

UNIVERZA V LJUBLJANI  
FAKULTETA ZA MATEMATIKO IN FIZIKO

Finančna matematika – 1. stopnja

Neža Habjan

**Posebnosti pri vrednotenju podjetja z internim trgom  
delnic - podjetje X**

Delo diplomskega seminarja

Mentor: prof. doc. dr. Matjaž Črnigoj

Ljubljana, 2019

## KAZALO

1. Uvod	4
2. Ocenjevanje vrednosti	5
2.1. Način tržnih primerjav	5
2.2. Na sredstvih temelječ način	6
2.3. Na donosu zasnovan način	8
3. Prilagoditve vrednosti, dobljene po vrednotenju	12
3.1. Odbitek za neobvladljivost	13
3.2. Odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti	15
4. Kratka predstavitev podjetja X	19
4.1. Osnovno o delnicah podjetja X	20
4.2. Analiza makroekonomskega okolja	20
4.3. Gospodarska gibanja v Sloveniji	20
4.4. Gospodarska gibanja v Evropi in po svetu	21
4.5. Finančna analiza poslovanja podjetja X	21
4.6. Napoved poslovanja podjetja X v izbranem obdobju in izračun FCF	24
4.7. Ocena diskontne stopnje	26
4.8. Izračun vrednosti delnice po metodi denarnih tokov	27
Slovar strokovnih izrazov	29
Literatura	29

**Posebnosti pri vrednotenju podjetja z internim trgom delnic - podjetje  
X**

**POVZETEK**

V povzetku na kratko opiši vsebinske rezultate dela. Sem ne sodi razlaga organizacije dela – v katerem poglavju/razdelku je kaj, pač pa le opis vsebine.

**Angleški naslov dela**

**ABSTRACT**

Prevod zgornjega povzetka v angleščino.

**Math. Subj. Class. (2010):** navedi vsaj eno klasifikacijsko oznako – dostopne so na [www.ams.org/mathscinet/msc/msc2010.html](http://www.ams.org/mathscinet/msc/msc2010.html)

**Ključne besede:** navedi nekaj ključnih pojmov, ki nastopajo v delu

**Keywords:** angleški prevod ključnih besed

## 1. UVOD

Podjetja po svetu dandanes delujejo v mnogih različnih oblikah, znotraj teh pa se pojavljajo razlike še glede na organiziranost, vodenje, smernice delovanja,... Vse to ustvarja veliko heterogenost v podjetniškem prostoru. Seveda pa je, če želimo, da podjetje posluje uspešno in z dobičkom, potrebno vse te dejavnike izbirati skrbno in preišljeno. Vsaka vrsta organiziranosti namreč ne ustreza vsem trgov, delavcem, panogam,...

V slovenskem prostoru se tako nahaja podjetje, ki je po svoji organiziranosti unikat. Kljub temu, da je precej zaprto, kar se tiče vlaganja tretjih oseb v njegove delnice, posluje z odliko in si v Evropi lasti 60% tržni delež na področju sesalnih enot, ki so njegov glavni proizvod. To je podjetje X, ki je delniška družba, s svojimi delnicami pa upravlja na zaprtem, internem trgu. Neizpostavljenost širšemu trgu ali borzi zato povzroča njihovo precej nizko vrednost, še posebej, ker podjetje uživa izjemno dobro ime v javnosti, kar bi za vlagatelje lahko pomenilo velik interes.

V svojem diplomskem delu bi zato rada analizirala in ocenila padec vrednosti delnice podjetja X, zaradi njegove zaprtosti. Pri tem bom preučila obnašanje delničarjev podjetja, torej če in kdaj imajo interes povečati oziroma zmanjšati svojo naložbo vanj. Ob vrednotenju bom kot glavnega morala oceniti diskontni faktor, s katerim bom prihodnje denarne tokove prenesla na sedanjo vrednost. Pri tem si bom pomagala z dvema pomembnejšema konceptoma odbitkov, ki sta zaradi zaprtosti podjetja ključnega pomena, in sicer s tržljivostjo in obvladljivostjo.

## 2. OCENJEVANJE VREDNOSTI

Pri ocenjevanju vrednosti poznamo tri glavne načine vrednotenja, od katerih vsi temeljijo na ekonomskih načelih ravnovesja cen, pričakovanih koristi ali substituciji. To so način tržnih primerjav, na sredstvih zasnovan način in na donosu zasnovan način, vsak od njih pa vključuje podrobnejše metode uporabe. Med temi moramo izbirati previdno in v obzir vzeti vrsto sredstva, ki ga ocenjujemo, razpoložljive informacije, ki jih imamo, naš namen ocenjevanja ter ustrezne prednosti in slabosti posamezne metode.

### 2.1. Način tržnih primerjav. :

Ta način temelji na predpostavki, da dajejo kupoprodaje podobnih premoženj (nujno med nepovezanimi osebami), kot je naše ocenjevano, dovolj zgovorne dokaze o vrednosti ocenjevanega premoženja. Vrednost ocenjevanega sredstva tako dobimo preko primerjave z vrednostmi podobnih sredstev, ki so že ovrednotena, torej so informacije o cenah že na voljo. Uporaba pride v poštev predvsem v primerih, ko je bilo ocenjevano sredstvo nedavno prodano v poslu, ki je primeren za proučevanje, ko se sredstvo dejavno javno trži, ali pa s podobnimi sredstvi obstajajo nedavni posli. Kakor se primerljiva tržna informacija ne nanaša na točno ali v bistvu enako sredstvo, mora ocenjevalec vrednosti opraviti primerjalno analizo tako podobnosti kot tudi razlik po kakovosti in količini med primerljivimi sredstvi in ocenjevanim sredstvom. (MSOV 2017)

Metode načina tržnih primerjav so :

- metoda primerljivih kupoprodaj podjetij
- metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

#### 2.1.1. METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ, UVRŠČENIH NA BORZI. :

Pri ocenjevanju podjetij je zlasti pomembno, da ocenjevalec za primerjavo izbere tista podjetja, ki imajo enake dejavnike tveganja (okolščine ponudbe in povpraševanja, prodajne poti, način dobave,...) kot ocenjevano. Poleg tega moramo upoštevati tudi podobnosti na področju trga, proizvodov in storitev, velikosti podjetja, preteklih podatkov iz poslovanja, območja delovanja (geografsko),... Določiti mora tudi primerno število podjetij za primerjavo, na kar vpliva predvsem stopnja primerljivosti. Najboljši vzorec za primerjavo naj bi obsegal od pet do sedem podjetij. (Praznik, 2004, 85.)

Izračun vrednosti preko metode primerljivih podjetij poteka po konceptu mnogokratnikov ocenjevanja vrednosti. Pri tem pomnožimo temeljne finančne spremenljivke podjetja (dobiček pred davkom, čisti dobiček, obseg prodaje, bruto denarni tok,...) z mnogokratnikom, izraženim kot:

$$(1) \quad MV = \frac{1}{c} = \frac{1}{d - g}$$

Kjer je:

$MV$ ... mnogokratnik ocenjevanja vrednosti

$c$ ... mera uglavničenja (kapitalizacije)

$d$ ... diskontna mera

$g$ ... stopnja rasti

Mnogokratnik dobimo preko borznih kotacij primerljivih podjetij, pri čemer moramo vzeti tisto tržno ceno delnice, ki je aktualna na datum ocenjevanja vrednosti. Prav

tako pa moramo za izračun vseh ostalih vrednosti preko mnogokratnikov, jemati podatke istega dne oziroma iz istega časovnega obdobja, ne glede na datum vrednotenja. Časovno obdobje je lahko obdobje zadnjih 12 mesecev, zadnje obračunsko leto, povprečje zadnjih 3 let,...

- **Mnogokratniki lastniškega kapitala:**

Preko teh mnogokratnikov dobimo vrednost lastniškega kapitala, pri čemer so njihove primernosti uporabe različne.

- *cena/cisti dobiček na delnico* - primerljiva podjetja imajo enako strukturo celotnega kapitala, kot naše ocenjevano podjetje.
- *cena/(cisti dobiček + nedenarni stroški na delnico)* - amortizacija predstavlja velik del stroškov.
- *cena/dobiček pred davkom* - ocenjevano podjetje ima drugačno davčno stopnjo od primerljivih.
- *cena/prihodki iz prodaje na delnico* - upoštevamo stalnost kupcev in podobno operativno delovanje med podjetji.
- *cena/knjigovodska vrednost* - uporabimo, ko knjigovodske vrednosti temeljijo na tržnih cenah.

- **Mnogokratniki celotnega kapitala:**

Uporabljamo jih, kadar se podjetja od ocenjevanega razlikujejo po sestavi sredstev in kapitala, z njimi pa dobimo vrednost celotnega kapitala. Ne glede na stopnjo obvladovanja ocenjevanega deleža, so navadno pogosteje uporabljeni kot mnogokratniki lastniškega kapitala.

- *cena celotnega kapitala (MVIC)/dobiček pred stroški financiranja (EBITDA)*
- *cena celotnega kapitala (MVIC)/dobiček pred stroški financiranja in davki (EBIT)*
- *cena celotnega kapitala (MVIC)/knjigovodska vrednost celotnega kapitala*

Med vsemi podanimi mnogokratniki vedno izberemo tiste, za katere imamo zanesljive in ustrezne podatke ter nam najbolj prikazujejo pričakovano rast podjetja in pa dejavnike tveganja. Iz nabora vseh poračunanih vrednosti za primerljiva podjetja pa nato dejansko vrednost mnogokratnika lahko določimo kot aritmetično povprečje, mediano, spodnji/zgornji kvartal,...

Ko pridobimo vrednost ocenjevanega deleža, je le to potrebno prilagoditi glede na stopnjo tržljivosti in pa obvladovanja, o čemer pa več sledi v kasnejših poglavjih.

### 2.1.2. METODA PRIMERLJIVIH KUPOPRODAJ PODJETIJ. :

Pri tej metodi vrednost ocenjevanega deleža določamo preko primerljivih kupoprodaj podjetij, pri čemer moramo biti pozorni, da so se izbrani posli res izvajali med nepovezanimi osebami. Navadno obravnavamo nakup ali prodajo obvladujočega deleža, število primerljivih kupoprodaj pa je zaradi manjšega števila razpoložljivih kupoprodaj med neodvisnimi strankami, manjše kot pri izbiri primerljivih podjetij. Koncept vrednotenja po tej metodi zopet poteka preko mnogokratnikov, popolnoma na enak način kot pri prvi. Dodatno moramo le še ugotoviti kaj točno je vključeno v ceno prodaje in mogoče ni predmet našega ocenjevanja vrednosti ter posledično izvesti ustrezne prilagoditve. Prav tako se tudi pri metodi primerljivih kupoprodaj pojavita odbitka za pomanjkanje obvladljivosti in tržljivosti, vendar moramo biti pozorni na možnost, da cene odražajo elemente vrednosti za naložbenika in ne poštenih tržnih vrednosti, kar lahko povzroči sporne prilagoditve. (Praznik, 2004)

### 2.2. Na sredstvih temelječ način. :

Ta način se sicer v splošnem redkeje uporablja pri vrednotenju podjetij, v pošte

pa pride v primerih, ko je podjetje še v zgodnji fazi ali gre za zagonsko podjetje, kjer dobičkov in/ali denarnega toka ni mogoče zanesljivo določiti in so primerjave z drugimi podjetji po načinu tržnih primerjav praktično nemogoče ali nezanesljive. (MSOV, 2017)

Metode na sredstvih temelječega načina so :

- metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti
- metoda presežnih donosov

#### 2.2.1. *METODA PRILAGOJENIH KNJIGOVODSKIH VREDNOSTI.* :

S to metodo prilagodimo vse obveznosti in vsa sredstva podjetja (materialna in nematerialna) na tržno vrednost, ne glede na to, ali so vključena v bilanco stanja ali ne. Vrednost lastniškega kapitala je posledično razlika med tako ocenjenimi vrednostmi sredstev in obveznosti.

