

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**OCENA VREDNOSTI ZASEBNEGA PODJETJA »PREVZEM« PRED IN
PO PREVZEMU**

Ljubljana, julij 2012

DENIS FURLANI

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Denis Furlani, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Ocena vrednosti zasebnega podjetja »Prevzem« pred in po prevzemu, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem dr. Aljošo Valentinčičem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključnega magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 14.09.2012

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 EKONOMSKI PARAMETRI MODELOV VREDNOTENJ	2
1.1 Teoretična delitev metod in modelov vrednotenja	3
1.1.1. Vrednotenje na podlagi premoženja.....	4
1.1.2 Vrednotenje na podlagi primerljive tržne vrednosti oziroma mnogokratnikov	4
1.1.3 Vrednotenje na podlagi kapitalizacije dobičkov	5
1.1.4 Vrednotenje na podlagi sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov.....	5
1.1.5 Opcijsko vrednotenje.....	8
1.2 Namen vrednotenja podjetja in temeljna analiza	8
1.3 Parametri modelov diskontiranih denarnih tokov.....	10
1.3.1 Denarni tok.....	10
1.3.1.1 Opredelitev vrst denarnih tokov	11
1.3.1.2 Denarni tok pri podjetjih z negativnimi ali zelo nizkimi dobički	12
1.3.2 Strošek kapitala ¹	13
1.3.2.1 Strošek lastniškega kapitala	13
1.3.2.2 Strošek dolžniškega kapitala	18
1.3.2.3 Strošek celotnega kapitala.....	20
1.3.3 Stopnja rasti.....	22
1.3.3.1 Makroekonomski dejavniki stopenj rasti	24
1.3.4 Zaključna vrednost	25
1.4 Posebnosti vrednotenja zasebnih podjetij.....	27
1.4.1 Diskontna stopnja.....	28
1.4.1.1. Panožna beta.....	28
1.4.1.2. Računovodska beta.....	29
1.4.1.3. Fundamentalna beta.....	30
1.4.2 Denarni tok	31
1.4.3 Stopnja rasti.....	32
1.4.4 Diskonti pri ocenjevanju zasebnih podjetij	33
1.4.5 Motiv vrednotenja	36
2 OCENA VREDNOSTI PODJETJA Prevzem d.o.o.	37
2.1 Predpostavke ocene vrednosti podjetja.....	37
2.2 Predstavitev podjetja	38
2.2.1 Opis in kratka zgodovina podjetja.....	38
2.2.2 Panoga dejavnosti podjetja.....	39

2.2.3 Poslovanje in finančna analiza podjetja	40
2.2.3.1 Finančna analiza	41
2.3 Ocena denarnega toka	45
2.4 Ocena stopnje rasti.....	49
2.5 Ocena zaključne vrednosti.....	50
2.6 Stroški kapitala.....	52
2.7 Ocena in primerjava vrednosti lastniškega kapitala podjetja »Prevzem d.o.o.«, pred in po prevzemu	55
3 VPLIV PARAMETROV NA OCENO VREDNOSTI PODJETJA »Prevzem d.o.o.«	
IN ANALIZA OBČUTLJIVOSTI	58
3.1 Vpliv parametrov na oceno vrednosti podjetja	58
3.2 Analiza občutljivosti.....	59
3.2.1 Analiza občutljivosti neprevzetega podjetja	60
3.2.2 Analiza občutljivosti prevzetega podjetja	60
SKLEP.....	61
LITERATURA IN VIRI.....	63
PRILOGE	

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Proces temeljne analize</i>	10
<i>Slika 2: Vrste in izračun prostih denarnih tokov.....</i>	11
<i>Slika 3: Dejavniki, ki določajo stopnjo tveganja β.....</i>	18
<i>Slika 4: Shematski prikaz nivojev vrednosti lastniškega kapitala z upoštevanjem popustov ...</i>	35
<i>Slika 5: Razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom v % celotnega kapitala in vrednost celotnega kapitala v 000 EUR, za neprevzeto in prevzeto podjetje na dan 31.12. leta</i>	42
<i>Slika 6: Število obratov celotnega kapitala v letu za neprevzeto in prevzeto podjetje</i>	43
<i>Slika 7: Vrednost razmerja EBIT/Celotni kapital v %, za neprevzeto in prevzeto podjetje po letih.....</i>	44
<i>Slika 8: Stopnja pokritja obresti po letih, za neprevzeto in prevzeto podjetje</i>	44
<i>Slika 9: Vrednost izplačane dividende v EUR po letih za neprevzeto in prevzeto podjetje</i>	45
<i>Slika 10: Vrednosti EBIT x (1 – t) in FCFF v EUR, za neprevzeto in prevzeto podjetje</i>	46
<i>Slika 11: Shematski prikaz ocene vrednosti poslovanja za neprevzeto podjetje</i>	56
<i>Slika 12: Shematski prikaz ocene vrednosti poslovanja za prevzeto podjetje.....</i>	57
<i>Slika 13: Vrednosti lastniškega kapitala investitorja za različne strukture financiranja</i>	60

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Izračun vrednosti lastniškega kapitala z modelom diskontiranih denarnih tokov podjetja.....</i>	7
<i>Tabela 2: Koeficient pokritja obresti in ocene kreditnega tveganja</i>	20
<i>Tabela 3: Vpliv motiva vrednotenja na kategorije vrednotenj.....</i>	37
<i>Tabela 4: Pregled prometa in števila zaposlenih po podjetjih za leto 2010</i>	40
<i>Tabela 5: Prikaz prodaje po trgih in skupinah proizvodov leta 2010</i>	41
<i>Tabela 6: Izračun parametrov v obdobju visoke stopnje rasti za podjetje "Prevzem d.o.o." ..</i>	48
<i>Tabela 7: Napoved rasti realnega BDP za euroobmočje</i>	50
<i>Tabela 8: Napoved rasti harmoniziranega indeksa maloprodajnih cen za euroobmočje</i>	51
<i>Tabela 9: Izračun parametrov stabilne stopnje rasti za podjetje "Prevzem d.o.o."</i>	51
<i>Tabela 10: Izračun β_L za podjetje "Prevzem d.o.o."</i>	53
<i>Tabela 11: Izračun stroška dolžniškega kapitala.....</i>	53
<i>Tabela 12: Izračun stroška celotnega kapitala</i>	54

UVOD

Vsako premoženje, tako realno kot finančno, ima v ekonomskem smislu svojo vrednost. Proces določanja vrednosti premoženja imenujemo vrednotenje, izvedemo pa ga s pomočjo modelov vrednotenja. Modele vrednotenja lahko uporabimo za vrednotenje nepremičnin, realnih naložb (npr. strojev, celotnih proizvodnih obratov), finančnih naložb v obveznice, delnice, deleže in druge finančne instrumente ter za vrednotenje podjetij. Čeprav so osnove vrednotenj vseh zgoraj navedenih oblik naložb z pomočjo sedanje vrednosti vseh prihodnjih denarnih tokov enake, se bo vsebina magistrskega dela nanašala na metode vrednotenja podjetij, oziroma v praktičnem delu na vrednotenje zasebnega podjetja.

Problematika, ki jo bom obravnaval v magistrskem delu, se navezuje na oceno vrednosti zasebnega podjetja, oziroma na proučitev, kako je dejstvo, da je bilo podjetje prevzeto, vplivalo na njegovo vrednost. Pri tem se bom osredotočil na analiziranje, kako so razlike v upravljanju in poslovanju podjetja v obdobju poslovanja pred prevzemom in v obdobju poslovanja po prevzemu, vplivale na oceno njegove vrednosti. Izhajal bom iz ugotovitve, da se je podjetje po prevzemu zelo zadolžilo, kar bistveno povečuje tveganost poslovanja in da je to osnovni razlog za razlike v ocenah vrednosti. Višje kot je tveganje za določen obseg pričakovanega prihodnjega ekonomskega dobička, nižja je namreč sedanja vrednost ali obratno, nižje kot je tveganje, višja je sedanja vrednost (Brigham, Gapenski & Ehrhardt, 1999a, str. 168).

Navedeno problematiko bom obravnaval na primeru majhnega zasebnega podjetja »Prevzem d.o.o.«, ki je pred prevzemom izvedenim konec leta 2006, poslovalo kot delniška družba. Lastništvo podjetja pred prevzemom je bilo razdeljeno med vzajemni sklad, ki je bil večinski lastnik in večje število malih delničarjev, po prevzemu pa se je podjetje preoblikovalo v družbo z omejeno odgovornostjo z zasebnim lastnikom.

Namen magistrskega dela je prikaz ocen vrednosti podjetja pred prevzemom in po prevzemu ter utemeljitev predpostavke, da je prevzem negativno vplival na vrednost lastniškega kapitala podjetja. Ocene vrednosti in analize sem opravil na osnovi temeljne analize, ki vrednost podjetja, oziroma lastniškega kapitala, povezuje z odločitvami managerjev in lastnikov glede dejavnosti in projektov, ki jih podjetje izvaja, virov financiranja, politike izplačila dividend in drugimi upravljavskimi odločitvami (Penman, 2010, str 84 - 88). Pri oceni vrednosti pa ni bistvena samo določitev ocene vrednosti podjetja, temveč razumevanje parametrov in njihovega vpliva na ustvarjanje vrednosti, kar je tudi eden od namenov tega magistrskega dela. Dobra analiza namreč izvira iz dobrega razumevanja (Penman, 2010, str. vi).

