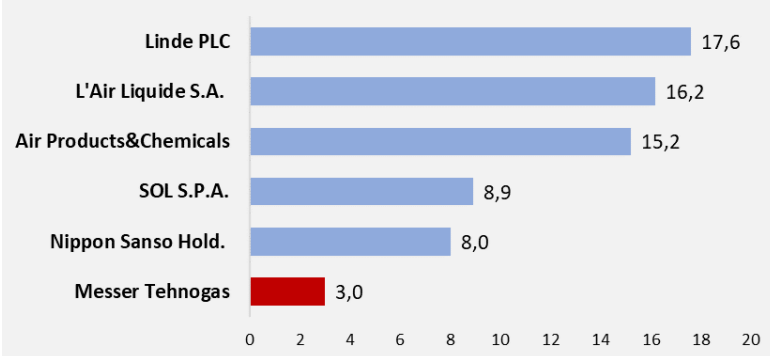


Kretanje tržišne vrednosti - Kao i većina akcija koje su kotirane na početku obnavljanja berzanske trgovine, akcije Messer-a su vrhunac dostigle 2007. godine kada je Beogradska berza zapljusnuta obiljem kapitala kako iz regiona tako i sa strane domaćih građana. Tehnogas je u aprilu 2007. dostigao cenu od 26.500 RSD što je odgovaralo tržišnoj kapitalizaciji kompanije od oko 320 miliona EUR. Nakon svetske ekonomske krize usledila je velika korekcija u vrednovanju kotiranih kompanija, a akcija je dno dostigla 2012-2013. godine kada je usled visokih otpisa uknjižila i negativan rezultat. Nakon uvođenja dividende tržišna vrednost kompanije je premašila 100 miliona EUR, a pre pojave špekulacija o preuzimanju kompanija je vrednovana oko 140 miliona EUR.



Vrednovanje – Kompanija još uvek nije objavila konsolidovane finansijske izveštaje za 2023. godinu, dok su izveštaji matične kompanije dostupni na APR-u i govore da je cena u postupku preuzimanja nešto preko nivoa nekonsolidovane knjigovodstvene vrednosti. Kompanija je ostala nezadužena i na kraju 2023. godine sa pozicijom gotovine od preko 4 mlrd RSD (na konsolidovanom nivou verovatno 7-8 mlrd RSD).

Fundamenti u sektoru (EV/EBITDA)



Stoga ne čudi što je pokazatelj EV/EBITDA i nakon tolikog skoka cene izuzetno nizak u odnosu na glavne svetske kompanije u ovoj delatnosti, čak i kada se, opravdano, uzme u obzir činjenica da globalni lideri zbog nižeg rizika pretpostavljaju skuplje vrednovanje.

Tako se akcijama najveće svetske kompanije u ovoj oblasti, Lindea, trguje na EV/EBITDA pokazatelju od 17,6x, dok je recimo imovina akcionara Lindea prilikom spajanja sa Praxair-om pre 6-7 godina bila vrednovana na 11,1x EV/EBITDA. Ne idući toliko

daleko, samo preuzimanje Messer-ove podružnice 2018. godine Tehnogas je platio 7,1x očekivanog EBITDA u narednoj godini, dakle više nego duplo skuplje nego što je trenutno ponuđeno manjinskim akcionarima Tehnogasa. Jasno je, generalna situacija na Beogradskoj berzi nije previše sjajna nakon pravog egzodusa listiranih kompanija i investitora, ali se teško odupreti utisku da je diskont u odnosu na vrednovanje sličnih biznisa u svetu ipak preveliki. Ovoj oceni doprinosi i činjenica da se glavne svetske berze nalaze oko istorijskog maksimuma te da povišena vrednovanja u redovnom trgovanju još više poskupljuju cenu merdžera i akvizicija.

REZIME - Nema godine da se investitori na Beogradskoj berzi nisu pitali zašto Messer nalik ostalim većinskim vlasnicima ne pokuša delistiranje Tehnogasa, naročito što je ova nemačka firma nejavna, u porodičnom vlasništvu. Kada je uvedena dividenda 2016. bilo je jasno da u skorije vreme ovi planovi nisu na dnevnom redu, ali su očit došli 2024. godine. Uspeh ponude će zavisi pre svega od dva najveća manjinska akcionara koji raspolažu sa oko 6% akcija i bez njihovog pristanka Messer će teško dostići željeni prag od 90% vlasništva koji je uslov za prinudni otkup akcija. Ako ne uspe u ovoj nameri, Messer-ovi dalji koraci zavisice pre svega od jačine razloga da krene u konsolidaciju vlasništva 27 godina nakon dolaska na ovo tržište.

Odricanje od odgovornosti (Disclaimer): Ovaj izveštaj je pripremljen od strane brokerske kuće Momentum Securities ad Novi Sad, i distribuira se aktuelnim i potencijalnim klijentima. Izveštaj je sačinjen u informativne svrhe i njegova namera nije preporuka za kupovinu ili prodaju bilo koje vrste finansijskih instrumenata. Izrečeni stavovi, mišljenja i procene održavaju sudove stručnih službi brokerske kuće Momentum Securities, a na osnovu korišćenja i analize javno dostupnih informacija koje smatramo pouzdanim. Informacije, mišljenja, stavovi, procene i prognoze izneti u izveštaju podložni su izmenama pod uticajem promene situacije na tržištu. Izveštaj je informativne prirode i namenjen je profesionalnim investitorima koji su u stanju da samostalno donose investicione odluke. Ovaj izveštaj se ne može reprodukovati u celini ili delimično u bilo koje svrhe bez prethodne pismene saglasnosti brokerske kuće Momentum Securities.