Tudi pri tej metodi moramo na koncu uporabiti prilagoditve vrednosti, in sicer vrednosti sredstev. Te lahko temeljijo na predpostavki poslujočega podjetja ali pa likvidacije le tega. Razlika je namreč ta, da pri ocenjevanju vrednosti sredstev poslujočega podjetja izhajamo iz njihove najgospodarnejše uporabe.

V splošnem vrednotenje sredstev podjetja delimo na vrednotenje nepremičnin in pa strojev in opreme. Vrednotenje nepremičnin poteka na tri načine:

- Nabavnovrednostni način

Uporabimo metodo za amortizacijo zmanjšane reprodukcijske vrednosti, kjer v osnovi upoštevamo ocenjeno nabavno vrednost za nadomestitev vrednote-nega objekta, z novim, točno enakim. Le to nato postopoma zmanjšujemo glede na funkcionalno zastaranje, fizično dotrajanost, ekonomsko in popra-vljivo funkcionalno zastaranost in pridemo do tržne vrednosti objekta. Prišteti mu moramo še vrednost zemljišča in tako dobimo tržno vrednost celotne ne-premičnine.

- Na donosu zasnovan način

V uporabi sta metodi uglavničenja in diskontiranja denarnih tokov. Pri prvi moramo tako opredeliti ekonomski donos nepremičnine (prihodek iz najema, ki ga zmanjšamo za stroške vzdrževanja objekta), pred obdavčenjem. Pri metodi diskontiranja denarnih tokov pa po opredelitvi obdobja eksplicitne napovedi čistih dobičkov od sredstva pred davkom, določimo še preostalo vrednost kot iztržljivo vrednost sredstva po obdobju napovedi. Zneske dis-kontiramo in njihov seštevek je današnja vrednost nepremičnine.

- Način tržnih primerjav

Pri tem načinu primerjamo prodaje podobnih objektov s podobnimi značilnostmi kraja nahajanja, ki so se izvajale v čim bližnji preteklosti. V relevanten izbor kupoprodaje vključimo glede na časovni odmik, na datum ocenjevanja, raz-merje med zemljiščem in stavbo, komunalno opremljenost, lokacijo, starost in fizično stanje nepremičnine, dostop, vidike okolja in financiranja,...

Pri vrednotenju strojev in opreme sicer lahko uporabljamo vse tri omenjene metode vrednotenja nepremičnin, a se zaradi manjše ustreznosti ostalih dveh pogosteje upo-rablja le nabavnovrednostni način.

Na področju prilagoditev vrednosti tokrat uporabljamo le odbitek za neobvlado-vanje, ker se ocenjena vrednost običajno nanaša za obvladujoči delež. Odbitek za pomanjkanje tržljivosti pa je pri tej metodi lahko sporen, saj je dejansko tržljivost obvladujočega deleža težko določiti, čeprav nekateri menijo, da je polno prodajljiv.

### 2.2.2. METODA PRESEŽNIH DONOSOV. :

Ta metoda se uporablja le v primerih, ko druge ni mogoče uporabiti. Tokrat ocenjujemo tržno vrednost opredmetenih osnovnih sredstev in presežnih donosov (ocenjena raven dobička, zmanjšana za delež zahtevane mere donosa opredmetenih sredstev). Upoštevamo tudi obe že prej omenjeni prilagoditvi v odvisnosti od tega, kako velik delež ocenjujemo.

### 2.3. Na donosu zasnovan način. :

“Strošek kapitala je pričakovana mera donosa, ki jo zahteva trg za vlaganja v določeno naložbo.” (Praznik, 2004, 49.) Je torej bistvo pri ocenjevanju vrednosti podjetij, še posebej pri “na donosu zasnovanem načinu”. Sedanjo vrednost ocenjevanega deleža dobimo namreč tako, da prihodnje denarne tokove diskontiramo s stroškom kapitala. Ta strošek je določen s trgom, saj predstavlja mero donosa, ki jo vlagatelj želi, upoštevajoč donose vseh ostalih naložb na trgu. Pri tem v obzir v največji meri vzame njeno tveganost, torej verjetnost, da bo pričakovani donos res uresničen. Sestavine celotnega kapitala se po svojih stroških razlikujejo, kar nam meri WACC (skupno tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala), ki zajema tudi delež posamezne vrste kapitala v celotnem. Strošek kapitala torej ni odvisen od naložbenika ampak od naložbe, in sicer temelji na pričakovanih donosih v tržnih in ne knjigovodskih vrednostih. Odraža tri glavne sestavine: realno mero donosa, ki jo naložbenik pričakuje v zameno za vložek (predpostavljamo netveganost), pričakovano inflacijo in pa tveganje v zvezi s časom prejema denarnega toka.

Kot omenjeno, je celoten kapital sestavljen iz več vrst, in sicer v grobem iz dolžniškega in lastniškega kapitala. Strošek dolga je zato enak tržnim obrestnim meram za posojila, zmanjšanim za davek. Na drugi strani je strošek lastniškega kapitala znesek izplačanih dividend podjetja delničarjem, ki pa nima davčnega ščita.

“Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala torej določimo kot:

$$(2) \quad WACC = (k_e * W_e) + (k_p * W_p) + (k_{d(pt)} * (1 - t) * W_d)$$

Kjer so:

$k_e$ ... strošek kapitala, ki velja za navadne delnice

$W_e$ ... odstotek kapitala, ki velja za navadne delnice v sestavi celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti

$k_p$ ... strošek kapitala, ki velja za prednostne delnice

$W_p$ ... odstotek kapitala, ki velja za prednostne delnice v sestavi celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti

$k_{d(pt)}$ ... strošek dolga pred obdavčitvijo

$t$ ... davčna stopnja

$W_d$ ... odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti”

(Praznik, 2004, 52.)

Če se podrobneje osredotočimo na strošek lastniškega kapitala lahko povemo, da ta vključuje netvegano mero donosa (običajno mera donosa državnega vrednostnega papirja - obveznice, zakladnice,... -, ki je manj tvegan) in pribitek za kapitalsko tveganje (sestavljen iz splošnega pribitka za kapitalsko tveganje glede na ostale naložbe na trgu in pribitkov za majhnost podjetja ter posebnih tveganj). Mero posebnega



tveganja, označeno z  $\beta$ , pa pridobimo iz mer tveganja podjetij, ki so prisotna v isti panogi kot ocenjevano podjetje ter kotirajo na borzi.

“Po modelu ocenjevanja dolgoročnih sredstev (CAPM) tako strošek kapitala izračunamo kot: ■

$$(3) \quad E(R_d) = R_n + \beta * ERP$$

Kjer so:

$R_n$ ... mera donosa netveganega vrednostnega papirja

$\beta$ ... koeficient beta, mera posebnega tveganja

$ERP$ ... pribitek za kapitalsko tveganje (če je  $\beta = 1$ )”

(Praznik, 2004, 54.)

Model CAPM temelji na razumnosti naložbenikov in njihovi nenaklonjenosti k tveganju, učinkoviti razpršenosti portfeljev racionalnih vlagateljev, transparentnosti in likvidnosti trga,... Obstajajo pa tudi drugi modeli za določanje stroškov lastniškega kapitala:

- Model dograjevanja

Ta za razliko od CAPM ne vsebuje koeficienta  $\beta$ , zato je postavke, ki jih ta odraža potrebno še dodatno upoštevati.

- Model diskontiranega denarnega toka

Višino diskontne mere pri tem modelu dobimo iz diskontiranja prihodnjih izplačil dividend, na današnjo vrednost, ki predstavlja današnjo tržno vrednost delnice:

$$(4) \quad PV = \frac{NCF_0 * (1 + g)}{d - g}$$

Kjer je:

$PV$ ... sedanja tržna vrednost delnice

$NCF_0$ ... dividenda, izplačana na eno delnico neposredno pred časom vrednotenja

$g$ ... predpostavljena konstantna stopnja rasti

$d$ ... diskontna mera, ki jo iščemo

- Model uravnoteženega določanja stroška kapitala

Pri tem modelu se koeficient  $\beta$  razdeli na posamezne koeficiente, od katerih vsak odraža občutljivost lastniškega kapitala posameznega od dejavnikov tveganja, v primerjavi z občutljivostjo trga.

Izmed vseh naštetih je metoda CAPM daleč najpogosteje uporabljena predvsem zaradi velike dostopnosti empiričnih podatkov, ki jih za izračun po tej metodi potrebujemo.

Način vrednotenja, ki ga trenutno obravnavamo (na donosu zasnovan), obsega dve metodi:

- metoda diskontiranega denarnega toka
- metoda uglavničenja

### 2.3.1. METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA. :

”Uporabljena metoda temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku. Pri čemer se vsak donos

diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa.” (Praznik, 2004, 69.)

Prednost metode diskontiranja je predvsem teoretična korektnost (zajema sedanjo vrednost vseh v prihodnosti uresničenih denarnih tokov), naročniki pa jo ob vedno bolj množični uporabi sprejemajo kar kot temeljno metodo pri ocenjevanju vrednosti. Po drugi strani pa je projekcija prihodnjih donosov lahko zahtevna, prav tako pa tudi določitev ustrezne diskontne mere. Poleg tega nam težave lahko povzročata tudi odločanje o ustreznem številu let napovedi, ki bo najbolj merodajno in določanje pogostosti predvidevanega donosa.

Pri metodi diskontiranja za lastniški kapital morajo donosi, ki jih uporabljamo za prevrednotenje obsegati le znesek, namenjen lastnikom navadnih delnic, diskontna mera pa le strošek lastniškega kapitala. V primeru računanja vrednosti za celoten kapital pa vzamemo za donose zneske, razpoložljive za vse naložbenike v podjetje, tudi lastnike prednostnih delnic in posojilodajalce, za diskontno mero pa vzamemo prej opisani WACC.

Denarni tok podjetja, s katerim torej določamo njegovo vrednost, imenujemo prosti denarni tok (FCF - Free Cash Flow). Ta je najprimernejše merilo za ekonomski donos, saj je to znesek, s katerim podjetje lahko razpolaga, ne da bi ogrozilo načrtovano dejavnost in denarni tok v prihodnosti.

“Za lastniški kapital ga opredelimo takole:

**čisti dobiček** (po davku na dobiček)

+ **nedenarni stroški** (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij)

- **naložbe v osnovna sredstva** (v obsegu, ki je potreben za uresničenje načrtovanega obsega aktivnosti)

+ **denar, pridobljen z dezinvestiranjem** (v obsegu, ki je potreben za prilagoditev sredstev načrtovanemu obsegu aktivnosti)

- **vlaganja v obratni kapital** (obsegu, ki je potreben za uresničenje načrtovanega obsega aktivnosti)

+ **denar iz novo najetih posojil** (v obsegu, ki je potreben za uresničenje načrtovanega obsega aktivnosti)

- **odplačila anuitet iz najetih posojil**

**= čisti denarni tok za lastniški kapital**

”(Praznik, 2004, 70.)

Če namesto čistega dobička upoštevamo dobiček iz poslovanja, prilagojenega za davčno stopnjo na dobiček in odvezujemo zadnji dve postavki (denar in novo najetih posojil in pa odplačila anuitet) pa dobimo FCF za celoten kapital podjetja.

Sledi diskontiranje na današnjo vrednost, za kar uporabimo osnovni princip financ:

$$(5) \quad PV = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Kjer so:

$PV$ ...sedanja vrednost

$CF_1, CF_2, CF_3, \dots$  ...denarni tokovi v prihodnosti

$r$ ...zahtevana stopnja donosa

1, 2, 3, ... $n$  ...število časovnih obdobj diskontiranja

Vrednotenje na osnovi diskontiranja denarnih tokov v večini primerov predpostavlja trajni obstoj podjetja, torej sredstva nimajo določene življenjske dobe, zato je denarne tokove potrebno napovedati zelo daleč v prihodnost. Posledično vrednotenje poenostavimo tako, da prihodnost razdelimo na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na preostalo obdobje, od konca eksplicitnega napovedovanja do neskončnosti.