Cilj magistrskega dela je ocenitev vrednosti lastniškega kapitala podjetja Prevzem d.o.o. pred in po izvedenem prevzemu ter analiza ekonomskih parametrov, ki so vplivali na spremembo vrednosti vrednotenega podjetja. Pri oceni vrednosti bom uporabil model diskontiranih denarnih tokov za vse investitorje, ker ta model poleg tega da upošteva vse temeljne parametre, upošteva tudi vpliv finančnega vzvoda na oceno vrednosti podjetja. Prav finančni vzvod pa se je po tem, ko je bilo podjetje prevzeto, bistveno povečal, kar pomeni da je poslovanje podjetja bistveno bolj tvegano. Povečano tveganje poslovanja podjetja izhaja iz dolžniškega financiranja investicij in negotovosti denarnih tokov, ki jih investicije prinašajo. V primeru ko je donos investicij nižji od stroškov dolžniškega kapitala ali pa celo negativen, imajo ustvarjene izgube velik negativni vpliv na kapital, kar lahko privede do likvidacije podjetja (Bodie, Kane & Marcus, 2008, str. 237). Temeljno raziskovalno vprašanje je torej, ali je opravljeni prevzem podjetja kakorkoli vplival na vrednost podjetja oziroma na vrednost lastniškega kapitala.

Magistrsko delo je sestavljeno iz uvoda in treh glavnih poglavij. Vsebina prvega poglavja se osredotoča na predstavitev teorije ocen vrednosti, pregled osnovnih metod ocenjevanja vrednosti premoženja s poudarkom na vrednotenju zasebnih podjetij, kar je predmet magistrskega dela. V podpoglavjih bom predstavil posamezne parametre, ki vstopajo v modele ocen vrednosti z diskontiranimi denarnimi tokovi in možne načine ocen njihovih vrednosti ter opisal metode in modele ocen vrednosti. V drugem poglavju bom na primeru zasebnega podjetja »Prevzem d.o.o.« praktično ocenil vrednosti parametrov diskontiranih denarnih tokov za vse investitorje, izvedel oceno vrednosti lastniškega kapitala ob pogojih poslovanja, ko je bilo podjetje neprevzeto in ob pogojih v katerih podjetje posluje kot prevzeto ter oceni vrednosti medsebojno primerjal. V tretjem poglavju bom analiziral katere odločitve v upravljanju neprevzetega in prevzetega podjetja, ki se posledično kažejo v vrednostih parametrov poslovanja, so povzročile razlike med notranjima vrednostma podjetja. Zaključil bom s podpoglavjem o analizi občutljivosti, ki prikazuje tveganost poslovanja podjetja. Z analizo občutljivosti bom analiziral kako bi lahko določene spremembe v poslovanju, ki bi jih povzročili managerji ali zunanje poslovno okolje, vplivale na oceno vrednosti podjetja.

1 EKONOMSKI PARAMETRI MODELOV VREDNOTENJ

Pred obravnavo posameznih kategorij, ki vstopajo v modele vrednotenja, njihovega vpliva na vrednotenje, značilnosti in njihove problematike, je potrebno prikazati nekaj osnovnih značilnosti, razlag in delitev metod vrednotenja.

V osnovi poznamo tri temeljne pristope ocenjevanja vrednosti premoženja; ocena vrednosti na podlagi donosnosti, na podlagi tržnih primerjav in na podlagi sredstev. Navedene temeljne pristope ocenjevanja premoženja priporoča in povzema tudi ameriško združenje ocenjevalcev (angl. *American Society of Appraisers*) in predstavljajo osnovo na podlagi katere so zgrajeni vsi modeli ocenjevanja vrednosti (Pratt, Reilly & Schweih, 1998, str. 194). V praksi se zaradi enostavnosti najpogosteje uporabljajo modeli tržnih primerjav. Bolj poglobljen vpogled v oceno vrednosti pa nam dajejo modeli diskontiranih denarnih tokov (Domadoran, 2002, str. 11). Pristop vrednotenja na podlagi diskontiranih denarnih tokov vrednost podjetja enači z vsoto sedanjih vrednosti pričakovanih donosnosti podjetja, ki se kažejo v obliki čistih denarnih tokov, diskontiranih z diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in tveganje, povezano z ustvarjanjem donosov podjetja (Brigham, 2004, str. 4).

V naslednjih razdelkih teoretično opisujem temeljne kategorije, ki vplivajo oziroma ustvarjajo vrednost podjetja in so osnova za vrednotenje po metodi diskontiranih denarnih tokov. Kategorij ostalih modelov vrednotenja ne predstavljam, saj so vsa vrednotenja v tem magistrskem delu izvedena po metodi diskontiranih denarnih tokov in upoštevajoč dejstvo, da so na osnovi te metode zgrajene ostale metode vrednotenja.

1.1 Teoretična delitev metod in modelov vrednotenja

V praksi se uporablja široka paleta pristopov in modelov vrednotenja, ki lahko privedejo do neenakih predvidevanj o parametrih, ki določajo vrednost. Vendar pa nam ravno možnost uporabe različnih metod omogoča, da na vrednost podjetja pogledamo z različnih perspektiv, ki nam omogočajo lažje razumevanje, kje posamezni modeli pokažejo realno vrednost, zakaj določeni modeli privedejo do drugačnih rezultatov ter v katerih primerih so nelogični in nepravilno uporabljeni (Damodaran, 2006, str. 3). V nadaljevanju prikazujem dve teoretični delitvi metod in modelov ocen vrednosti. Podrobneje predstavljam metodo vrednotenja podjetij na podlagi diskontiranih denarnih tokov, na podlagi katere sem ocenil vrednosti podjetja Prezem d.o.o., ostale metode pa opisujem le v splošnih značilnostih.

Prva teoretična delitev opisuje štiri temeljne metode vrednotenja podjetij (Tajnikar, 2006, str. 230):

- vrednotenje na podlagi premoženja
- vrednotenje na podlagi primerljive tržne vrednosti
- vrednotenje na podlagi kapitalizacije dobičkov
- vrednotenje na podlagi sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov

1.1.1. Vrednotenje na podlagi premoženja

V primeru vrednotenja na podlagi premoženja gre za vrednotenje premoženja na aktivni strani bilance stanja podjetja. Vrednotenje aktive izpeljemo s pomočjo trenutnih cen oziroma stroškov, ki bi jih imeli z nadomestitvijo elementov aktive ali pa s pomočjo likvidacijske vrednosti premoženja. Slabost tega pristopa je, da upošteva zgolj dosedanje delovanje podjetja.

1.1.2 Vrednotenje na podlagi primerljive tržne vrednosti oziroma mnogokratnikov

Pri vrednotenju na podlagi primerljive tržne vrednosti (relativno vrednotenje) vrednost podjetja ocenimo na podlagi primerjave s tržno vrednostjo sorodnega podjetja. Vrednost podjetja ocenimo kot mnogokratnik spremenljivke oziroma kategorije ocenjevanega podjetja, ki je lahko dobiček, denarni tok, prihodki, knjigovodska vrednost lastniškega kapitala in druge kategorije. Mnogokratnik pa je razmerje med tržno ceno in spremenljivko sorodnega podjetja ali povprečja panoge dejavnosti, v kateri ocenjevano podjetje deluje. Teoretična predpostavka na kateri temelji relativno vrednotenje je, da trg v splošnem v povprečju ustrezno vrednoti podjetja, napake pa se pojavljajo v posameznih primerih vrednotenja, ki pa jih trg v relativno kratkem času odpravi s popravkom tržne cene podjetja (Groznič & Lončarski, 2010).

Najpomembnejše značilnosti relativnega vrednotenja so (Damodaran, 2002, str. 453):

- da je enostavno in hitro izvedljivo in ne zahteva veliko informacij o vrednotenem podjetju in je zaradi tega najpogosteje uporabljen pristop k vrednotenju,
- predpostavlja, da je trg v povprečju učinkovit in se zaradi tega opira na tržne percepcije (ne glede na njihovo korektnost) in ne na temeljne kategorije vrednotenega podjetja,
- ne odkriva napak agregatnega vrednotenja trga (v primeru, da je vrednotenje trga v povprečju napačno, je tudi relativno vrednotenje napačno)
- da za učinkovito relativno vrednotenje potrebujemo veliko število primerljivih podjetij, za katera obstajajo tržne vrednosti,
- obstoj definiranih - standardiziranih spremenljivk, na podlagi katerih ocenimo vrednost podjetja,
- relativno vrednotenje je neustrezno uporabiti v primerih podjetij, ki so specifična in za katera ni mogoče identificirati primerljivih podjetij, za podjetja ki so brez prihodkov ali za podjetja z negativnimi dobički.

