



Delo, 2. aprila

Japonci so nam povedali, da smo preveč togi, predragi in prepočasni

Je donosnost Mercatorja res tako velika? Moj komentar je namenjen sobotnemu pogovoru z g. Samom Hribarjem Miličem. Ne strinjam se z njegovo navedbo, da »Mercatorja ne bi prodajal, ker je njegova donosnost zelo velika«. Bruto marža (prihodki zmanjšani za stroške nabavljenega blaga) našega največjega trgovca je pri 27,6 odstotka v obdobju zadnjih štirih četrtletij do septembra 2010 (Mercator do dneva oddaje tega prispevka še vedno ni obelodanil celotnega izkaza uspeha in bilance stanje za leto 2010) višja glede na primerljive evropske trgovce po podatkih iz profesionalnega ponudnika informacij Bloomberg (Ahold, Metro, Carrefour, Tesco, Delhaize, Konzum). To pomeni, da si od povprečno prodanega artikla največji kos odreže prav Mercator, skoraj tretjinskega. To je lahko posledica manjše konkurence med trgovci, boljšega produktnega asortimana in pa precej boljšega pogajalskega izhodišča napram razdrobljenim dobaviteljem.

Pogled na EBITDA maržo je bolj primerljiv. S 6,5-odstotno maržo (povprečje tekmecev 6,6 odstotka) Mercator velik del prednosti v nadaljevanju »trgovskega procesa« zapravi, kar je lahko posledica nižje produktivnosti prodajne sile, slabše prodajne logistike in visokih stroškov režije. Poslovna (EBIT) marža v letih do 2009 ni dosegla treh odstotke, ker skoraj polovico poslovnega dobička pred amortizacijo (EBITDA) odžrejo prav stroški amortizacije. S preostankom si v obliki obresti postrežejo banke, katerim Mercator dolguje več kot milijardo evrov. Neto dolg je od kapitala našega trgovca višji kar za 1,32-kratnik, kar pomeni daleč najvišjo zadolženost med tekmeči. Tu moramo priznati, da velja večji del relativno višjega dolga pripisati poslovnemu modelu lastništva nepremičnin, saj je v tujini bolj v praksi model poslovnega najema, ki zagotavlja trgovcem učinkovitejše odzivanje na spremembe v poslovnih ciklih. Prodaja trgovskega centra finančnemu investitorju in ponoven najem res doprineseta k visokemu enkratnemu denarnemu toku, ki se lah-

ko uporabi za odplačilo dolga, vendar najemna zamenja obresti in amortizacijo kot poslovni odhodek, kar nujno ne izboljša rezultata pod črto v naslednjih letih.

Končna neto marža se je tako v zadnjih petih letih gibala med 0,8 in 1,8 odstotka, odveč pa je omeniti, da je bil povprečen donos na kapital le 4,8-odstoten. Pri tekmečih zadnji v povprečju ob precej nižji zadolženosti znaša 14 odstotkov. Hribar Miličeve želje, da bi Mercator lahko »postal močna regijska znamka tudi v Bolgariji, Romuniji, morebiti tudi Grčiji« pa lahko resnici na ljubo pripišemo iluziji. Cilj bi bil dostopen le ob novih dokapitalizacijah, prav tako pa se je Mercator v zadnjih javno dostopnih predstavitvah za finančno javnost »zavezal« k zniževanju dolga, pa tudi k izplačilu pretirano visoke dividende do leta 2013 (7,2 evra na delnico), kar oboje govori proti pretirano ekspanzionističnim načrtom. Izdaja obveznice podobnega podjetja v tujini bi si zaslužila kvečjemu oceno »junk«, precej ugodna obrestna mera, ki jo Mercator plačuje, pa je tudi posledica financiranja s strani domačih bank.

Ceno neprodaje Mercatorja v tem trenutku plačuje njegovih 16.000 malih delničarjev, seveda pa tudi državljani, ki moramo financirati neučinkovitega trgovca prek višjih prodajnih cen. Prodaja največjega trgovca je resnično politično vprašanje in protekcionistični vplivi ob vprašanju prodaje bi se pojavili tudi v zahodnih kapitalističnih družbah. Nikakor pa ne moremo mimo tega, da Mercator potrebuje kar precejšnjo spremembo v obstoječem poslovnem modelu, ki pa se ga še nobena uprava do sedaj ni resno lotila. Sprememba lastništva bi k temu nedvomno pripomogla, saj je v interesu vseh, da se donosnost našega trgovca resnično dvigne. Morda si moramo celo priznati, da je včasih znanja o tem, kako to storiti, v majhni Sloveniji preprosto premalo. Prodaja za dvig naše blaginje? Zakaj pa ne. ☺

BOJAN IVANC, samostojni finančni analitik,
zaposlen v KD Banki