Sedanje vrednosti pričakovanih donosov torej preračunamo z diskontiranjem napovedanih tokov, za določanje preostale vrednosti pa lahko uporabimo več metod, med katerimi je najpogostejša in najustreznejša metoda Gordonovega modela rasti. Pri tem moramo poleg že določenih zneskov v prihodnosti in izbranega obdobja eksplicitne napovedi le teh, oceniti še dolgoročno konstantno stopnjo rasti denarnega toka, po obdobju konkretne napovedi. V tem primeru se zgornja enačba prepiše v:

$$(6) \quad PV = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{CF_n \cdot (1+g)}{r-g} \cdot \frac{1}{(1+r)^n}$$

Kjer nova oznaka  $g$  pomeni ocenjeno konstantno stopnjo rasti denarnega toka v prihodnosti.

Vrednosti, dobljene po metodi diskontiranja prilagodimo z uporabo prej omenjenih odbitkov za pomanjkanje tržljivosti in neobvladovanje, kar je odvisno od velikosti deleža, ki ga ocenjujemo.

### 2.3.2. METODA UGLAVNIČENJA (KAPITALIZACIJE). :

Ta metoda je poenostavljena različica prejšnje, saj ta ne temelji na natančni projekciji prihodnjih donosov, pač pa predpostavlja konstantno rast ali padec normaliziranega letnega donosa, v neskončnost. Kot prvo, tudi metodo uglavničenja lahko uporabljamo za obe vrsti kapitala (lastniški ali celotni). Pri prvi zopet za donos uporabimo vsa razpoložljiva sredstva za izplačilo dividend navadnim delničarjem, pri drugi pa vsem možnim naložbenikom. Mera uglavničenja pri lastniškem kapitalu je tako strošek lastniškega kapitala, pri celotnem pa ponovno WACC.

Pri tej metodi spremembe v pričakovanih prihodnjih donosih izražamo preko mere uglavničenja, ne pa preko posebnih napovedi donosov, kot pri prejšnjem primeru. Velja pa, da ob upoštevanju konstantne stopnje rasti donosa pri opredelitvi napovedi donosov v prejšnjem modelu, dasta obe metodi enak rezultat.

Spremembe donosov pri metodi uglavničenja torej dosežemo preko stopnje rasti iz že omenjenega Gordonovega modela:

$$(7) \quad c = d - g$$

Kjer je:

$c$ ... mera uglavničenja

$d$ ... diskontna mera

$g$ ... stopnja rasti (teoretično v neskončnosti)

(Praznik, 2004)

V primeru upoštevanja WACC kot diskontne mere torej dobimo mero uglavničenja za celoten kapital ( $c_k$ ):

$$(8) \quad c_k = WACC - g$$

Osnovna formula, po kateri torej poračunamo vrednost deleža po metodi uglavničenja, je oblike:

$$(9) \quad PV = \frac{NDT_1}{c}$$

Kjer je:

$PV$ ... sedanja vrednost deleža

$NDT_1$ ... čisti denarni tok, pričakovan takoj po dnevu ocenjevanja vrednosti

$c$ ... mera uglavničenja (v tem primeru enaka diskontni meri)

(Praznik, 2004)

Ob dodatnem upoštevanju rasti donosa ( $g$ ), pa se ta preoblikuje v:

$$(10) \quad PV = \frac{NDT_0 * (1 + g)}{d - g}$$

Kjer moramo kot čisti denarni tok vzeti tistega, neposredno pred datumom ocenjevanja, ker pričakujemo njegovo rast/padec v prihodnosti, in sicer že takoj v obdobju 1.

Kot vidimo, se v vsakem izmed načinov vrednotenja pojavi potreba po prilagoditvah dobljene vrednosti. Te se predvsem nanašajo na velikost lastniškega deleža, ki ga ocenjujemo. Ker bo to eden ključnih konceptov tudi pri cenitvi deleža podjetja Domel, se osredotočimo v nadaljevanju na omenjene prilagoditve.

### 3. PRILAGODITVE VREDNOSTI, DOBLJENE PO VREDNOTENJU

Vrednotenje podjetja se večkrat izvaja na podlagi predpostavk, ki pa v končnem vrnejo le približno vrednost in ne točne. Deleži, ki jih ocenjujemo se lahko namreč razlikujejo glede na velikost, lastniinske pravice, posedovane poslovne informacije deležnika,... Prav tako moramo v obzir vzeti stanje panoge, s katero se podjetje ukvarja ter ekonomije, strukturo kapitala podjetja, njegovo odprtost za investitorje,... Prilagoditve vrednosti se tedaj v računanje sedanje prave vrednosti podjetja vnese preko t.i. odbitkov in pribitkov. Z vidika lastniškega deleža poznamo dva glavna koncepta le teh, in sicer odbitke in pribitke, ki so povezani z bistvom ocenjevanega podjetja in tiste, povezane z značilnostmi lastništva v njem. Prva skupina je neodvisna od velikosti deleža lastnika in njegovih upravljalških zmožnosti. Upoštevamo jih že pred odbitki iz druge skupine, in sicer jih dodajamo že diskontni meri, meri uglavničenja ali pa ustrezno zmanjšamo mnogokratnik (odvisno od vrste metode, ki jo uporabljamo). Primeri takšnih odbitkov so: odbitek zaradi vpliva ključne osebe, zaradi sodnih sporov, tržnih tveganj, ekoloških problemov,... Pomembnejša pa je druga skupina odbitkov, ki se deli na dva večja razreda, in sicer na odbitke zaradi neobvladljivosti in zaradi pomanjkanja tržljivosti. Te pa, v nasprotju s prvo skupino, navadno upoštevamo šele na koncu, ko smo sredstvo že ovrednotili. Dobljena ocena vrednosti nam torej predstavlja osnovo, na katero apliciramo prilagoditev in je lahko različnih zvrsti. Predstavlja lahko vrednost za obvladujočega lastnika, za manjšinskega lastnika v lastniško odprtem ali zaprtem podjetju, strateško vrednost za naložbenika,... (Praznik, 2004, 103.)

Dobljene osnovne vrednosti pa se med seboj razlikujejo tudi zaradi različnih metod, po katerih ocenjujemo. Tako pri na donosu zasnovanem načinu dobimo vrednost

obvladujočega ali manjšinskega lastnika (odvisno od vrste uporabljenih denarnih tokov), kjer pa je privzeta popolna tržljivost. Pri uporabi načina tržnih primerjav dobimo pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, vrednost za manjšinskega lastnika, zopet ob predpostavki popolne tržljivosti. Pri metodi primerljivih kupoprodaj pa navadno dobimo vrednost, ki ustreza obvladujočemu deležu, zato na njo v primeru zaprtega podjetja apliciramo še odbitek za pomanjkanje tržljivosti ter za neobvladovanje, če iščemo vrednost manjšinskega deleža. Enako kot za metodo primerljivih kupoprodaj pa velja tudi za na sredstvih zasnovan način.

Osredotočimo se torej na dva najpomembnejša sklopa odbitkov. Za nas bo v prihodnje pomembnejši odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti, a ker velikost lastniškega deleža preko ravni obvladovanja v veliki meri določa stopnjo tržljivosti, moramo najprej analizirati vidik obvladovanja in z njim povezano prilagoditev.

### 3.1. Odbitek za neobvladljivost. :

Vpliv možnosti obvladovanja podjetja na vrednost ocenjevanega deleža je vse prej kot zanemarljiv. Velikost odbitka je sicer v splošnem v primerih večjega deleža obvladljivosti (nad 50%) manjša kot pri manjšem deležu, podrobneje pa obstaja še več pomembnih razlogov za njegov nastanek in višino. Oglejmo si nekatere med njimi.

- Vpliv državnih predpisov

Ti se po svoji vsebini razlikujejo od države do države. Dejstvo je, da ponekod na pomembnejše odločitve v podjetju lahko vpliva še delničar z več kot 50% lastništvom, drugje pa je za to dovolj še dvo-tretjinski deležnik, kar pomeni, da že delničar z več kot 1/3 delnic podjetja, lahko prepreči izvajanje določenih sprememb. V tem primeru je torej enotretjinski lastniški delež mnogokrat bolj cenjen od le malo manjšega, zato je odbitek vrednosti za neobvladljivost pri njem precej manjši. Velikost odbitka se lahko razlikuje tudi glede na zmožnost razrešitve vodilnih ljudi v podjetju s trenutnega položaja, s strani malih delničarjev. Tudi ta pravica delničarjev se namreč razlikuje od države do države, nenazadnje tudi od podjetja do podjetja.

- Interni predpisi v podjetju

Podjetja si do določene mere lahko preoblikujejo predpise v sebi bolj ustrezne, čeprav se razlikujejo od državnih. V tem kontekstu je dober primer uvedba dvotretjinske večine za prevlado na glasovanjih, kljub državnim predpisom, ki določajo polovično podporo.

- Redčenje lastništva

Gre za spremembo porazdelitve lastništva v podjetju, ki je posledica na novo izdanih delnic ali pa prodaje delnic nazaj podjetju. Podjetje namreč s prodajo sebi lastnih delnic med delničarje (nove ali obstoječe), lahko zmede strukturo lastništva na način, ki lahko pomembneje vpliva na stopnjo obvladljivosti posameznega lastnika.

- Predkupna pravica

Nekatera podjetja v svojem statutu določajo predkupno pravico svojim obstoječim delničarjem. Ta jim daje možnost, da se prvi odločajo o nakupu lastnih ali na novo izdanih delnic podjetja, preden to lahko stori tretja oseba (ki trenutno ni lastnik). Prav ta ukrep naj bi delničarje branil pred pretirano spremembo lastništva.

- Način izvolitve vodilnih v podjetju  
V nekaterih podjetjih, pravila pri glasovanju za določanje vodilnih dovoljujejo, da deležnik vse svoje glasove da isti osebi. S tem bi, v primeru posedovanja dovolj velikega deleža, lahko onemogočil prevlado želja manjšinskih delničarjev. Temu pravimo kumulativno voljenje.
- Pogodbene omejitve  
Določene omejitve pravic delničarjev, kot so neizplačevanje dividend delnic, izključenost pri delitvi premoženja ob likvidaciji podjetja, pomanjkanje pravic pri soodločanju o prevzemih podjetja ali prerazporeditvi vodstva,... lahko ključno vplivajo na višino odbitka, torej na vrednost ocenjevanega deleža.
- Finančno stanje podjetja  
Mnoge pravice, povezane z obvladovanjem podjetja, so lahko označene kot "ekonomske prazne" preprosto zaradi finančnega stanja podjetja. V to štejemo pravico do soodločanja pri delitvah dividend, prodaji in nakupu sredstev ali delnic, nakupu drugih podjetij,... Podjetja na primer, ki dosegajo visoke dohode pri poslovanju, ne uživajo tudi visokega pribitka za obvladovanje, če je večina pravic kontroliranja že porazdeljena med delničarje.
- Visoko regulirana panoga  
Pri podjetjih, vključenih v panoge z visoko regulacijo s strani državnih predpisov, se odbitek za neobvladljivost lahko pojavi tudi pri 100% lastniškem deležu. Razlog za to je, da tudi obvladujoči deležniki nimajo toliko pravic pri odločanju o podjetju, kot jih imajo lastniki manj reguliranih podjetij. Govorimo o sposobnostih državnih oblasti, da odloča o likvidaciji podjetja, njegovi prodaji, nakupu, začetku nove proizvodnje,... Če primerjamo torej manj regulirane panoge z bolj reguliranimi, je razlika v odbitku za neobvladljivost med manjšinskim in večinskim deležnikom pri prvih precej večja kot pri drugih. Razlog za to je namreč dejstvo, da tudi pri podjetjih, ki so bolj regulirana s strani države, niti večinski niti manjšinski lastnik nima popolnega nadzora nad vodenjem.
- Sporazumi delničarjev o nakupu in prodaji delnic  
V nekaterih podjetjih se lahko med delničarji oblikujejo dogovori o vrednotenju delnic pri njihovi prodaji ali nakupu bodisi neposredno med delničarji, bodisi med njimi in podjetjem. Primer takšnega dogovora je sklep, da se vse delnice (torej tudi manjšinski deleži) vrednotijo kot da imajo polno moč pri obvladovanju podjetja. V tem primeru se torej odbitek za neobvladljivost na njihovo vrednost ne aplicira.
- Fiduciarna odgovornost  
Včasih večinski lastniki ne morejo uživati vseh pravic, ki jim jih posedovani delež daje, ker imajo določene obvezosti do manjšinskih lastnikov. Pri tem mislimo na primer na enakovredno delitev dobička med vse delničarje. Tako obvladujoče kot neobvladujoče lastnike se tretira enako, zato je odbitek za neobvladljivost pri manjšinskem deležniku precej manjši kot sicer. Kljub temu pa je res, da je situacija, kjer bi se vse lastnike gledalo kot enakovredne, zelo malo.
- Zasebno podjetje z javnimi vrednostnimi papirji  
Deleži podjetij, ki imajo sicer vse delnice v internem lastništvu, hkrati pa so njihove obveznice javne, uživajo manjši odbitek neobvladljivosti. Razlog za to je dejstvo, da je podjetje z javnimi vrednostnimi papirji dolžno javno objavljati informacije, do katerih sicer manjšinski lastniki ne bi imeli dostopa. To

so na primer informacije o finančnem poslovanju podjetja, transakcijah med deležniki in podjetjem... V takšnem primeru pa so tudi določene prednosti obvladujočega deleža izničene.