Najpogosteje uporabljeni modeli ali kazalci relativnega vrednotenja so mnogokratnik dobička P/E, mnogokratnik knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala P/B, mnogokratnik prihodkov od prodaje P/S in mnogokratnik denarnega toka P/CF. Relativno vrednotenje je primerno za

ocenjevanje vrednosti podjetij, ki delujejo v kapitalsko razvitih okoljih, kjer je na razpolago zadostno število primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi ali ki so bila udeležena v kupoprodajah podjetij (Praznik, 2004, str. 85). Tako je v ZDA, kjer obstajajo podatki o kupoprodajnih transakcijah z zasebnimi podjetji, njihovo vrednotenje na podlagi mnogokratnikov upoštevano kot teoretično najprimernejši pristop vrednotenja zasebnih podjetij. Takšen pristop vrednotenja zasebnih podjetij je največkrat uporabljan tudi s strani ameriških davčni sodišč (angl. *US Tax Courts*) (Pratt et al., 1998, str. 312).

1.1.3 Vrednotenje na podlagi kapitalizacije dobičkov

Vrednotenje na podlagi kapitalizacije dobičkov opravimo tako, da najprej določimo normalizirane donosnosti, ki jih je podjetje sposobno dosegati in jih je že dosegalo, to so dolgoročni profiti. Nato izkustveno določimo kapitalizacijsko stopnjo, ki pomeni določeno pričakovano donosnost na enoto kapitala in izračunamo vrednost kapitala oziroma podjetja. Takšen pristop k vrednotenju je primeren za manjša podjetja in za podjetja, ki nimajo zmogljivosti za rast (Tajnikar, 2006, str. 234)

1.1.4 Vrednotenje na podlagi sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov

Vrednotenje na podlagi sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov, DCF (angl. *Discounted Cash Flow Valuation*) je v temelju usmerjeno v prihodnost in veže vrednost podjetja na njegovo sposobnost, da ustvarja vrednosti, oziroma denarne tokove (Brigham et al., 1999a, str. 381). Torej vrednost podjetja po tej metodi ni neposredno povezana z vrednostjo investiranih sredstev v podjetje (kar je primer pri likvidacijski vrednosti), ampak je vezana na novo vrednost, ki jo bodo investirana sredstva v prihodnosti ustvarila. Ta metoda ima v osnovo vgrajeno podjetniško logiko, kajti vsak podjetnik investira sredstva ob predpostavki, da jim bo povečal vrednost oziroma, da bo vsota sedanje vrednosti denarnih tokov, ki jih bodo ustvarila investirana sredstva do konca njihove življenjske dobe večja od sedanje vrednosti investiranih sredstev.

Ocena vrednosti na podlagi te metode vrednotenja podjetij je, kot prikazuje obrazec (1) (Penman, 2010, str. 119), vsota diskontiranih denarnih tokov, pri čemer je diskontna stopnja odvisna od tveganja denarnih tokov. Diskontna stopnja je v bistvu zahtevan donos za določeno vrsto tveganja.

$$Vrednost = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Razlaga pojmov:

CF_t - denarni tok v času t

r - diskontni faktor

Metoda ocene vrednosti na podlagi diskontiranih denarnih tokov temelji na analizi temeljnih kategorij ocenjevanega podjetja (strošku kapitala, denarnih tokovih, rasti, itd.), ki neposredno vplivajo na nastajanje vrednosti v podjetju. Ocenjevalec vrednosti po tej metodi skuša ugotoviti tako imenovano notranjo vrednost podjetja, ki ni odvisna od percepcij trga. Teoretično ta model predpostavlja da trg dela napake in da tržne cene odstopajo od notranje vrednosti, vendar pa trg napake v daljših časovnih obdobjih popravi (Damodaran, 2002, str. 950). Slabost obravnavanega modela je, da zahteva pridobitev in obravnavo velikega števila informacij in temeljnih parametrov.

Metoda ocene vrednosti na podlagi diskontiranih denarnih tokov je najprimernejša za uporabo v primerih, ko ima podjetje pozitivne tekoče denarne tokove in lahko z določeno stopnjo zanesljivosti ocenimo njihovo prihodnjo rast ter so nam na voljo podatki za oceno diskontne stopnje. Ta metoda je neprimerna za oceno vrednosti podjetij, ki so v težavah in imajo negativne denarne tokove, za podjetja v cikličnih panogah z menjajočimi pozitivnimi in negativnimi denarnimi tokovi, za podjetja z neizkoriščenimi kapacitetami ali neposlovnimi sredstvi, ki ne prispevajo k ustvarjanju denarnih tokov (ta sredstva sicer lahko ovrednotimo z drugimi metodami in njihovo vrednost dodamo DCF vrednosti) in v drugih primerih, ko težko ocenimo prihodnje denarne tokove in diskontne stopnje (Groznič & Lončarski, 2010).

Modeli, ki se uporabljajo pri tej metodi vrednotenja so vezani na opredelitev denarnih tokov in ustrezne diskontne stopnje. Tako **model diskontiranih dividend** kot denarni tok upošteva le dividende, diskontni faktor pa je strošek lastniškega kapitala. Model diskontiranih dividend je primeren za oceno vrednosti podjetja, ko le to več časa izplačuje stabilne dividende, ki so podobne denarnemu toku za lastniški kapital.

Model diskontiranih denarnih tokov lastniškega kapitala kot denarni tok, ki je na voljo lastnikom upošteva denarni tok, ki ostane po pokritju neto investicijskih potreb v osnovna in obratna sredstva, neto poplačil dolga ter stroškov financiranja. Glede na to, da gre za denarni tok, ki bi ga lahko prejeli lastniki kapitala (kot dividende ali odkupe lastnih delnic s strani podjetja), je uporabljena diskontna stopnja strošek lastniškega kapitala. Vrednost lastniškega kapitala podjetja je tako enaka sedanji vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov navadnim delničarjem (Damodaran, 2001, str. 3).

Model diskontiranih denarnih tokov celotnega kapitala kot denarni tok podjetja upošteva vsoto denarnih tokov za vse investitorje v podjetje. Vsota denarnih tokov vseh investitorjev je definirana kot dobiček iz poslovanja zmanjšan za davek iz dobička in neto investicijske potrebe v osnovna ter obratna sredstva. Izračun denarnih tokov vseh investitorjev v podjetje je

prikazan v Sliki (2). Diskontna stopnja pri tem modelu je tehtano povprečje stroškov kapitala oziroma financiranja podjetja WACC (angl. *Weighted Average Cost of Capital*), ki sem ga vsebinsko opisal v točki 1.3.2.3. Vrednost podjetja, ki po določenem obdobju doseže stabilno stopnjo rasti, s pomočjo katere izračunamo zaključno vrednost, po tem modelu izračunamo kot nam prikazuje obrazec (2) (Damodaran, 2001, str. 388).

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_{hg})^t} + \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC_{st} - g_n)]}{(1+WACC_{hg})^n} \quad (2)$$

Razlaga pojmov:

hg – visoka stopnja rasti
st – stabilna stopnja rasti

Z modelom diskontiranih denarnih tokov podjetja v bistvu ocenjujemo vrednost poslovanja podjetja, to je vrednost, ki jo podjetje ustvari z uporabo sredstev za opravljanje osnovne ali osnovnih dejavnosti in pripada vsem investitorjem podjetja. Vrednost lastniškega kapitala po tej metodi ocenjevanja vrednosti, izračunamo kot prikazuje Tabela (1).

Tabela 1: Izračun vrednosti lastniškega kapitala z modelom diskontiranih denarnih tokov podjetja

Vrednost podjetja
+ (Denar + Tržna vrednost finančnih naložb)
+ Tržna vrednost poslovno nepotrebnih sredstev (vključujoč tržno vrednost neizkoriščenih poslovnih sredstev)
- Tržna vrednost obrestovanega dolga
= Vrednost lastniškega kapitala

Vir: A. Damodaran, *Investment Valuation*, 2002, str. 387.

Druga delitev pristopov in modelov vrednotenja, kateri bo v splošnem sledilo to magistrsko delo je povzeta po (Damodaran, 2002, str. 11):

- vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov
- relativno ali primerjalno vrednotenje
- opcijsko vrednotenje

Vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov in relativno ali primerjalno vrednotenje po tej delitvi, sta identični vrednotenju na podlagi sedanje vrednosti prihodnjih podjetniških denarnih tokov in vrednotenju na podlagi primerljive tržne vrednosti, opisanima v predhodni delitvi.

1.1.5 Opcijsko vrednotenje

Opcijsko vrednotenje ali drugače imenovano pogojeno vrednotenje uporabljamo kadar vrednotimo naložbe, katerih vrednost je odvisna od vrednosti nekega drugega, osnovnega premoženja. Torej je vrednost naložbe odvisna od izpolnitve ali neizpolnitve določenega pogoja (npr. vrednost podjetje je odvisna od tega ali bo podjetje začelo izkoriščati pravice iz nekega patenta ali ne, pravice iz patenta so v tem primeru osnovno premoženje). V primeru, ko vrednotimo takšno vrsto naložb, je edini primerni pristop opcijsko vrednotenje. Bistveni element, ki daje naložbi z lastnostjo opcije vrednost, je ocena verjetnosti izpolnitve ali neizpolnitve določenega pogoja, oziroma ocena verjetnosti ustvarjanja denarnih tokov s strani osnovnega premoženja (Brigham & Gapenski, 1999b, str. 514).

