

Mladina,

<http://www.mladina.si/167068/tuja-analiza-telekom-vreden-do-2-milijardi-evrov/>,

[Borut Mekina](#)

9. 6. 2015

[Politika](#)

Tuja analiza: Telekom vreden do 2 milijardi evrov!

Matej Runjak, član uprave SDH, pristojen za privatizacijo, in predsednik vlade Miro Cerar na mednarodni razvojni konferenci »FDI Summit Slovenia 2014« 22. oktobra 2014 na Ekonomski fakulteti v Ljubljani
© Borut Krajnc

V skladu z zahtevo vlade Mira Cerarja namerava nadzorni svet Slovenskega državnega holdinga (SDH) slovenski Telekom prodati britanskemu skladu tveganega kapitala Cinven. Saj naj bi bila ponujena cena "primerna in ekonomsko upravičena," [je sklenila uprava SDH pod vodstvom Mateja Pirca in Mateja Runjaka](#) minuli teden. A v uredništvu Mladine smo pridobili cenitev, ki jo je za enega od kupcev Telekoma pripravila ameriška svetovalna ustanova (obe imeni, ime kupca in ime finančne ustanove hranimo na uredništvu). Iz nje izhaja, da je Telekom v resnici vreden veliko več.

Neuradno naj bi Cinven za delnico Telekoma ponujal 110 evrov, dodatnih 15 evrov za ugodno rešitev Telekomovih odškodninskih tožb in dodatnih pet za rezultate poslovanja. V primeru cene 130 evrov za delnico bi vrednost celotnega Telekoma znašala okrog 850 milijonov evrov. A sodeč po analizi, ki smo jo pridobili na Mladini, naj bi bila srednja vrednost Telekomove delnice 190,9 evra, ocenjena vrednost Telekoma pa 1,671 milijarde evrov. Ali z drugimi besedami, skoraj dvakrat več, za kolikor ga namerava prodati vlada, oziroma SDH.

Ocena, da je Telekom dejansko vreden 1,7 milijarde evrov, je sicer srednja vrednost. Glede na različne scenarije naj bi se vrednost Telekoma gibala med 1,44 do 2,03 milijarde evrov. Cena 110 evrov na delnico, kot jo je uspel Cinven izpogajati, pa na podlagi analize, ki smo jo pridobili, izhaja iz zahteve kupcev, ki bi si radi kupnino Telekoma povrnili v 4 letih. Njihov izračun kaže, da bi v tem primeru morali za delnico Telekoma plačati med 94 in 118 evri. Kar pomeni, da je primeru, če Cinven namerava ravnati enako, cilj očitno dosegli.

V strokovni literaturi sicer piše, da takšno, 25 odstotno donosnost (IRR requirement) navadno zahtevajo skladi špekulativnega kapitala. Analiza poslovanja Telekoma, ki so jo za kupce naredili do leta 2023 namreč kaže, da bo podjetju vsako leto, po plačilu davkov in drugih stroškov ostalo med 100 in 157 milijonov evrov razpoložljivega denarja (Free Cash Flow), ki ga seveda lahko na različne načine počrpajo iz njega. Operativni dobiček pred amortizacijo (t.i. EBITDA) naj bi se

med leti 2015 in 2023 gibal od 200 do 273 milijoni evrov letno, prihodki pa naj bi rasli od 722 milijonov evrov do milijarde letno leta 2023. Povprečna rast prihodkov naj bi znašala 3,6 odstotka letno, povprečna rast operativnega dobička pred amortizacijo (EBITDA) pa 8,3 odstotka.

Po naših informacijah so o tej oceni poslovanja, narejeni na podlagi podatkov za leto 2014, obveščena tudi uprava SDH, kot tudi finančno in gospodarsko ministrstvo. Razlika med prodajno ceno Telekoma in omenjenimi cenitvami torej kaže, da utegne biti Slovenija pri prodaji Telekoma oškodovana za vsoto, ki je dvakrat večja kot pri aferi TEŠ6. Pri aferi TEŠ6 naj bi po oceni policije Alstom neupravičeno pridobil skoraj 285 milijonov evrov. Pri privatizaciji Telekoma pa kaže, da ga bomo prodali po ceni, ki je od cenitev nižja za 850 milijonov evrov ali celo 1,1 milijardo evrov.

Cinven je po zgoraj opisanem scenariju v preteklosti že posloval. Gre za britanski sklad tveganega kapitala, med drugim tudi s sedežem v davčni oazi Guernsey, ki upravlja denar britanskih pokojninskih skladov. Njegova poslovna praksa se v ničemer ne razlikuje od delovanja drugih, podobnih skladov. Poslujejo tako, da podjetja kupijo, jih »prestrukturirajo«, razkosajo ali združujejo in po nekaj letih prodajo. Tako je Cinven nedavno naredil s francoskim kabelskim operaterjem Numericablom in danskim telekomunikacijskim podjetjem Ziggom, ki ju je prodal po desetih oziroma po sedmih letih. V Franciji je recimo s preprodajo Numericabla lani zaslužil kar 4,35-krat več od nakupne cene, na Danskem pa leta 2013 s preprodajo Zigga kar 2,8-krat več.