- Podjetje z internim lastništvom, ki deluje kot javno lastninjeno  
Podjetja, ki se kljub internemu trgu delnic obnašajo in delujejo v skladu s predpisi javno lastninjenih podjetij, so podvržena manjšemu odbitku neobvladljivosti. V tem primeru imajo namreč vsi delničarji enake informacije o podjetju in poslovanju, zato so razlike med večinskim in manjšinskim lastnikom manj očitne in manj ključne.
- Obvladovanje podjetja je enakomerno razpršeno  
V primeru, ko si na primer podjetje lasti 20 delničarjev, s približno enako velikimi deleži, se razlike med obvladujočim in neobvladujočim lastnikom zabrišejo. Vsi imajo približno enak vpliv na delovanje podjetja, zato je omejen odbitek manjši.
- Vpliv presežnih sredstev  
Količina sredstev, ki niso nujna za vsakdanje delovanje podjetja, lahko vpliva na osnovo za apliciranje odbitka za neobvladljivost, v primeru, da jih podjetje v kratkem planira prodati in razdeliti dobiček v obliki dividend ali pa pretvoriti v dejavnost, ki bo prinašala dobiček v prihodnosti.

(Valuing a business, 2008)

V omenjenih postavkah je prilagoditev včasih obravnavana kot odbitek, drugič pa kot pribitek. Med slednjima pa obstaja povezava preko sledeče formule:

$$(11) \quad \text{odbitek za neobvladljivost} = 1 - \frac{1}{1 + \text{pribitek za obvladovanje}}$$

V splošnem pri vrednotenju manjšinskega deleža podjetja moramo v obzir vzeti dejstvo, da lastnik z manjšim deležem nima pravice razpolagati s presežnimi sredstvi podjetja, kakor je to v domeni večinskega lastnika. Posledično se pri opredelitvi prostega denarnega toka, znesek razlikuje za oba lastnika. Ob vrednotenju celotnega podjetja namreč stroške, ki jih oblikujejo večinski lastniki, štejemo v razpoložljiv znesek za njihove dividende. Na drugi strani pa ta vrednost za manjšinskega lastnika v resnici mora biti zmanjšana za vpliv večinskih lastnikov, ki razpolagajo z določenimi sredstvi podjetja. Prost denarni tok za neobvladujočega delničarja je torej avtomatsko manjši.

### 3.2. Odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti. :

Po podrobni opredelitvi odbitka za neobvladljivost, sledi analiza vpliva stopnje tržljivosti. Splošno znano dejstvo je, da je sredstvo, ki ga je moč hitreje prodati dalje, za investitorja vredno več, kot tisto z manj potencialnimi kupci. Deleži lastnikov v lastniško zaprtih podjetjih so predmet manjše tržljivosti v primerjavi z drugimi naložbami na trgu. Zato je za ocenjevalca vrednosti pomembno preučiti vpliv nižje tržljivosti sredstva in z njo povezane nelikvidnosti. V tem kontekstu pojem nelikvidnosti razumemo kot zmanjšanje sposobnosti lastnika celotnega podjetja, da pretvori svoja naložbena sredstva v denar hitro in s čim manjšimi stroški. Hkrati pa pomanjkanje tržljivosti opredeljuje isto nezmožnost za manjšinskega delničarja. Posledično bomo pri odbitkih zaradi manjše likvidnosti govorili o sposobnostih prodaje večjih deležev, sredstev podjetja, o združitvah,... Odbitki zaradi pomanjkanja tržljivosti pa se nanašajo na prodajo manjših deležev in posameznih delnic.

Razlogov za nastanek različnih stopenj obeh omenjenih odbitkov zaradi pomanjkanja tržljivosti je več:

- Prodajna pravica  
Najmočnejši dejavnik, ki bi lahko v celoti izničil vpliv tega odbitka je pravica do prodaje deleža. Pri tem mislimo na deležnikovo prodajo ob določenem pogodbenem času ali pogojih, po dogovorjeni ceni. Ta pravica nam torej zagotavlja prodajo deleža v določenih okoliščinah, kar pomeni, da je strah nezmožnosti prodaje odvečen.
- Izplačila dividend  
Delnice brez ali z nizkim zneskom izplačanih dividend so deležne večjega odbitka za pomanjkanje tržljivosti, kot tiste z visokimi donosi. Velja namreč, da dobiček lastnika delnice z večjimi dividendnimi izplačili ni odvisen le od kapitalskega donosa ob prodaji deleža. Več dobi že sproti v času imetja papirja, zato je takšna delnica precej bolj zaželjena med investitorji in lažje prodajljiva.
- Potencialni kupci  
Obstoj sprejemljivega števila potencialnih kupcev deleža, ali celo enega z dovolj velikim potencialom nakupa, zmanjša velikost odbitka tržljivosti.
- Stopnja interesa  
Za primer lahko vzamemo dejstvo, da se večji paket delnic težje proda. Razlog je manjše zanimanje potencialnih kupcev, saj so transakcije, povezane s tem nakupom, sorazmerno večje. Odbitek za netržljivost je torej večji, po drugi strani pa vemo, da je tovrstna prilagoditev zaradi večje obvladljivosti manjša.
- Verjetnost, da podjetje postane javno  
V primeru, da je v bližnji prihodnosti zasebnega podjetja zelo verjetna (na primer) kotacija delnic na borzi, bo odbitek za pomanjkanje tržljivosti manjši. V kratkem se namreč pričakuje, da bo vrednost delnice narasla, ker bo le ta podvržena širšemu trgu in možnosti večjega povpraševanja. Res pa je, da je takšen razplet navadno negotov in težko napovedljiv.
- Dostop in zanesljivost informacij  
V primeru, da manjšinski deležnik nima dovolj informacij o poslovanju in stanju podjetja, je vrednost delnice z njegovega vidika manjša. Težje namreč oceni možnost prodaje svojega deleža dalje.
- Pogoji prodaje restriktivnih delnic  
V nekaterih podjetjih so oblikovani različni pogoji trgovanja z restriktivnimi delnicami, ki še dodatno omejujejo njihovo prodajo in nakup na področju cene, količine, potencialnih kupcev,... kar zaradi težjega trgovanja povzroči večji odbitek zaradi netržljivosti.
- Karakteristike podjetja  
Pretekla finančna stanja podjetja močno vplivajo na stopnjo tržljivosti, saj je v primerih konstantnega poslovanja tveganje nenadnega propada manjše in se delež lažje proda. Na drugi strani pa je podjetje, ki ima zelo razgibano finančno preteklost tako v smislu porasta dobička kot njegovega padca, bolj tvegano za naložbenika. S tem povezujemo tudi vpliv velikosti podjetja. Večji obseg poslovanja navadno pomeni stabilnejše podjetje, kar pa manjša odbitek.



Kot že omenjeno, je obravnavani odbitek močno povezan s stopnjo obvladljivosti ocenjevanega deleža, vendar velja, da je uporaba statističnih podatkov kot osnove za določanje odbitka za pomanjkanje tržljivosti, bolj naklonjena ocenjevanju manjšinskega deleža. Pri vrednotenju zasebnih podjetij si torej ocenjevalci za osnovo, na katero bodo aplicirali odbitek, lahko izberejo vrednost restriktivnih delnic (delnice, s katerimi določen čas ni možno trgovanje na odprtem trgu) ali pa (ustrezneje) začetnih javnih ponudb (vrednost ponudbe za delnice pred postavitvijo njihove cene na borzi). In ko govorimo o manjšinskem deležu, se odbitek pri njegovi vrednosti giblje od 30% do 50% tržne cene delnice.

### 3.2.1. *Določanje odbitka na podlagi vrednosti restriktivnih delnic.* :

Takšen način vrednotenja za osnovo privzema vrednost restriktivne, na primer pisemske delnice, ki se od kotirane delnice na borzi razlikuje le po tem, da je z njo določeno obdobje nemogoče javno trgovati. Tržljivost je torej edina razlika med pisemsko in javno tržljivo delnico istega podjetja, zato je njen vpliv toliko lažje razbrati.

Javna podjetja običajno izdajo pisemske delnice v primerih prevzemanja drugih podjetij ali dviga lastnega osnovnega kapitala. Njihova registracija preko javne družbe je namreč nepraktična z vidika porabljenega časa in stroškov izdaje. Poleg tega, je v tem primeru podjetje dolžno objavljati določene podatke o trgovanju z omenjenimi delnicami, tudi če le to poteka izključno znotraj internega trga delnic.

Uporaba primerjave z vrednostmi restriktivnih delnic je s strani ocenjevalcev vrednosti zelo pogosta. Kljub temu pa velja, da je zaradi dejstva, da bo lastnik restriktivne delnice lahko po določenem obdobju delnico prodal na organiziranem trgu, le ta danes za njo pripravljen plačati več kakor za delež v lastniško zaprti družbi. Zasebni delež ima namreč zelo malo možnosti, da bo kdaj podvržen trgovanju na borzi. Prav zato pa nam odbitek, dobljen preko primerjave z restriktivnimi delnicami še vedno ne daje realne vrednosti. Zaradi te omejenosti raziskav restriktivnih delnic, so ocenjevalci pričeli primerjati cene trgovanj z delnicami, ki so bile realizirane pred prvo javno ponudbo s cenami delnic istega podjetja, ko so bile le te že uvrščene na borzo.

### 3.2.2. *Določanje odbitka na podlagi vrednosti pred prvo javno ponudbo.* :

Kot pomoč pri oceni višine odbitka se lahko privzame tudi vrednost delnice pred prvo javno ponudbo. To je vrednost, ki še ni obremenjena z delovanjem trga in podvržena tržljivosti, kakor delnica, ki že dalj časa kotira na borzi. Odbitek je torej po tej metodi vrednoten toliko, kot je razlika med ocenjeno vrednostjo delnice pred njenim pojavom na borzi ter njeno vrednostjo pri kotaciji na javnem organiziranem trgu.