Najpogosteje uporabljena modela opcijskega vrednotenja sta binomski model in Black-Scholesov model. Vrednost opcije, vrednotene z navedenima modeloma je odvisna od vrednosti osnovne naložbe in variance te vrednosti, izvršilne cene, netvegane stopnje donosnosti in časa v katerem je opcija lahko izvršena (Brigham & Gapenski, 1999b, str. 478).

Omenim naj še realne opcije, ki so lahko patenti, licence, investicijski projekti ali pa tudi lastniški kapital v podjetjih z velikimi težavami. Vrednotenje realnih opcij je bistveno težje od vrednotenja finančnih opcij, glede na to, da nimamo na razpolago tržnih cen spremenljivk modelov opcijskega vrednotenja.

1.2 Namen vrednotenja podjetja in temeljna analiza

Vrednotenje igra pomembno vlogo v finančnem svetu, saj s pomočjo modelov vrednotenja investitorji in druge zainteresirane strani ocenjujejo vrednost neke naložbe.

Investitorji so lahko dolgoročni lastniki (zasebni ali institucionalni), ki jih zanima kakšna je vrednost njihove naložbe, aktivni investitorji v dobro razpršeno premoženje (portfeljski investitorji), ki jih zanima kakšna je vrednost naložbe glede na tržno ceno z namenom doseganja višjih donosnosti kot so tržne donosnosti, pasivni investitorji v dobro razpršeno premoženje, ki opravljajo vrednotenje v izogib nakupom po previsokih cenah in tudi upniki, ki jih vrednotenje zanima v povezavi s sposobnostjo podjetja za vračanje posojenih sredstev (Groznič & Lončarski, 2010).

Za vrednost podjetja so zainteresirani tudi managerji, ki jih zanima kakšno vrednost ustvarjajo za delničarje, kakšna je vrednost podjetja v primerjavi s ceno na trgu zaradi možnosti pridobivanja novega kapitala, ščitenja pred prevzemi ter možnega odkupa podcenjenih lastnih delnic. Pri tem velja poudariti da so managerji tisti, ki imajo največ neposrednih informacij o podjetju in tako lahko najboljše ocenijo njegovo vrednost. Managerji stalno uporabljajo

različne pristope vrednotenja tudi pri investicijskih odločitvah za npr. razširitev kapacitet, uvedbo novih tehnologij, pri prevzemih podjetij, dezinvestiranju in podobno.

Omeniti velja še analitike, ki izvajajo vrednotenja z namenom izdajanja priporočil o podjetjih ali naložbah, za potrebe svojih strank. Analitiki izdajajo nakupna ali prodajna priporočila na podlagi primerjave med tržno ceno naložbe in ocenjeno notranjo vrednostjo le te, določene s pomočjo modelov vrednotenja.

Proces vrednotenja kakršnekoli potencialne ali dejanske naložbe ni objektivni proces ampak je odvisen od zaznav in percepcij tistega ki vrednotenje opravlja, uporabljenih pristopov in modelov vrednotenja in tudi od namenov zaradi katerih se vrednotenje opravlja (Damodaran, 2002, str. 9).

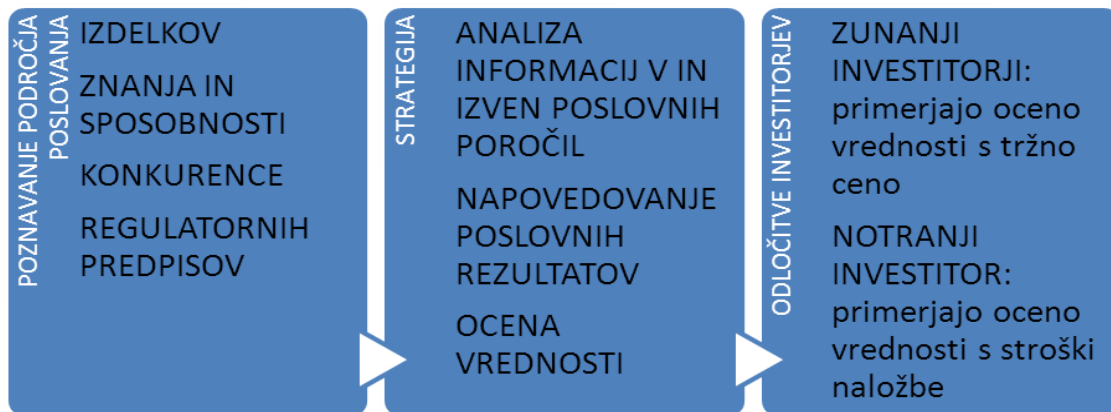
Tako lahko vrednost ocenimo s pomočjo tehnične analize, ki poizkuša na podlagi preteklih podatkov in gibanj cen, naložbam napovedati prihodnjo vrednost. Analiza izhaja iz predpostavke učinkovitega trga, kar pomeni, da trg skozi ceno zrcali vse relevantne informacije o naložbi in da je tržna cena najboljša ocena prave vrednosti.

Alternativa tehnični analizi je temeljna analiza, katere osnova so v točki 1.1 omenjeni modeli vrednotenja naložb, in ki temelji na celovitejšem pristopu ter določanju notranje vrednosti naložbe. Predpostavka temeljne analize je, da so trgi neučinkoviti in da tržne cene niso v skladu z notranjo vrednostjo ter da trgi ta neskladja dolgoročno odpravljajo (Damodaran, 2002, str. 950). Temeljna analiza tako loči med notranjo vrednostjo in tržno ceno, slednja pa je zaznana kot strošek naložbe.

Temeljna analiza predpostavlja, da »pravo« oziroma notranjo vrednost izračunamo z modeli vrednotenja. Notranja vrednost je zaznana kot vrednost naložbe, ki je odvisna, od finančne moči podjetja, podatkov o preteklih izplačilih dividend, prihodnji stopnji rasti prihodkov, prihodnje tržne moči, značilnosti panoge, značilnosti konkurence podjetja, ter splošnih ekonomskih in političnih razmer v državi in svetu (Mramor, 1993, str. 140).

Na vrednost podjetja, določeno na osnovi temeljne analize, vplivajo odločitve managerjev in lastnikov glede dejavnosti in projektov, ki jih podjetje izvaja, virov financiranja in politike izplačila dividend.

Slika 1: Proces temeljne analize



Vir: H. Penman, Financial Statement Analysis and Security Valuation, 2010, str. 85.

Proces temeljne analize je formalni sistem, s pomočjo katerega prevedemo podatke iz poslovnih poročil in druge podatke o podjetju v oceno vrednosti podjetja. Proces temeljne analize, na osnovi katere poteka ocena vrednosti podjetja s strani analitika, je shematsko prikazan na Sliki (1).

Pri vrednotenju ni pomembna samo določitev vrednosti premoženja, temveč tudi poznavanje dejavnikov in njihovega vpliva na vrednotenje oziroma ustvarjanje vrednosti. Prav razumevanje dejavnikov nam omogoča vpogled v to, kar pri premoženju, konkretno podjetju, ustvarja vrednost, namreč dobra analiza izvira iz dobrega razumevanja (Penman, 2010, str. vi).

1.3 Parametri modelov diskontiranih denarnih tokov

1.3.1 Denarni tok

Denarni tok ali prosti denarni tok je ekonomska kategorija, ki nam kaže kako uspešno podjetje posluje, kako učinkovito uporablja sredstva, kako uspešno je pri povečevanju vrednosti za lastnike, oziroma kakšen je finančni učinek podjetja. Večji kot je dolgoročno prosti denarni tok oziroma neto denarni tok iz poslovanja, bolj učinkovito je poslovanje podjetja in večja je vrednost za lastnike. Pri ocenah vrednosti je prevladujoče strokovno mnenje, da mora projekcija pričakovanih donosov obsegati obdobje od 5 do 10 let (Copleand, Koller & Murrin, 2000, str. 100).

Slika 2: Vrste in izračun prostih denarnih tokov



Legenda: * EBIT - (Earnings before Interest and Taxes), dobiček iz poslovanja
 ** AM - amortizacija

Vir: P. Groznik & I. Lončarski, *Corporate Valuation Introduction*, 2010.

Prosti denarni tok je ena izmed kategorij, poleg diskontnega faktorja oziroma stroška kapitala (stroška vseh virov financiranja) in stopnje rasti, ki se uporablja pri vrednotenju podjetij z modeli diskontiranih denarnih tokov. Iz literature poznamo tri vrste prostih denarnih tokov, na osnovi katerih se izvajajo vrednotenja podjetij z modeli diskontiranih denarnih tokov:

- dividende
- prosti denarni tok za vse investitorje – FCFF (angl. *Free Cash Flow to Firm*)
- prosti denarni tok za lastnike – FCFE (angl. *Free Cash Flow to Equity*)

Shematsko so vrste in načini izračuna prostih denarnih tokov prikazani na Sliki (2). Vsebinski razlogi zakaj opravljamo vrednotenje na osnovi treh različnih zgoraj navedenih denarnih tokov, pa so navedel v točki 1.1.

1.3.1.1 Opredelitev vrst denarnih tokov

Podatke za izračun denarnih tokov dobimo iz izkaza denarnih tokov, ki je v bistvu sintetični izkaz pridobljen iz postavk bilance stanja in izkaza uspeha podjetja. Izkaz denarnih tokov nam prikazuje, iz katerih virov je podjetje pridobivalo denarna sredstva in za katere namene je ta denarna sredstva porabljalo v določenem obdobju. Podjetje ustvarja ali porablja denarna sredstva pri poslovanju, investiranju in financiranju.

Denarni tok iz poslovanja je definiran kot vsota neto dobička povečanega za izdatke za obresti, amortizacije in spremembe vrednosti obratnih sredstev brez upoštevanja sprememb denarnih sredstev v obračunskem obdobju. Denarni tok iz poslovanja je najpomembnejši od navedenih, saj nam prikazuje ali podjetje s svojo osnovno dejavnostjo ustvarja denarna sredstva, oziroma ustvarja vrednost. Podjetje ki ima več obdobji šibek ali negativen denarni tok iz poslovanja ne ustvarja vrednosti oziroma vrednost izgublja in je v resnih težavah (Brigham et al., 1999a, str. 41).

Denarni tok pri investiranju je definiran kot vsota spremembe vrednosti osnovnih sredstev v obračunskem obdobju. Prikazuje nam, koliko denarnih sredstev podjetje investira v dolgoročna sredstva. Podjetje, ki uspešno izvaja svojo osnovno dejavnost ima razen izjemoma (večja odprodaja poslovno nepotrebnih dolgoročnih sredstev), negativne denarne tokove pri investiranju, saj mora vlagati v obnovo strojev, naprav, patentov, znanja, itd.. Hitro rastoča podjetja imajo poleg vlaganja v obstoječa dolgoročna sredstva, še dodatne potrebe po investiranju v nova dolgoročna sredstva, kar naj bi v prihodnosti prineslo dodatno vrednost in rast vrednosti podjetja. Negativni denarni tok pri investiranju običajno pomeni potencial za rast in ustvarjanje nove vrednosti (Brigham et al., 1999a, str. 41).

Denarni tok pri financiranju je definiran kot vsota sprememb vrednosti kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti, izdatkov za obresti, izdatkov za izplačilo dividend in odkup lastnih delnic ter prejemkov od izdaje novih delnic v obračunskem obdobju. Prikazuje nam, kako se podjetje financira, oziroma kaj se dogaja z dolgom podjetja in ali podjetje izplačuje dividende. Podjetje, ki se zadolžuje, ima pozitivni denarni tok iz financiranja kar je pozitivno v primeru, da ta dodatna denarna sredstva nameni za donosne naložbe. V nasprotnem primeru, je povečevanje dolga zelo verjetno, negativna informacija za investitorje (Brigham et al., 1999a, str. 41).

1.3.1.2 Denarni tok pri podjetjih z negativnimi ali zelo nizkimi dobički

Ostane nam še vprašanje kakšne denarne tokove uporabiti pri vrednotenju podjetja z negativnimi ali zelo nizkimi dobički. Razlogi za negativne ali zelo nizke dobičke so lahko začasne narave. Ti lahko prizadenejo samo vrednoteno podjetje (začasni padec prodaje, začasno povečanje stroškov, itd.), lahko zaradi cikličnosti prizadenejo celotno panogo, v kateri podjetje posluje, ali pa v primerih ekonomske krize prizadenejo celotno gospodarstvo. V takšnih primerih je potrebno pri vrednotenju podjetja upoštevati običajne dobičke oziroma donosnosti (angl. *Return on Equity* ali *Return on Capital*), ki jih je podjetje dosegalo v obdobjih normalnih gospodarskih razmer (Gregory, 1999, str. 601).

Podjetje se lahko sooča z negativnimi ali zelo nizkimi dobički tudi zaradi vzrokov dolgoročne narave. Ti vzroki so lahko slabe strategije podjetja, previsoki fiksni stroški rednega poslovanja ali pa previsoki stroški obresti zaradi prevelikega finančnega vzvoda. Taka

podjetja potrebujejo prestrukturiranje, za katerega je potrebno daljše časovno obdobje. Druga skupina vzrokov dolgoročne narave je povezana z življenjskim ciklom podjetij. Mlada podjetja ali podjetja z velikimi investicijami v poslovno infrastrukturo velikokrat daljše časovno obdobje ustvarjajo nizke ali negativne dobičke in denarne tokove. V takih primerih je potrebno pri vrednotenju izdelati natančne projekcije denarnih tokov, tako na prihodkovni strani kot tudi na odhodkovni strani z upoštevanjem postopnega odpravljanja težav in približevanja normalnim vrednostim dobičkov oziroma donosov v panogi, v kateri podjetje deluje (Groznič & Lončarski, 2010).

1.3.2 Strošek kapitala ¹

Druga kategorija, ki vstopa v vrednotenja z modeli diskontiranih denarnih tokov je strošek kapitala ali diskontna stopnja, s katero diskontiramo pričakovane denarne tokove. V primeru, da podjetje vrednotimo z denarnimi tokovi, ki gredo samo lastnikom, kot diskontno stopnjo uporabljamo strošek lastniškega kapitala. V primeru, ko podjetje vrednotimo z denarnimi tokovi ki gredo vsem investitorjem pa kot diskontno stopnjo uporabljamo tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala WACC (Brigham & Gapenski, 1999b, str. 109).

Strošek kapitala je v bistvu pričakovana donosnost naložbe in nam pove, kolikšna bo donosnost naložbe ob pogoju, da jo kupimo po ceni, ki jo izračunamo s pomočjo modela vrednotenja in ob pogoju, da bo naložba prinašala predvidene denarne tokove. V strošku kapitala je zajeta tudi premija za tveganje, ki ga prinaša investiranje v določeno naložbo (Penman, 2010, str. 87).

1.3.2.1 Strošek lastniškega kapitala

V literaturi se navajajo različni modeli za ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala (*Capital Asset Pricing Model, Arbitrage Pricing Model, Multifactor Models, etc.*). V magistrskem delu bom obravnaval samo CAPM model (angl. *Capital Asset Pricing Model*), ker sem v empiričnem delu ta model uporabil za oceno stroškov lastniškega kapitala.

$$\text{Strošek lastniškega kapitala} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) \quad (3)$$

Razlaga pojmov:

R_f - netvegana donosnost

β - stopnja tveganja

R_m - pričakovana donosnost dobro razpršenega premoženja (*market portfolio*)

$(R_m - R_f)$ - tržna premija za tveganje

¹ Izraz celoten kapital v tem magistrskem delu pomeni vse vire sredstev podjetja, izraz lastniški kapital pomeni vire sredstev ki so investirani na podlagi lastniških deležev, izraz dolžniški kapital pa tuja sredstva-dolg podjetja.

CAPM model, ki je bil predstavljen leta 1970, povezuje strošek lastniškega kapitala z odvisnostjo od treh faktorjev; netvegane donosnost, stopnje tveganosti individualne naložbe in pričakovane donosnosti dobro razpršenega premoženja (Penman, 2010, str. 97). Ker so naložbe v lastniški kapital bolj tvegane od naložb v dolžniški kapital, morajo naložbe v lastniški kapital vsebovati premijo za prevzem tega tveganja (Young & O'Byrne, 2000, str. 161).

Netvegana donosnost je v teoriji opredeljen kot pričakovana donosnost naložbe, ki ne vsebuje nikakršnega tveganja (kreditnega, deželnega, likvidnostnega, valutnega, itd.) in skupaj z pričakovano inflacijo predstavlja nadomestilo za tako imenovano časovno vrednost denarja. Netvegana naložba mora imeti dve temeljni lastnosti (Damodaran, 2002, str. 154):

- odsotnost kreditnega tveganja ali tveganja bankrota
- odsotnost tveganja reinvestiranja

Takšnim lastnostim se najbolj približajo vrednostni papirji državnega dolga (Pratt et al., 1998, str. 209). Država, ki izda svoj dolg v nacionalni valuti, namreč lahko vedno izda zadostno količino denarja za pokritje svojih, v tem primeru nominalnih, obveznosti. Država ima načelno tudi bistveno več možnosti za vračilo dolga kot katerikoli drugi gospodarski subjekt, saj lahko z dodatnimi davki zbere dovolj sredstev za njegovo pokritje. Kljub navedenemu, se je v zgodovini večkrat izkazalo, da papirji državnega dolga niso vedno brez kreditnega tveganja. Podobnim razmeram smo priča tudi v sedANJI dolžniški krizi, ko zahtevane donosnosti suverenega dolga v primeru tako imenovanih držav PIIGS in v zadnjem času tudi v primeru Slovenije zelo naraščajo. Tako se donosnost do dospelja slovenskih deset letnih državnih obveznic v maju 2012 giblje okoli 5,40 %. Razpon do nemških obveznic, ki beležijo zgodovinsko nizke stopnje donosnosti do dospelja, pa dosega nekaj več kot 400 bazičnih točk. Pred pričetkom sedanje gospodarsko finančne krize (v jeseni leta 2008) pa se je omenjeni razpon gibal okoli 50 bazičnih točk (Urad RS za analize in razvoj, 2012).