Prav tako kot pri vrednotenju manjšinskega deleža podjetja, pa moramo odbitek za pomanjkanje tržljivosti aplicirati tudi na obvladujoči delež. Pri tem, kot omenjeno, uporabljamo izraz "nelikvidnost", ki označuje nezmožnost lastnika podjetja hitro in s čim manjšimi stroški unovčiti svojo lastnino. V primerjavi z lastnikom posamezne delnice oziroma manjšega deleža podjetja, obvladujoči lastnik v lastniško zaprtem podjetju precej težje proda svoj delež. Ker pa je o določanju odbitka zaradi pomanjkanja tržljivosti obvladujočih deležev zelo malo empiričnih podatkov, je pri preučevanju potrebno upoštevati posebnosti vsakega posameznega primera. Prodaja večinskega deleža podjetja je namreč zahteven, trajen in negotov postopek, kar še toliko bolj velja za deleže zasebnih podjetij. Postopek unovčitve obvladujočega deleža

podjetja zajema pridobitev ponudb za nakup deleža in zasebno prodajo celotnega podjetja ali vsaj večinskega deleža. Lastnik takšnega deleža mora torej pri prodaji obravnavati naslednja dejstva:

- Negotovost trajanja časovnega obdobja, v katerem bo prodaja izvršena  
Do določene mere sicer lahko daljše obdobje čakanja kompenzirajo donosi deleža, ki jih lastnik v tem času še vedno prejema.
- Stroški, ki nastanejo zaradi postopka prodaje  
S tem mislimo na stroške postopka pridobitve potencialnih kupcev in njihovih zahtev, stroške za pridobitev potrebne dokumentacije in pogajanj glede jamstev ter administrativne stroške za delo z odvetniki, računovodji, potencialnimi kupci ali njihovimi predstavniki,...
- Tveganje povezano z dejansko doseženo vrednostjo posla  
Stopnja takšnega tveganja je navadno visoka, saj je posel ovrednoten le s pričakovano vrednostjo, poleg tega pa na dolgotrajen postopek trgovanja lahko vplivajo tako zunanji kot notranji dejavniki. Dalje lahko dodamo, da vedno obstaja tveganje, da se posla sploh ne da skleniti, ne glede na pričakovano ceno. Velja namreč, da kljub običajni dovzetnosti javnih trgov za transakcije z delnicami različnih podjetij iz različnih industrij, nekatera zasebna podjetja nikoli ne bodo javno sprejeta.
- Oblika postopka transakcije  
Čeprav je postopek prodaje že zaključen, lahko kupec plačilo deloma izvrši mnogo kasneje ali pa v obliki delnic, ki so navadno restriktivne. V tem primeru vrednost delnice zasebnih podjetij (kot razloženo prej) ni enakovredna restriktivni delnici odprto lastniških družb.
- Nezmožnost predhodnega izplačila  
Celo prodaja obvladujočega deleža zasebnih podjetij bankam običajno ne predstavlja dovolj gotovega posla. Prav zato lastniku, ki čaka na prodajo, ne bodo vnaprej izplačale predvidenega zneska, ki naj bi ga dobil pri prodaji svojega deleža, tudi če ta denar nujno rabi.

Navedli smo že dva načina, kako najlažje dobimo primerljivo vrednost za določanje višine odbitka pri manjšinskem deležu, sedaj pa se osredotočimo še na obvladujočega. Odbitek zaradi pomanjkanja likvidnosti tako lahko določimo glede na:

- Ceno, ki jo prodajalec deleža doseže na javnem trgu pri prvi ali drugi ponudbi
- Ceno, doseženo pri zasebni prodaji lastniško popolnoma zaprtih podjetij
- Nakupe obvladujočih deležnikov javno financiranih podjetij

Da imata lastništvo podjetja in njegova odprtost trgu znaten vpliv na njegovo vrednost, je vidno tudi iz razlik vrednosti v prejšnjem poglavju omenjenih multiplikatorjev med javnimi in zasebnimi podjetji. Navadno so namreč povprečni multiplikatorji za nakup zasebnega podjetja precej nižji od tistih, za javno podjetje. Razlogov za tovrstno razliko pa je več:

- Izpostavljenost trgu
- Kvaliteta in zanesljivost računovodskih podatkov
- Učinek velikosti

Podatki o javnih podjetjih in njihovih cenah delnic so vsakodnevno objavljeni v raznih medijih in predstavljajo lahko dostopne informacije za potencialne vlagatelje. Tovrstna podjetja so do določene mere tudi dolžna objavljati nekatere podatke na spletnih straneh in na raznih srečanjih z mediji. Nasprotno pa to ne velja za zasebna podjetja, ki svojih podatkov ne razkrivajo javnosti, zaradi česar se potencialni kupci

težje odločajo o njihovem nakupu. V izboru zasebnih podjetij zaradi pomanjkljivih informacij namreč ne znajo izbrati najbolj ustreznega. Manjša izpostavljenost trgu torej preko odbitka zaradi pomanjkanja tržljivosti povzroča nižjo vrednost podjetja. Podjetja, ki vodenje računovodskih storitev in upravljanje z delnicami prepustijo posebnim družbam, ki so za to specializirane, se v javnosti pojavljajo z zelo zanesljivimi in urejenimi podatki. Posledično pa so za vlagatelje bolj zanimiva, saj se njihov nakup zdi manj tvegan. Večje zanimanje za nakup tako prinaša večjo tržljivost in višjo vrednost deleža.

Velikost podjetja pa je po mnenju nekaterih analitikov še tretji dejavnik, ki pripomore k razlikovanju multiplikatorjev vrednotenja podjetij. Zasebna podjetja so namreč navadno manjša od javnih in imajo hkrati nižje vrednosti.

#### 4. KRATKA PREDSTAVITEV PODJETJA X

Podjetje X je eno večjih slovenskih industrijskih podjetij, ki deluje že od leta 1946, njegova glavna dejavnost pa je proizvodnja električnih motorjev in komponent iz laminatov, aluminija, termo plastike,... Njihovi izdelki se uporabljajo večinoma za vgradnjo v vakuumске enote, pa tudi na področju bele tehnike, prezračevanja, avtomobilske proizvodnje, medicine,... Največji izvozni trg jim predstavlja Nemčija, v manjši meri pa sodelujejo tudi z Madžarsko, Švedsko, Poljsko, Italijo, Avstrijo, Romunijo,... Zgovoren podatek o njihovi uspešnosti je tudi dejstvo, da je, kot že omenjeno zgoraj, v kar šest od desetih prodanih sesalnikov v Evropi, vgrajen motor, ki je proizveden v podjetju X. V svetovnem merilu sodelujejo s podjetji kot so Elektrolux, Philips, Rowenta, Stihl, Husqvarna, Samsung,... poleg štirih proizvodnjih enot v Sloveniji pa ena obratuje tudi na Kitajskem.

Podjetje X ima zelo pestro zgodovino, tako z vidika menjave področij delovanja, kakor tudi načina in organizacije vodstva. Prvih 12 let od ustanovitve se je ukvarjalo predvsem s predelavo in izdelavo kovinskih izdelkov. Po še dveh preimenovanjih se šele leta 1994 oblikuje v delniško družbo, v letu 2010 pa večjo prelomnico za podjetje pomeni preoblikovanje iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo. Posebnost podjetja je, da ostaja v lasti zaposlenih, bivših zaposlenih in upokojenec, kar pa je v slovenskem gospodarskem prostoru edinstven primer. Leta 1998, v času množičnega lastninjenja slovenskih podjetij, so delavci podjetja X reorganizirali združenje notranjih delničarjev v družbo pooblaščenko. To so storili iz strahu pred domnevnim sovražnim prevzemom podjetja s strani tuje družbe, ki naj bi podjetje želela prevzeti zaradi že takrat velikega tržnega deleža v Evropi (20%). Prihodnost pooblaščenke je bila sicer zelo negotova in mnogi so obetali propad podjetja, v primeru da ta ne dobi močnega strateškega partnerja. Ampak strah delavcev je bil močnejši, zato je skupina glavnih zastopnikov delničarjev pričela odkupovati delnice vseh ostalih in tako večati svoj lastniški delež. Posledično so na odločilni skupščini ohranili vlogo najmočnejšega lastnika matičnega podjetja in s tem zavarovali lastne interese ter preprečili sovražni prevzem. Delnice je pooblaščenka v veliki meri predala matičnemu podjetju, ki jih je nato razdelilo svojim zaposlenim. Tako danes lastniki podjetja v 92,36% deležu ostajajo zaposleni, bivši zaposleni in upokojenci. Ostalih 7,64% pa ostaja delnic vplačanih z denarjem, torej ne nujno del pooblaščenke. Tudi te z dohodkom iz dejavnosti, ki jih opravlja, pooblaščenka odkupuje in tako še večja delež lastništva matičnega podjetja.

Proizvodnja motorjev, ki so glavni program podjetja X, se je povečala za 50%, močno

pa se je povečala tudi prodaja v ZDA. Dobiček se je povečal za 4 krat, investicije v novo tehnologijo pa za 4,5 krat. V tem času so ohranili prav vse kupce in pridobili nove na tržiščih, na katerih podjetje do tedaj še ni bilo prisotno.

#### **4.1. Osnovno o delnicah podjetja X. :**

Kot razloženo je torej podjetje X delniška družba, katere večinski lastniki so zaposleni (52,66%), upokojenci (30,51%) in bivši zaposleni (9,06%). Podjetje ima tudi 0,13% lastnih delnic, ki jih predvsem v zadnjih obdobjih skuša razporediti izključno v roke zaposlenih.

V celoti so delnice družbe razdeljene na tiste z oznako A in tiste z oznako B. Imetnik delnice A ima pravico do enega glasu na skupščini, do sorazmernega izplačila dividend ter do sorazmernega dela iz ostanka stečajne ali likvidacijske mase, v primeru stečaja podjetja. Glasovalne pravice vsakega delničarja so omejene, in sicer na 2 odstotka izdanih glasovalnih delnic, ne glede na dejanski delež njegovega lastništva.

Posebnost delnic podjetja X je, da so vinkulirane, kar pomeni, da je za njihov prenos lastništva zunaj kroga obstoječih delničarjev potrebno posebno soglasje nadzornega sveta. Na ta način se ohranja zaprt krog lastnikov podjetja. V primeru, da so delnice z oznako A ponujene obstoječim delničarjem, imetnikom delnic z oznako A ter v 30 dneh ni prišlo do prodaje, predkupno pravico dobi družba (za sklad lastnih delnic). Če ta v istem obdobju (30 dni) te pravice ne uveljavi, lahko delničar šele s soglasjem nadzornega sveta delnice ponudi tretji osebi. Za delnice z oznako B, ki so pridobljene na podlagi stvarnega vložka saj jih je delničar vplačal z gotovino pa velja, da se lahko prosto prenašajo tudi izven kroga obstoječih delničarjev. Poleg tega njihova prodajna cena ni vezana na upoštevanje določb statuta družbe, kot to velja za delnice A. V primeru, da družba ne koristi predkupne pravice delnic z oznako B, lahko delničar le te brez soglasja prosto proda tretji osebi.

Pri prodaji velja, da ceno delnic, ki se uporablja za trgovanje delnic z oznako A, določi nadzorni svet, pri čemer upošteva knjigovodsko, ocenjeno in tržno vrednost delnice. Konec leta 2017 je osnovni kapital družbe sestavljalo 514.215 delnic z nominalno vrednostjo 4,1729 EUR. Podjetje jih je v preteklem letu kupovalo po ceni od 5,50 do 7,00 eurov na delnico, na skupščini leta 2018 pa so ceno omejili med 10 in 20 euri na delnico.

#### **4.2. Analiza makroekonomskega okolja. :**

Kot omenjeno je torej podjetje X elektroindustrijsko podjetje, katerega glavna dejavnost je proizvodnja elektromotorjev, generatorjev in transformatorjev. V sklopu vseh dejavnosti ta spada med predelovalne, ki so najobsežnejše. Podjetje se nahaja na območju Gorenjske regije, ki spada na četrto mesto po rezultatih poslovanja (merilo so število družb, zaposlenih, skupni prihodki) vseh gospodarskih družb v Sloveniji. Glede na to, da velik del njegovih dobaviteljev predstavljajo slovenske družbe, kupci pa so v veliki meri tuje, je za našo napoved prihodnjih denarnih tokov zelo pomembno stanje gospodarstva tako pri nas kot tudi v tujini.