Kot mera kreditnega tveganja se v državah s skupno valuto euro uporabljajo posli kreditnih zamenjav CDS (angl. *Credit Default Swap*), v primerjavi z nemškimi CDS. Kreditne zamenjava je v bistvu zavarovalna premija za zavarovanje kreditnega tveganja, in višja kot je cena kreditne zamenjave večje je zaznano kreditno tveganje. Čeprav na gibanje cen kreditnih zamenjav vplivajo poleg kreditnega tveganja tudi druga tveganja (na primer likvidnostno), je omenjeno razmerje v literaturi (Barrios, Iversen, Lewandowska, & Setze, 2009, str. 10) navedeno kot en izmed najboljših pokazateljev kreditnega tveganja države. Poleg poslov kreditnih zamenjav se kot mera kreditnega tveganja državnega dolga uporablja tudi primerjava zahtevanih donosov državnih obveznic istih ročnosti.

Druga lastnost, ki jo mora imeti netvegana naložba je odsotnost tveganja reinvestiranja. Tveganje reinvestiranja je tveganje, da razpoložljivi denarni tok iz naložbe ni mogoče

ponovno investirati pod enakimi pogoji kot osnovno naložbo, oziroma da reinvestirani denarni tok ne bo prinašal enakih donosnosti kot osnovna naložba. Teoretično bi se tveganju reinvestiranja izognili tako, da bi kot netvegano donosnost izbrali donosnost takšne netvegane naložbe, ki ima zapadlost enako kot je časovni horizont vrednotene naložbe (Saunders, 2000, str. 123).

V praksi se pri vrednotenju podjetij (za katere se predpostavlja neskončno zapadlost lastniškega kapitala) najpogosteje kot netvegano donosnost uporablja donosnost dolgoročnih, običajno desetletnih državnih obveznic tistih držav (npr. Nemčije), ki dejansko ustrezajo kriterijem netvegane naložbe. Če je časovni horizont vrednotene naložbe krajši, se kot netvegana donosnost uporablja donosnost državnih obveznic z ustrežno krajšo zapadlostjo (Sbbi 2003 Yearbook, 2003). V primerih, ko donosnosti državnih obveznic ne ustrezajo kriterijem netvegane naložbe in vključujejo tudi premijo za tveganje, donosnost takšnih obveznic ne moremo upoštevati kot netvegano donosnost.

Pri praktični izbiri netvegane donosnosti je potrebno upoštevati valuto, v kateri vrednoteno podjetje ustvarja denarne tokove in kot netvegano donosnost upoštevati donosnost državne obveznice netvegane države v valuti, v kateri podjetje ustvarja denarne tokove.

Pri določitvi netvegane donosnosti v primeru, ko državna obveznica ne izpolnjuje kriterijev netvegane naložbe, se uporabljajo naslednji pristopi (Damodaran, 2006, str. 157):

- od nominalne donosnosti državne obveznice v lokalni valuti odbijemo CDS razmik med dolarsko (evro) obveznico in obveznico denominirano v lokalni valuti te države,
- z uporabo »forward« in spot valutnih tečajev med lokalno valuto in dolarjem (evrom) ter netvegano donosnostjo za dolar (evro) izračunamo netvegano donosnost v lokalni valuti,
- netvegano donosnost izenačimo z dolgoročno realno stopnjo rasti gospodarstva v državi,
- izvedemo vrednotenje v valuti za katero lahko določimo netvegano donosnost

Druga kategorija, na kateri je zgrajen CAPM model je **pričakovana donosnost** dobro razpršenega premoženja (R_m), oziroma tržna premija za tveganje ($R_m - R_f$). Tržna premija za tveganje je definirana kot razlika med pričakovano donosnostjo dobro razpršenega premoženja in netvegano donosnostjo ($R_m - R_f$). Z drugimi besedami, tržna premija za tveganje meri kakšno donosnost nad netvegano donosnostjo v povprečju investitorji zahtevajo za investicijo v (tako imenovano) dobro razpršeno premoženje (Damodaran, 2002, str. 160). Investicija v dobro razpršeno premoženje nosi neko določeno tveganje donosnosti, ki ga investicija v netvegano naložbo nima. Za tovrstno tveganje investitorji zahtevajo neko določeno pričakovano donosnost, ki je premija za tveganje.

Premija za tveganje je povezana z tržnim tveganjem oziroma sistemskim tveganjem maksimalno razpršenega premoženja. Sistemskemu tveganju se investitorji ne morejo ogniti z

nadaljnjim razprševanjem (ker je njihovo premoženje že maksimalno razpršeno) zato za prevzem tega rizika zahtevajo neko pričakovano donosnost (Brigham & Gapenski, 1999b, str. 178).

Najpogostejši pristop za določitev premije za tveganje je uporaba **zgodovinskih premij za tveganje** (Damodaran, 2006, str. 157). Zgodovinska premija za tveganje je izračunana kot razlika v donosnosti delniškega trga in netvegane donosnosti za dolgoročno obdobje. Kljub temu, da je uporaba in izračun zgodovinske premije enostavna in konsistentna, predvsem na razvitih, zrelih trgih z dolgo zgodovino podatkov in velikim številom kotirajočih podjetij ter visoko likvidnostjo, ima ta pristop tudi nekaj slabosti. Te slabosti so predvsem subjektivne narave in odvisne od investitorjevih pogledov na dolžino obdobja za katero se izračunava zgodovinsko premijo, uporabljene netvegane donosnosti in načina izračuna povprečja, ki je lahko geometrijsko ali aritmetično.

V primerih, ko ocenjujemo zgodovinsko premijo za tveganje na razvijajočih se trgih, ki nimajo dolgoletne zgodovinske tradicije, z majhnim številom kotirajočih družb in nizko likvidnostjo, ocenimo zgodovinsko premijo za tveganje tako, da osnovni premiji za tveganje za razviti trg prištejemo še premijo za deželno tveganje, ki odraža dodatno tveganje v tej državi (Praznik, 2004, str. 55). Tako dobljeno premijo, katere izračun je prikazan z obrazcem (4), imenujemo **modificirana zgodovinska premija za tveganje**.

$$\begin{array}{l} \text{Modificirana} \\ \text{premija za} \\ \text{tveganje} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Zgodovinska premija} \\ \text{za tveganje razvitega} \\ \text{trga} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Premija za deželno} \\ \text{tveganje} \end{array} \quad (4)$$

Premija za deželno tveganje se izračuna z pomočjo CDS razmikov za državne obveznice razvijajočega se trga, izdane v valuti razvitega trga ali s pomočjo količnika standardnih odklonov donosov delniškega in obvezniškega indeksa razvijajočega se trga, pomnoženega s CDS razmikom državne obveznice države razvijajočega se trga. Skupno premijo za tveganje se lahko izračuna tudi kot količnik standardnih odklonov donosnosti delniškega indeksa razvijajočega se trga in standardnih odklonov donosnosti delniškega indeksa razvitega trga, pomnožen z zgodovinsko premijo za tveganje razvitega trga. Standardni odklon je mera tveganja in se v tej vsebini uporablja pri zgoraj navedenih izračunih.

Implicitna premija za tveganje je tretji zelo pogosto uporabljeni pristop ocenitve premije za tveganje. Izračunamo jo s pomočjo eksternih, tržnih podatkov in sicer vrednosti delniškega indeksa, pričakovanih dividend in odkupov lastnih delnic ter pričakovane stopnje rasti. V splošnem jo izračunamo s pomočjo obrazca (5), kjer kot vrednost upoštevamo vrednost delniškega indeksa, kot pričakovane dividende pa upoštevamo pričakovani delež izplačanih dividend in odkupov lastnih delnic v indeksu (Implicitna premija za tveganje, 2011).

$$Vrednost = \frac{\text{pričakovane dividende naslednjem obdobju}}{(\text{pričakovana tržna donosnost} - \text{pričakovana rast})} \quad (5)$$

Prednost tega pristopa je v tem da je izračunan iz aktualnih tržnih podatkov, da ne zahteva nikakršnih historičnih podatkov, da ga lahko izračunamo za katerikoli trg in nam pove kolikšno premijo za tveganje trg zaračunava ali pričakuje v danem trenutku.

Če se pri vrednotenju uporabljajo implicitne premije za tveganje predpostavljamo, da je trg učinkovit in da pravilno vrednoti naložbe, medtem ko se ob uporabi zgodovinske premije za tveganje predpostavlja, da je trg neučinkovit in da imajo premije za tveganje tendenco gibanja proti zgodovinskim ravnam. Mogoča je tudi uporaba povprečne implicitne premije za tveganje izračunane iz preteklih implicitnih premij, ki je kompromis med obema navedenima pristopoma.