#### **4.3. Gospodarska gibanja v Sloveniji. :**

Predelovalne dejavnosti v Sloveniji po podatkih za leto 2017 pokrivajo največji delež (53,9%) čistih prihodkov od prodaje na tujih trgih, hkrati pa prevladujejo tudi po številu zaposlenih. Na slovenskem prostoru je tako imela po podatkih Gospodarske zbornice Slovenije za leto 2017, elektronska in elektroindustrija (EEI) 20,5% delež izvoza in je ustvarila 17,92% dodane vrednosti slovenske predelovalne industrije.

Čisti prihodki od prodaje za EEI že od leta 2009 naraščajo, prav takšen pa je tudi trend gibanja deleža prodaje na tuje trge. Dodana vrednost na zaposlenega po padcu v 2009 strmo narašča, stroški v njej pa se praviloma znižujejo, z eno izmed izjem tudi v letu 2017 (povišanje za 1,4%). Neto čisti dobiček skozi leta počasi narašča, prav tako pa praviloma tudi kazalnik ROE (delež dobička v kapitalu).

Proizvodnja električnih naprav je v letu 2017 znotraj vseh predelovalnih dejavnosti zabeležila največji skupni prihodek, in sicer 12,2%, z višino neto čistega dobička pa se uvršča na drugo mesto, takoj za proizvodnjo farmacevtskih surovin in drugih preparatov. Tako skupni prihodek kot neto čisti dobiček sta višja kot leto poprej, čista izguba pa upada.

Po podatkih Zbornice elektroindustrije Slovenije bo v prihodnjih letih povpraševanje še vedno poganjal izvoz, ki bo sicer prednjačil pred domačo porabo in javnimi investicijami, a se bo njegova rast počasi umirjala. To naj bi bila predvsem posledica upočasnitve rasti tujega povpraševanja in odsotnosti nekaterih dejavnikov v avtomobilski industriji, ki so izvoz povečevali v zadnjih letih. Hkrati se bodo stroški dela postopno zviševali, zato izboljševanja izvozne konkurence ni pričakovati. V obdobju 2018-2020 naj bi po napovedih UMAR rast investicij ostala visoka. Podjetja naj bi investirala zaradi rasti povpraševanja, zasebne investicije pa bodo posledica optimizma med potrošniki in ugodnega gibanja na trgu dela, čeprav bodo kasneje v prihodnosti zaradi umirjanja rasti zaposlenosti precej nižje. Višanje cen nafte in storitev naj bi privedlo do manjšega povečanja inflacije na dobra 2%.

#### **4.4. Gospodarska gibanja v Evropi in po svetu. :**

Splošni trendi tako na evropskih trgih kot tudi drugod po svetu, so usmerjeni v blažjo rast elektroindustrije kot v zadnjih letih. Pri tem je največji napredek zaznan v avtomobilski industriji, s povečano prodajo gospodarskih in osebnih vozil. Negativni trendi pa se znotraj elektroindustrije pojavljajo predvsem zaradi nadaljnega upočasnjevanja trga BRICS (Brazilija, Rusija, Indija, Kitajska, Južna Afrika), ki v veliki meri izhaja iz odnosov med Rusijo in Ukrajino in devalvacije Ruskega rublja. Kljub temu se v prihodnosti pričakuje zmerna rast v večini industrijskih držav, verjetnost pa obstaja, da bodo dodatno zavoro na pozitivna gibanja prinesli dogodki v zvezi z brexitom in novo mednarodno trgovinsko politiko predsednika Donalda Trumpa. Napoved za prihodnost s strani evropske organizacije IDEA (International Distributors of Electronic Association) torej vključuje pozitivno, a počasnejšo rast panoge, kar so podkrepili s podatki v grafu:

**4.5. Finančna analiza poslovanja podjetja X.** Predstavila bom glavne lastnosti gibanj osnovnih postavk bilance stanja podjetja X v preučevanih 5 letih, torej v obdobju 2013 do 2017. Vse podatke sem pridobila iz javno objavljenih letnih poročil podjetja, za lažjo analizo pa sem zraven vzela še tri podjetja, s katerimi sem primerjala naše izbrano podjetje. To so Kolektor Sikom, Bosch Rexroth d.o.o. in EBM-Papst Slovenija, ki izhajajo iz iste panoge kot podjetje X. Po svoji usmerjenosti v izvoz v tujino so si zelo podobni, a po vrednosti sredstev precej različni.

**4.5.1. Prihodki od prodaje.** Če si najprej ogledamo prihodke od prodaje našega podjetja vidimo, da so v preučevanih petih letih spodbudno naraščali, in sicer s povprečno stopnjo 114%. To je predvsem posledica vse večje proizvodnje in prodaje, podjetje je razširilo svojo ponudbo in se v veliki meri pričelo ukvarjati tudi z avtomobilsko industrijo, s čimer so si povečali trg. Ker je podjetje izrazito izvozno usmerjeno, se krepitev gospodarstva v tujini in okrevanje podjetij po krizi vidno

močno odraža na izboljšanju njegovih rezultatov poslovanja. Naraščali so tudi drugi prihodki, kot so prihodki iz poslovnih terjatev in drugi usredstveni lastni proizvodi in storitve. Ob primerjavi rasti prihodkov našega podjetja in preostalih treh lahko opazimo, da prihodki od prodaje pri nobenem ne naraščajo s tako visoko stopnjo. Na grafu kjer primerjamo rasti prihodkov vseh štirih podjetij, je edino podjetje Bosch Rexroth tisto, ki v zadnjem letu 2017 preseže rast prihodkov podjetja X, po upadu v letu 2015. Res pa je, da so vsa ostala tri podjetja naklonjena trendu zviševanja stopnje rasti, kar je za v prihodnje zelo spodbudno, zato se lahko kmalu srečajo na nivoju podjetja X.

4.5.2. *Stroški.* Celotne stroške podjetja X sem razdelila na glavne postavke, ki so stroški blaga, materiala in storitev, stroški dela, prevrednotovalni poslovni odhodki in amortizacija.

Stroški blaga, materiala in storitev so v preučevanih petih letih naraščali prav tako kot prihodki, s povprečno stopnjo 114%. Glavni delež predstavljajo stroški materiala, ki so povečani predvsem zaradi povečane proizvodnje in nabave materiala, dobave boljših in zahtevnejših materialov. Znotraj prihodkov od prodaje se je delež stroškov materiala do leta 2015 zmanjševal (iz 54% na 50%), nato pa se je trend začel slabšati in do leta 2017 zopet dosežemo 53%. Zmanjševanje je predvsem posledica optimiziranja zalog in nabave surovin, nato pa je povečanju verjetno sledilo tudi zaradi novo načrtovane proizvodnje izdelkov, ki se še niso prodali, kar se vidi tudi na precejšnjem povečanju zalog v zadnjih dveh letih.

Naslednja pomembna postavka so stroški dela, ki predstavljajo dobrih 20% prihodkov od prodaje, njihov delež pa se v trendu znižuje. Čisti dobiček na zaposlenega je v petih letih zrastel kar na 301% vrednosti, in sicer na 8573 evrov, kljub temu da podjetje zaposluje v precej veliki meri, hkrati pa se stroški na zaposlenega postopoma večajo po nekaj odstotnih točk na leto. To je sicer tudi posledica vse večjih izplačevanj nagrad in stimulacij.

Amortizacija pri podjetju X je precej stalna glede na gibanje prihodkov, in sicer predstavlja njihov 5% delež, poleg tega tudi prihodnosti glede na investicije ni pričakovati prevelikih sprememb. To bom omenila predvsem kasneje, pri analizi napovedi za prihodnjih 5 let. Ob primerjavi z ostalimi tremi podjetji opazimo, da je vsem skupna večja rast stroškov kot prihodkov za leto 2016. Sklepamo lahko, da gre za večje dobave materiala, investiranje in povečanje proizvodnje, ki sovpadajo z rastjo in razvojem tujih trgov. Iz podatkov vidimo, da naše podjetje vse bolj obvladuje stroške, saj se njihov delež v prihodkih manjša, in sicer se v skupnem zmanjša za 5%, na 92% prihodkov od prodaje. Pri ostalih treh podjetjih pa je sprva videti, da daleč najboljše stroške obvladuje Kolektor Sikom, saj ti predstavljajo pod 90% prihodkov, Bosch Rexroth in EBM-Papst Slovenija pa dosegata vrednosti blizu 100%. Vendar tu moramo upoštevati tudi same prihodke in njihovo rast, drži namreč, da je prav rast prihodkov podjetja Kolektor Sikom, najnižja med vsemi.

4.5.3. *Dobiček in EBITDA marža.* Dobiček iz poslovanja podjetja X, po davkih, je v 5 letih narasel za 8 milijonov evrov, njegova rast pa se upočasnjuje. To gre pripisati predvsem povečanju celotnih stroškov, saj se stopnja njihove rasti v letih 2016 in 2017 čisto približa rasti skupnih prihodkov. Rast čistega dobička tako iz 218% v letu 2014 pade na 106% v letu 2017. EBITDA ali dobiček iz poslovanja pred amortizacijo je eden od pokazateljev poslovne uspešnosti podjetja. Ker je amortizacija leračunovodski poseg (knjižba), ki nima nobenega vpliva na denarni tok podjetja, se pri izračunavanju EBITDA prišteva nazaj k dobičku iz poslovanja.

Pri podjetju X se v povprečju njena rast giblje okoli 122%, trend upadanja pa je predvsem posledica upada porasta poslovnega izida iz poslovanja. Rast EBITDA se sicer znižuje tudi na področju celotne elektroindustrije, a je vseeno nižja od rasti pri podjetju X.

4.5.4. *Sredstva in neto obratni kapital.* Na strani sredstev večinski delež do leta 2016 predstavljajo kratkoročna sredstva, v omenjenem letu pa v podjetju izvedejo večje investicije v osnovna opredmetena sredstva, natančneje v proizvodjalne stroje in opremo. V ta namen se tudi zadolžijo pri večjih slovenskih bankah, kar se pozna tudi na povečanih dolgoročnih obveznostih na strani pasive v bilanci stanja. Sicer imajo v sklopu kratkoročnih sredstev glavno vlogo poslovne terjatve, ki se nanašajo predvsem na kupce na tujih trgih, saj je podjetje izrazito izvozno usmerjeno.

V deležu prihodkov, so opredmetena osnovna sredstva v analiziranih letih predstavljala dobrih 20% prihodkov, porast preko 30% v zadnjih dveh letih pa je predvsem posledica zgoraj omenjenih povečanih investicij.

Zaloge so do leta 2017 predstavljale od 13 do 15%, pri čemer je padec viden v letu 2015, ko se je povečala prodaja, proizvodnja pa temu povečanju še ni povsem sledila. Delež zalog se je tako zmanjšal, že v naslednjem letu pa zopet povečal, saj so dobavili nov material in pospešeno pričeli s proizvodnjo. Enak trend sem omenila že zgoraj pri porastu tako celotnih stroškov kot tudi prihodkov od prodaje. Politika podjetja je sicer na dolgi rok usmerjena v vitko proizvodnjo, kar pomeni nagnjenost k zmanjševanju kopičenja zalog.

Na strani terjatev so predvsem pomembne kratkoročne terjatve do kupcev, ki predstavljajo v povprečju okoli 18% prihodkov od prodaje. Ob povečani prodaji v letu 2015 je viden nekoliko višji delež (20%), ki pa kmalu pade nazaj na 17%. To kaže na precej učinkovito konvertiranje terjatev v denarna sredstva, kar nam prikazuje tudi doba obračanja terjatev, ki v petih letih iz 90 dni upade na 54.

Če dobičkonosnost sredstev preko kazalnika ROA primerjamo znotraj vseh 4 podjetij vidimo, da so najbolj dobičkonosna sredstva podjetja Kolektor Sikom, njihov ROA koeficient pa v zadnjem letu po 5 letih naraščanja ujame tudi podjetje X.

Zaloge in terjatve do kupcev sta najpomembnejši postavki pri izračunavi neto obratnega kapitala podjetja. Ta nam prikazuje presežek kratkoročnih sredstev nad kratkoročnimi obveznostmi. Večja kot je njegova vrednost, kasneje po nakupu so produkti podjetja res plačani s strani kupcev in več zalog se v podjetju kopiči. Zato je z vidika denarnih tokov dobro dosegati čim nižje vrednosti neto obratnega kapitala. Pri podjetju X lahko vidimo, da je njegova vrednost do leta 2015 rasla, nato pa do leta 2017 pričela upadati. Upad je predvsem posledica boljšega upravljanja z zalogami, porast v 2015 pa je povzročila povečana prodaja in s tem več kratkoročnih terjatev do kupcev, ki so jih v prihodnjih letih uspešno omejili.

4.5.5. *Financiranje.* Poznamo dve vrsti financiranja podjetij, in sicer financiranje z dolžniškim kapitalom, ki je s strani podjetja bolj ugodno in pa z lastniškim kapitalom, ki predstavlja manjše tveganje. Najbolj racionalno je torej, da podjetje ohranja sorazmeren delež obeh vrst financiranja. Pri podjetju X vidimo, da je se financira predvsem s strani lastniškega kapitala, in sicer njegov delež predstavlja dobrih 70% financiranja. Najbolj je delež narasel v letu 2015, ko so finančne obveznosti (tako

dolgoročne kot kratkoročne) upadle glede na preteklo leto, saj so bila bančna posojila preteklo leto precej višja, kar nekaj pa so jih v letu 2015 že tudi poplačali.

Oglejmo si še kazalnik neto dolga znotraj EBITDA vrednosti, ki je postal sinonim za tveganost podjetja. "V smiselno razmerje postavi zadolženost in dobičkonosnost družbe z namenom ocenjevanja zmožnosti družbe poravnati svoje finančne dolgove v prihodnosti, in sicer ob predpostavki, da družba ohrani isti obseg poslovanja in dobička. Višji Neto dolg na EBITDA pomeni manjšo sposobnost družbe odplačevati dolgove ter obenem višjo mero tveganja za vlagatelja oziroma kreditorja. Velja standard, če vrednost kazalnika preseže 4 ali 5, obstaja velika verjetnost da bo družba v prihodnje s težavo poravnala svoje finančne obveznosti ter hkrati ne bo zmožna pridobivati novih finančnih virov, ki so nujni za rast in razvoj podjetja. To je splošno načelo, čeprav je višina kazalnika povsem različna med panogami. " (<http://www.financnislovar.com/definicije/neto-dolg-ebitda.html>)

Pri našem podjetju X se kazalnik giblje malo nad 1, kar nakazuje na nizko tveganost podjetja in njegovo privlačnost za vlagatelja.

#### **4.6. Napoved poslovanja podjetja X v izbranem obdobju in izračun FCF.**

Kot obdobje, na katerega bom projecirala ugotovitve iz preučevanega petletja (2013 - 2017), sem vzela naslednjih 5 let, ki sledijo, torej obdobje 2018 - 2022. Za ta leta sem najprej na podlagi analize poslovanja opisane zgoraj, napovedala poslovni izid, nato pa ga diskontirala na datum vrednotenja, torej na 31.12.2017. Pri tem sem uporabila diskontno stopnjo, katere izračun bom kasneje podrobneje utemeljila, saj je bilo ravno določanje odbitkov in pribitkov diskontnega faktorja eden ključnih delov moje raziskave.

*4.6.1. Napoved prihodkov od prodaje.* Za pet prihajajočih let sem stopnjo rasti prihodkov od prodaje nastavila na 1,12, kar je za 3 odstotne točke nižje od rasti v letu 2017. Takšno rast sem napovedala, ker je podjetje izrazito izvozno usmerjeno (88% izvoza v tujino), po napovedih o rasti gospodarstva pa naj bi se rast na enem največjih trgov podjetja X (Nemčija), v prihodnosti nekoliko umirila. Enako velja tudi za ostale tri glavne trge, to so Avstrija, Romunija in Madžarska. Na drugi strani pa so napovedi za avtomobilsko industrijo, ki predstavlja vedno večji delež proizvodnje podjetja X, pozitivne. V grafu sem prikazala, kako je prodaja na področju avtomobilske industrije v podjetju naraščala v zadnjem petletju. Tako se je iz slabih 7% v letu 2013 do leta 2017 povzdignila na slabih 16%, kar je ob hkratnem velikem povečevanju skupnih prihodkov od prodaje še posebej spodbudno. V primerjavi sem zajela glavna tri področja proizvodov (avtomobilska industrija, ventilatorji in sesalne enote) in razvidna je rast vseh treh. Ker je Nemčija, kot omenjeno, glavni izvozni trg podjetja X, pričakujejo pa več kot 2% letno rast trga avtomobilske industrije, predpostavljam še naprej pozitivno rast prihodkov prodaje podjetja X. Rast drugih prihodkov sem v prihodnje napovedala usklajeno z letom 2017, saj je stopnja rasti celotnih poslovnih prihodkov predvsem odvisna od rasti prihodkov od prodaje, večjih finančnih prihodkov iz poslovnih terjatev pa podjetje ne pričakuje.

*4.6.2. Napoved odhodkov.* Odhodke podjetja sem napovedovala na podlagi njihovega deleža v poslovnih prihodkih v preučevanih 5 letih. Kot glavna postavka so tu stroški materiala, storitev in blaga. Njihov delež sem iz 62% v 2017 do leta 2022 povečala na 66%, predvsem na podlagi napovedi povečanja stroškov materiala in surovin. Stroški storitev in nabavna vrednost prodanega blaga po predvidevanjih



ostajajo enaki preteklim letom.

Na drugi strani pomemben del odhodkov predstavljajo stroški dela, katerih delež po mojih napovedih v prihodnosti upade. Napovedala sem 5% rast stroškov na posameznega zaposlenega, kar je povprečna rast preteklega petletja. V prihodnje pričakujemo nekoliko večjo produktivnost, zato sem temu prilagodila tudi rast prihodkov na zaposlenega. Stopnjo sem nastavila na malo več od povprečja zadnjih petih let, in sicer 9%. Od tod pa sem pridobila število zaposlenih, ki je potrebno za doseg zastavljenih ciljev in napovedanega poslovnega izida. Podjetje je usmerjeno k precejšnjemu zaposlovanju in krepitvi kadra tako v proizvodnji kot tudi v razvoju. Z izračunom pridobljena stopnja zaposlovanja se mi zdi smiselna, saj ima podjetje v sklopu širjenja proizvodnje v Škofji Loki in tudi na drugih mestih v Železnikih še dovolj kapacitet za nove delavce. Tako produktivnost ob tolikšnem številu delavcev ne bi bila ogrožena. Dalje sem stroške na zaposlenega množila z izračunanim potrebnim številu zaposlenih in dobila celotne stroške dela.

Ob seštevkju obeh napovedanih postavk stroškov lahko vidimo, da napoved v prihodnjih 5 letih predvideva 92 odstotni delež stroškov v prihodkih, kar je praktično enako zadnjim trem preučevanim letom (2015, 2016 in 2017). Glede na pretekla leta torej podjetju pripisujem usklajeno razmerje med stroški in prihodki tudi v prihodnje.

**4.6.3. Napoved investicij.** Podjetje po povečanju investiranja v zadnjih dveh letih proučevanega petletja v prihodnosti napoveduje zmerne investicije. Zaključujejo namreč z obnavljanjem in širitvijo proizvodnih prostorov na Trati v Škofji Loki, del pa je bil namenjen tudi avtomatizaciji proizvodnje, povečanju produktivnosti in izboljšanju delovnih pogojev. Delež investicij sem zato v prihodnje letno nastavila na 7 do 8%, kar je malo pod povprečjem preteklih let. Največji delež bodo še vedno predstavljale investicije v proizvajalne naprave in stroje, in sicer slabo polovico, gradbeni objekti in druga oprema pa ostaneta pri četrtini investicij v opredmetena osnovna sredstva.

Investicije v neopredmetena dolgoročna sredstva (programsko opremo) sem v prihodnje napovedala v deležu 13% poslovnih prihodkov, kar je zopet povprečje preteklih 5 let.

- Napoved investicij v obratna sredstva Investiranje v obratna sredstva nam najboljše prikaže vrednost neto obratnega kapitala, ki ga izračunamo tako, da seštejemo zaloge, terjatve do kupcev, ostala krat. sredstva ter denar in odštejemo obveznosti do dobaviteljev ter ostale krat. obveznosti. Vse omenjene komponente sem za prihodnost napovedovala na podlagi deleža znotraj poslovnih prihodkov. V prihodnosti lahko zaznamo dva večja upada naložb v obratni kapital, ki sta posledica manjših napovedanih vrednosti kratkoročnih poslovnih terjatev in pa zalog. Za leto 2018 sem oba deleža vzela še iz prejšnjega leta, zaradi pričakovanega rahlega upada prodaje glede na leti 2016 in 2017, pa sem v prihodnje deleža zalog in terjatev v prihodkih od prodaje zmanjšala za 1 do 2%. Poleg tega podjetje uvaja politiko vitke proizvodnje, zaradi česar se v prihodnosti pričakuje manjša stopnja kopičenja zalog.

Vrednost obratnega kapitala je sicer v splošnem dobro optimizirati na čim nižjo raven, saj večja vrednost pomeni zadrževanje in neizkoriščenost nekaterih sredstev podjetja. To privede do večjih stroškov financiranja, saj povečan

obratni kapital pomeni, da se nekatera kratkoročna sredstva financirajo z dolgoročnimi viri, ki pa so dražji od kratkoročnih.

4.6.4. *Napoved amortizacije.* Amortizacija je v zadnjem triletnem obdobju proučevanih petih let predstavljala slabih 5% poslovnih prihodkov. Po izračunih nove amortizacije iz napovedanih investicij, sem po prištevanju amortizacije obstoječih sredstev v prihodnosti prišla do manjšega deleža znotraj prihodkov od prodaje. To je pričakovano, glede na zmanjšan obseg investiranja glede na zadnje petletje. Amortizacija se tako giblje v prihodnje od 4 do 3,5%. Amortizacijo sredstev sem računala na osnovi njihovih nabavnih vrednosti, in sicer po stopnjah, ki jih je podjetje uporabljalo do sedaj. Največje vrednosti (od 66% do 61%) kot pričakovano prinaša amortizacija proizvodnih strojev in naprav.

4.6.5. *Vrednost prostega denarnega toka (FCF).* Za izračun prostega denarnega toka podjetja bomo izmed analiziranih računovodskih postavk potrebovali štiri ključne elemente. To so dobiček iz poslovanja po davkih, amortizacija, naložbe v osnovna sredstva in naložbe v obratni kapital.

Po enačbi opisani zgoraj moramo dobičku iz poslovanja torej amortizacijo prišteti, saj je to nedenarni odhodek in je dejansko na razpolago za lastnike podjetja, torej je del prostega denarnega toka. Vsoti sedaj odštevamo naložbe v osnovna sredstva, ki za podjetje ne predstavljajo prostega denarnega toka, na koncu pa odštejemo še naložbe v obratni kapital. Tako dobimo dejansko vrednost denarnega toka, ki je na razpolago lastnikom podjetja in ki jo bomo uporabili pri ocenjevanju vrednosti delnice podjetja.

V skladu z opisanimi napovedmi sem za prihodnje petletje napovedala nekoliko višje vrednosti prostega denarnega toka, kot smo to lahko videli v preteklih 5 letih, kar pa je predvsem posledica znižanih napovedanih investicij ob hkratnih še vedno visokih prihodkih.

4.7. **Ocena diskontne stopnje.** Za pridobitev osnovne vrednosti delnice podjetja X, moram skladno s pravili metode diskontiranih denarnih tokov, določiti še diskontno stopnjo, po kateri bom diskontirala zgoraj opisane dobljene proste denarne tokove. Osnovna vrednost, ki jo bom dobila, torej velja kot tržna vrednost, kjer lastnost zaprtosti in pomanjkanja tržljivosti podjetja še ni upoštevana. Ta učinek bom dodala šele na koncu, v obliki prej omenjenih odbitkov.