Stopnja tveganja individualne naložbe β , meri tveganost določene individualne naložbe glede na tveganje dobro razpršenega premoženja in tržno premijo za tveganje popravi glede na tveganost individualne naložbe. Stopnja tveganja β v CAPM modelu, predstavlja tisti del tveganja, ki ga investitor ne more zmanjšati z razprševanjem svojih naložb (Brigham & Gapenski 1999b, str. 39).

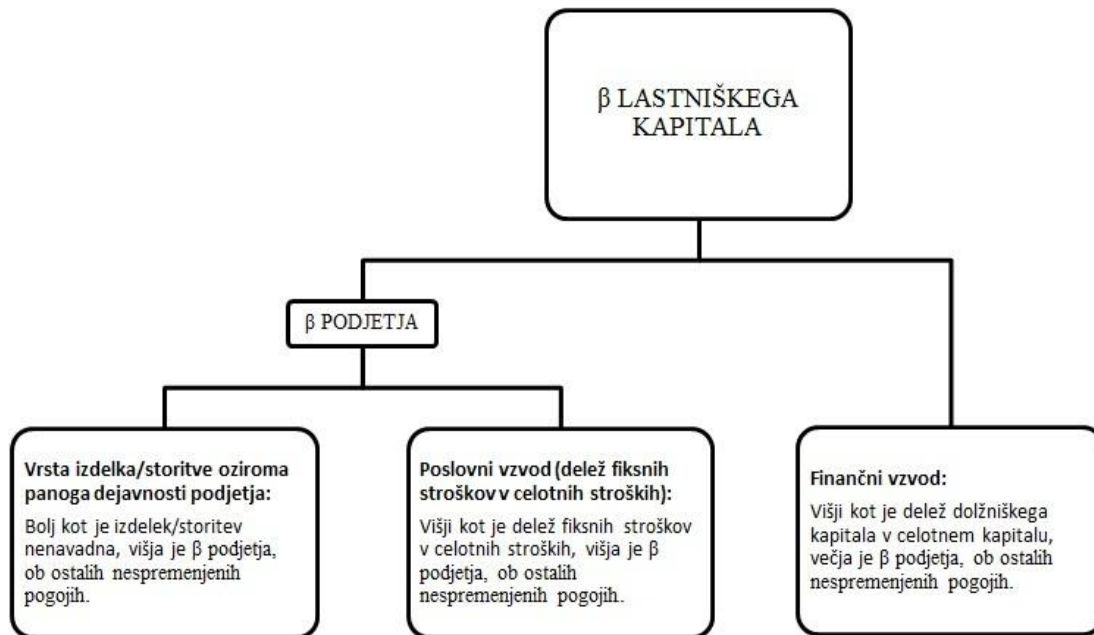
Stopnja tveganja individualne naložbe β , je definirana kot razmerje kovariance donosnosti individualne naložbe in dobro razpršenega premoženja, ter variance donosnosti dobro razpršenega premoženja, obrazec (6). Meri pričakovano občutljivost donosnosti individualne naložbe, glede na donosnost dobro razpršenega premoženja (Penman, 2010, str.112).

$$Beta(i) = \frac{\text{Kovarianca}(\text{donosnost individualne naložbe } (i), \text{donosnost tržnega portfelja})}{\text{Variance}(\text{donosnost dobro razpršenega premoženja} - \text{tržnega portfelja})} \quad (6)$$

Tveganost naložbe v določeno podjetje je odvisna od tveganosti poslovanja tega podjetja. Na tveganost poslovanja podjetja vpliva vrsta posla ali poslov oziroma panoga ali panoge dejavnosti podjetja ter poslovni in finančni vzvod podjetja. Vpliv navedenih dejavnikov na tveganost poslovanja podjetja in s tem na stopnjo tveganja β je shematsko prikazan v Sliki (3).

Običajni postopek določanja stopnje tveganja β za individualno naložbo je s pomočjo regresijske analize donosnosti individualne naložbe glede na tržno donosnost delniškega indeksa (Penman, 2010, str. 677). Upoštevati je potrebno tržno donosnost delniškega indeksa tistega trga, kjer vrednoteno podjetje kotira, oziroma trga, kjer investitorji lahko investirajo v alternativne naložbe. Tako definirano stopnjo tveganja β imenujemo tudi **zgodovinska ali tržna stopnja tveganja**, ker je izračunana iz preteklih tržnih podatkov.

Slika 3: Dejavniki, ki določajo stopnjo tveganja β



Vir: P. Groznik & I. Lončarski, *Corporate Valuation Introduction*, 2010.

Slabosti določitve stopnje tveganja β s pomočjo regresijske analize so visoka standardna napaka za β , upoštevanje preteklega poslovnega modela (*business mix*) in upoštevanje preteklega finančnega vzvoda vrednotenega podjetja. Zgodovinsko stopnjo tveganja β je mogoče določiti samo za podjetja z delnicami katerih se je na trgu trgovalo in so nam tako na voljo potrebni podatki.

Drugi pristopi določanja stopnje tveganja β , ki jih uporabljamo v primeru zasebnih podjetji in v drugih primerih, ko pretekli tržni podatki niso na voljo so; temeljni pristop, računovodski pristop in panožni pristop (angl. *Bottom-Up Beta*). Ker so vsi trije omenjeni pristopi določanja stopnje tveganja β značilni za zasebna podjetja, jih podrobneje predstavljam v razdelku 1.4.

1.3.2.2 Strošek dolžniškega kapitala

Podjetja se poleg lastniškega kapitala financirajo tudi z dolžniškim kapitalom. Strošek dolžniškega kapitala mora predstavljati obrestno mero, po kateri se lahko podjetje zadolžuje v danem trenutku. Napačno bi bilo upoštevati pretekle obrestne mere (Brigham & Gapenski, 1999b, str. 301).

Vsebinsko strošek dolžniškega kapitala podjetja določajo netvegana donosnost, kreditno tveganje ali tveganje bankrota podjetja in mejna davčna stopnja. Glede na to, da so obresti za plačilo dolga priznane kot strošek, zmanjšujejo davčno osnovo in s tem zmanjšujejo strošek

dolžniškega kapitala, tako, da del stroška dolga efektivno plača država (Johnson, 1999, str. 154). Povezavo med stroškom dolžniškega kapitala in davčno stopnjo prikazuje obrazec (7).

$$\text{Strošek dolžniškega kapitala po davkih} = \text{Strošek dolžniškega kapitala pred davki} \cdot (1 - \text{davčna stopnja}) \quad (7)$$

Strošek dolžniškega kapitala podjetja lahko ocenimo z naslednjimi pristopi (Damodaran, 2002, str. 208):

- s tržno ceno (donosnost do dospelja) likvidne dolgoročne obveznice izdane s strani vrednotenega podjetja,
- z določitvijo premije za kreditno tveganje na podlagi ocene kreditnega tveganja vrednotenega podjetja, ki ga prištejemo netvegani donosnosti. Ta pristop uporabljamo, ko obstaja ocena kreditnega tveganja vrednotenega podjetja s strani bonitetnih agencij in ko to ni izdalo dolžniških vrednostnih papirjev ali ti niso likvidni na trgu.
- s sintetično oceno kreditnega tveganja, ki se uporablja za podjetja, ki nimajo izdanih dolžniških vrednostnih papirjev in za katere nimamo na razpolago ocen kreditnega tveganja. Pri tem pristopu izračunamo pokritost izdatkov za obresti z obrazcem (8), ki prikazuje sposobnost podjetja, da z dobičkom iz poslovanja plačuje obresti za najeta posojila (Pučko, 2004, str. 157). Na podlagi izračuna pokritosti izdatkov za obresti in pripadajoče ocene kreditnega tveganja, ki so prikazane v Tabela (1), določimo premijo za kreditno tveganje podjetja. Seštevek netvegane donosnosti in premije za kreditno tveganje predstavlja strošek dolžniškega kapitala podjetja pred davki.

$$\text{Stopnja pokritja obresti} = \frac{EBIT(\text{dobiček iz poslovanja})}{\text{Izdatki za obresti}} \quad (8)$$

Za vrednotenja v tem magistrskem delu sem strošek dolžniškega kapitala ocenil na podlagi sintetične ocene kreditnega tveganja. Velja omeniti, da je pri vrednotenju podjetij iz razvijajočih se trgov, z visokim deželno tveganjem potrebno k strošku dolžniškega kapitala dodati še premijo za deželno tveganje.

Tabela 2: Koeficient pokritja obresti in ocene kreditnega tveganja

Pokritost izdatkov za obresti	≤ do	Bonitetna ocena	Premija v %
12,5	100.000,000	AAA	0,50
9,5	12,499	AA	0,65
7,5	9,499	A+	0,85
6,0	7,499	A	1,00
4,5	5,999	A-	1,10
4,0	4,499	BBB	1,60
3,5	3,999	BB+	3,00
3,0	3,499	BB	3,35
2,5	2,999	B+	3,75
2,0	2,499	B	5,00
1,5	1,999	B-	5,25
1,3	1,499	CCC	8,00
0,8	1,250	CC	10,00
0,5	0,799	C	12,00
- 100.000,0	0,499	D	15,00

Vir: Adamodar New Home Page, 2011.