Diskontna stopnja je pri vrednotenju podjetja ključnega pomena, saj odraža stroške kapitala. V primeru, da je višja, bo vrednost podjetja manjša, kar pomeni, da je naložba v podjetje bolj tvegana in vlagatelji za prevzem večjega tveganja pričakujejo tudi višje donose. Ker pa je običajno tvegana naložba manj priljubljena, vlagatelji raje investirajo z manjšim tveganjem, četudi ob enakih donosih.

Kot omenjeno, diskontna stopnja odraža strošek kapitala, pri čemer je vključen tako dolžniški kot tudi lastniški kapital. Dolžniški kapital je praviloma nižji od lastniškega, odraža pa stopnjo obrestne mere za finančne vire podjetja. V ta namen moramo pridobiti nominalno obrestno mero na posojilo, ki je izračunana kot razmerje med plačanimi obrestmi in celotnim dolgom v določenem letu. Za opazovano sem vzela leto 2017, ko je nominalna stopnja znašala 1,82%. Za izračun stroška dolžniškega kapitala potrebujemo še efektivno davčno stopnjo, ki je določena kot razmerje med plačanimi davki in dohodkom pred obdavčitvijo. Pove nam, kako davčni sistem vpliva na spodbude za investicije podjetij v različne oblike naložb in kako to dalje vpliva na premoženje varčevalcev. Za izračun sem vzela dolgoročno

zakonsko določeno davčno stopnjo za Slovenijo, ki znaša 19% in preračunala višino stroška dolžniškega kapitala, 1,48%.

Pri določanju stroška lastniškega kapitala sem upoštevala netvegano stopnjo donosa v višini 3,5%, vzeto s strani Duff and Phelps in pa iz istega vira dobljeno 5- odstotno tržno premijo za tveganje, objavljeno 2.9.2017. Koeficient beta z upoštevanjem dolgov znotraj kapitala znaša 1,35. Upoštevala sem tudi odbitek za majhnost podjetja glede na tržno kapitalizacijo podjetja X, ki je objavljen na strani Duff and Phelps, in sicer v višini 3,67%. Zadnji je še odbitek za deželno tveganje, vzet s spletne strani Damodaran, ki znaša 1,57%. Iz opisanih vrednosti izračunana vrednost stroška lastniškega kapitala tako znaša 15,5%.

Pri končnem izračunu WACC moramo upoštevati tudi razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, torej dejansko sestavo financiranja podjetja. Po zgoraj omenjeni formuli tako seštevamo utežena deleža stroška lastniškega in dolžniškega kapitala, z upoštevanjem efektivne davčne stopnje in dobimo WACC v vrednosti 11,71%.

**4.8. Izračun vrednosti delnice po metodi denarnih tokov.** Po diskontiranju vseh izračunanih prostih denarnih tokov iz napovedi za prihodnje petletje, moramo vsoti dodati še diskontiran znesek preostale vrednosti. Predpostavljamo namreč delovanje podjetja v teoretično neskončnost, zato bodo denarne tokove ustvarjali še tudi kasneje, po letu 2022. Preostala vrednost predstavlja ravno vsoto vseh v nadaljni prihodnosti predvideno ustvarjenih prostih denarnih tokov. Predpostavila sem stopnjo rasti FCFF 1,8%, kar je po napovedih UMAR pričakovana rast BDP v evrskem območju. Ustvarjanje prostega denarnega toka podjetja X naj bi torej v prihodnosti raslo skladno s tem deležem. Za osnovo sem po formuli za izračun preostale vrednosti vzela napovedan prost denarni tok v letu 2022 ter ga projecirala v prihodnost. Pričakovana preostala vrednost podjetja znaša tako 113,538 mio eur, ko jo diskontiramo z WACC in upoštevanjem petega zaporednega leta  $((1 + WACC)^5)$ , pa dobimo diskontiranih dobrih 65 milijonov evrov. Vsota vrega razpoložljivega kapitala, na dan vrednotenja, znaša tako 89,086 mio evrov. Temu znesku moramo odšteti še neto dolg, saj gledamo le vrednost lastniškega kapitala in tako dobimo 72,798 mio evrov. Da bi dobili znesek, ki odpade na eno delnico, moramo to vrednost deliti s številom delnic, ki skozi vsa proučevana leta znaša 514215. Dobimo tako tržno vrednost ene delnice, in sicer 141,6 evrov.

Kot že omejeno, ta vrednost ne odraža realne cene delnice, saj je podjetje lastniško zaprto in predpostavke o popolni tržljivosti tu ne smemo uporabiti. Za ta namen bom v sledečem poglavju na podlagi odbitkov določila pravo vrednost delnice.

#### 4.8.1. Določanje odbitkov izračunani tržni vrednosti.

- **Odbitek zaradi pomanjkanja obvladljivosti** Ker smo z opisanim izračunom pridobili tržno vrednost podjetja za manjšinskega lastnika (vrednost ene delnice), moramo najprej na to vrednost aplicirati vpliv manjše možnosti obvladovanja podjetja z vidika lastnika ene delnice.

Lastnik delnice podjetja X ima navzgor omejeno pravico glasovanja na skupščinah, in sicer v vrednosti 2% vseh izdanih glasovalnih delnic, ne glede na število delnic, ki jih ima v lasti. To torej omejuje v enaki meri tako manjšinskega kot tudi večinskega lastnika in ju poenoti, zato bi bil apliciran odbitek manjši. Poleg tovrstne enakopravnosti imajo tako manjšinski kot večinski lastniki v tem podjetju zaradi internega lastništva večji dostop

do informacij o poslovanju in so manj podvrženi tveganju neinformiranja in netransparentnosti. Cilj podjetja je namreč združiti delničarje in ohraniti delništvo znotraj podjetja, kar je manjšinskemu lastniku v prid. Delničarji, ki lahko enostavneje dostopajo do pomembnih informacij, imajo poleg tega še posebne omejitve kdaj lahko svoje delnice prodajajo ali kupujejo, o svojem namenu pa morajo obvestiti tudi na skupščini, tako da je informiranje celotne skupine delničarjev še bolj zaščiteno in zagotovljeno.

Izračun odbitka za pomanjkanje tržljivosti izhaja iz podatka o kontrolni premiji. To je znesek, ki ga kupec deleža ponuja ostalim delničarjem nad dejansko ceno delnice po kateri se prodaja, z namenom pridobivanja večjega deleža lastništva in s tem kontrole v podjetju.

Tu sem se oprla na študije angleškega podjetja RSM, ki se ukvarja med drugim tudi s poslovnim svetovanjem in svetovanjem upravljanja tveganja. Raziskovali so višino povprečne kontrolne premije v letu 2017 glede na več dejavnikov, med katerimi pa sem sama za najbolj relevantnega izbrala dejavnost s katero se podjetje ukvarja. V skladu s tem torej podjetju X pripada kontrolna premija v višini 30,3%. Ker je bila študija izpeljana v okviru podatkov pomembnejših Avstralskih podjetij, sem za primerjavo poiskala še raziskavo VZMD, vseslovenskega združenja malih delničarjev. Ocenjujejo, da povprečna prevzemna premija na Slovenskem prostoru znaša okoli 25%, prav zaradi manjše likvidnosti in razvitosti trga, res pa je, da so pretekli prevzemi potekali z najvišjimi stopnjami ravno na področju predelovanih dejavnosti. Na bolj razvitih trgih naj bi se delež gibal nekje okoli 40%, zato sem za izračun res vzela vrednost iz prve raziskave, torej 30,3%. S tem podatkom sem preračunala odbitek za pomanjkanje obvladljivosti, ki znaša 23,3%.

- **Odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti** Pomanjkanje tržljivosti naložbe v delnice podjetja X je povzročitelj drugega, za nas najpomembnejšega odbitka.

Iz opisanih značilnosti delnic podjetja lahko vidimo, da ima njegov delničar že statuarно precej omejitev pri prodaji svoje naložbe, zato bo odbitek predvidoma višji. Poleg tega je zaradi zaprtosti podjetja manj potencialnih kupcev, kar prodajo še dodatno otežuje, verjetnost kotiranja na borzi pa je skladno s cilji o ohranjanju delništva znotraj podjetja praktično ničelna. Na drugi strani podjetje delničarjem redno izplačuje dividende, posluje transparentno in seznanja delničarje in javnost z informacijami o poslovanju, njegovo dosedanje poslovanje pa je naklonjeno rasti in razvoju. Vse to vpliva na zmanjšanje odbitka zaradi manjše tržljivosti.

Njegovo vrednost sem v prvi fazi določila na podlagi že izpeljanih raziskav in študij. Vzela sem 9 študij restriktivnih delnic, in sicer:

- SEC institutional investor study
- Gelman study
- Moroney study
- Trout study
- Willamette Management Associates
- Maher study
- Silber study
- FMV opinions
- Management Planning, Inc.

in še dodatne študije iz knjige **Understanding business valuation**. Poleg teh pa tudi študijo odbitkov na podlagi vrednosti pred prvo javno ponudbo, Johna D. Emory-ja. Na podlagi restriktivnih delnic je izpeljana večina raziskav, poleg tega pa so strokovnjaki tej vrsti študij bolj naklonjeni, zato sem se nanje osredotočila tudi sama.

Za oceno nisem mogla vzeti kar povprečja ugotovljenih odbitkov vseh upoštevanih raziskav, saj ima naše podjetje nekatere specifične lastnosti, ki niso zajete v vseh raziskavah.

Glede na to, da je naše podjetje dobro stoječe, da v prihodnosti napovedujemo rast prodaje, je tveganost povratne dobe naložbe v delnico majhna. Poleg tega je podjetje v preteklosti redno izplačevalo dividende, kar predpostavljamo tudi v prihodnje. To nam zniža odbitek. Po drugi strani je verjetnost kotiranja podjetja na borzi skladno s cilji o ohranjanju delništva znotraj podjetja praktično ničelna, kar pomeni, da bo število potencialnih kupcev ostalo približno enako, povečevalo se bo le z dodatnim zaposlovanjem. Na drugi strani podjetje posluje transparentno in seznanja delničarje in javnost z informacijami o poslovanju, ti imajo torej večji nadzor nad gibanjem vrednosti naložbe in je želja po vključitvi večja. Vse to vpliva na zmanjšanje odbitka zaradi manjše tržljivosti. Podjetje posluje v precejšnjem obsegu, njegov trg je velik in še raste, izdelujejo nove produkte in širijo svojo ponudbo. Poslovanje v zadnjih 5 letih je spodbudno za prihodnost, takšne pa so tudi moje napovedi. To spet pozitivno vpliva na odbitek.

V sklopu naštetih raziskav je najmlajša prav FMV Opinions, v kateri je zajeta delitev odbitkov glede na SIC kodo dejavnosti. Našemu podjetju raziskava pripisuje v povprečju 23,3% odbitek. Točno enako vrednost dobimo po rezultatih iste raziskave, če upoštevamo način prodaje delnic (na borzi ali izven nje). Druga najmlajša raziskava je Management planning, ki zajema transakcije pri 52 podjetjih, ki so jih glede na prihodke od prodaje, dobiček, tržno ceno delnice, njeno stabilnost,... razdelili na 4 kvantile in vsakemu določili povprečni odbitek pri vsakem od parametrov. Našemu podjetju po tej raziskavi pripada odbitek 25,4%. Vse ostale omenjene študije so izpeljane na zelo podoben princip, proučujejo pa investicijske sklade, ki vlagajo v podjetja katerih restriktivne delnice raziskujejo. Njihovi zaključni odbitki se v povprečju gibljejo malo nad 30%.

Sama bi torej glede na vse opisane rezultate in glede na zgoraj navedene lastnosti delništva, našemu podjetju pripisala odbitek v višini 23%.

## SLOVAR STROKOVNIH IZRAZOV

### LITERATURA