1.3.2.3 Strošek celotnega kapitala

Strošek celotnega kapitala je opredeljen kot tehtano povprečje stroškov različnih virov financiranja podjetja, WACC. Strošek celotnega kapitala je natančneje definiran kot tehtano povprečje stroška dolžniškega kapitala in zahtevane donosnosti lastniškega kapitala. Pri tem je tako pri strošku dolžniškega kapitala, kot pri zahtevani donosnosti lastniškega kapitala upoštevano ustrezno tveganje naložbe.

Pri izračunu tehtanega povprečja stroškov kapitala, je uteži v sestavi virov financiranja potrebno izračunati iz razmerja tržnih vrednosti posameznih virov financiranja, ker bi podjetje dodatne lastniške ali dolžniške vire lahko pridobilo le po tržnih cenah. Tržna vrednost lastniškega kapitala je definirana kot sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov lastniškega kapitala, diskontiranih z njegovo zahtevano donosnostjo, $E_0 = PV_0 [Re_t ; ECF_t]$. Tržna vrednost dolžniškega kapitala je ravno tako definirana kot sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov dolžniškega kapitala, diskontiranih z zahtevano donosnostjo dolžniškega kapitala, $D_0 = PV_0 [Rd_t ; CFd_t]$. WACC pa je tista diskontna stopnja, ki pričakovane denarne tokove investorjev izenači z zgoraj definirano tržno vrednostjo lastniškega in dolžniškega kapitala, oziroma vrednostjo podjetja, $E_0 + D_0 = PV_0 [WACC_t ; FCF_t]$ (Fernandez, 2011).

Tako je ustrezno razmerje med kapitaloma za izračun $WACC_t$, razmerje izračunano iz tržnih vrednosti lastniškega in dolžniškega kapitala, E_{t-1} , D_{t-1} . V primeru, da podjetje ohranja fiksno razmerje med tržnima vrednostma kapitala, je WACC konstanten za celotno obdobje ocenjenih denarnih tokov.

Strošek celotnega kapitala oziroma strošek financiranja podjetja izračunamo po obrazcu (9), z uporabo zgoraj navedenega razmerja med kapitaloma. Strošek celotnega kapitala nam pove, kakšno donosnost na vložena sredstva mora v povprečju podjetje ustvariti, da pokrije vse (oportunitetne) stroške financiranja. Strošek celotnega kapitala uporabljamo pri ocenjevanju vrednosti celotnega podjetja, torej vrednosti podjetja za vse investitorje in predstavlja diskontno stopnjo s katero diskontiramo bodoče proste denarne tokove podjetja ter tako dobimo oceno vrednosti poslovanja celotnega podjetja. Višje kot je tveganje za določen obseg pričakovanega prihodnjega ekonomskega dobička, višji je strošek kapitala in nižja je sedanja vrednost ali obratno, nižje kot je tveganje, nižji je strošek kapitala in višja je sedanja vrednost (Mramor, 2000, str. 168).

$$WACC_t = \frac{E_{t-1}}{V_{t-1}} \cdot Re_t + \frac{D_{t-1}}{V_{t-1}} \cdot Rd_t \cdot (1 - t) \quad (9)$$

Razlaga pojmov:

WACC - (*Weighted Average Cost of Capital*), tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala

Re_t - strošek lastniškega kapitala

R_{dt} - strošek dolžniškega kapitala

E_{t-1} - tržna vrednost lastniškega kapitala

D_{t-1} - tržna vrednost dolžniškega kapitala

t - mejna davčna stopnja

$V_{t-1} = E_{t-1} + D_{t-1}$

Denarna sredstva so v bilancah podjetij s stališča vrednotenja posebna kategorija, ker je njihova vrednost enaka računovodski vrednosti. Vrednost vseh ostalih poslovnih sredstev podjetja pa je odvisna od denarnih tokov, ki jih ta sredstva ustvarjajo in je običajno različna od računovodske vrednosti. Tako je pri ocenjevanju stroškov kapitala pravilno upoštevati bruto dolg podjetja, za katerega podjetje plačuje obresti, to je dolg ki ni zmanjšan za denarna sredstva podjetij. Pri lastniškem kapitalu pa stopnje tveganja β , ki pri izračunu upoštevajo samo poslovna sredstva. Dokončno oceno vrednosti celotnega podjetja oziroma vrednosti za vse investitorje pa dobimo tako, da denarne tokove ki gredo vsem investitorjem diskontiramo z tehtanim povprečjem stroškov celotnega kapitala, WACC (Fernandez, 2011).

1.3.3 Stopnja rasti

Tretja kategorija, ki vstopa v modele vrednotenja z diskontiranimi denarnimi tokovi je stopnja rasti. S stopnjo rasti opisujemo kaj se bo dogajalo s prihodnjimi denarnimi tokovi podjetja, katerih diskontirana vsota predstavlja oceno vrednosti podjetja. Glede na to ali ocenjujemo vrednost podjetja za lastnike ali za vse investitorje, s stopnjo rasti ocenjujemo rast ustreznih prihodnjih denarnih tokov (dividende, denarni tok za lastnike, denarni tok za vse investitorje). Stopnja rasti je od treh obravnavanih kategorij (denarni tokovi, strošek kapitala in stopnja rasti), ki vstopajo v modele vrednotenja z diskontiranimi denarnimi tokovi, najobčutljivejši parameter, ki vpliva na oceno vrednosti podjetja. Namreč, visoke stopnje rasti v povezavi z visokimi stopnjami donosnosti, so pravi generator vrednosti podjetja (Yegge, 2002, str. 151).

Stopnja rasti denarnih tokov, je odvisna od stopnje investiranja in od donosnosti investiranih sredstev. Stopnja rasti denarnih tokov za lastnike pa je odvisna še od finančnega vzvoda, pri čemer je potrebno poudariti, da ima finančni vzvod pozitiven vpliv na rast vrednosti za lastnike vse dokler je donosnost sredstev po davkih večja od stroškov dolžniškega kapitala po davkih. Podjetje lahko dolgoročno pričakuje rast denarnih tokov samo z dodatnim investiranjem, saj ima povečevanje donosnosti že investiranih sredstev (ekonomiziranje, zmanjševanje stroškov, itd.) svoje meje (Ceccheti, 2008, str. 422).

Stopnjo rasti prihodnjih denarnih tokov za investitorje podjetja, lahko ocenimo s tremi različnimi pristopi (Damodaran, 2002, str. 301):

S preteklimi stopnjami rasti denarnih tokov ocenjujemo prihodnje stopenj rasti denarnih tokov v podjetjih, z relativno velikimi tržnimi deleži in iz panog v katerih ni pričakovati nenadnih velikih tehnoloških sprememb. V primerih negativnih dobičkov, velikih nihanj v preteklih stopnjah rasti in hitro rastočih podjetij, pa pretekle stopnje rasti niso vedno dobra podlaga za oceno bodočih stopenj rasti, lahko pa so dober indikator in v pomoč pri njihovem ocenjevanju, če upoštevamo sledeče:

- namesto rasti dobičkov upoštevamo rasti prihodkov, ki običajno bistveno manj nihajo in jih je težje računovodsko prirejati
- namesto povprečne rasti, primerjamo rasti v posameznih obdobji z velikostjo podjetja oziroma z rastjo velikosti podjetja in te povezave uporabimo kot osnovo za oceno prihodnje rasti
- uporabljamo pretekle stopnje rasti samo za oceno kratkoročnih stopenj rasti, dolgoročne stopnje pa ocenimo na podlagi predvidevanj dogajanj v podjetju, panogi in celotnem gospodarstvu
- pri oceni stopnje rasti podjetja upoštevamo pretekle stopnje rasti celotnega trga oziroma gospodarstva, ter ostalih podjetij

Odperta vprašanja v zvezi s preteklimi stopnjami rasti so povezana tudi s samim načinom izračunavanja povprečji (aritmetično, geometrijsko, regresija časovnih vrst), ki nam dajo različne rezultate.

Prihodnje stopnje rasti lahko ocenimo tudi s pomočjo **ocen tržnih analitikov**. Ocene tržnih analitikov se upoštevajo kot ustrezne, saj so analitiki boljše informirani in strokovnejši od ostale javnosti, poleg tega pa običajno napovedi rasti objavlja večje število tržnih analitikov. Ocene prihodnjih stopenj rasti z strani analitikov bi morale biti zanesljivejše od ocen na podlagi preteklih (historičnih) stopenj rasti, saj analitiki pri napovedih upoštevajo aktualne in predvidene bodoče pogoje poslovanja (novi proizvodi in storitve, poslovni in finančni vzvod, predvidena rast BDP, inflacija, etc), medtem ko ocene na podlagi zgodovinskih stopenj rasti upoštevajo pretekle pogoje poslovanja (Damodaran, 2002, str. 279).

Slabosti ocen stopenj rasti z strani tržnih analitikov so v tem, da veliko podjetij analitiki sploh ne analizirajo, predvsem so to manjša in zasebna podjetja in da običajno analitiki ocenjujejo rast dobička na delnico, kar v primeru ocenjevanja vrednosti celotnega podjetja ni ustrezen podatek.

Pri **temeljnem pristopu ocenitve stopenj rasti**, prihodnje stopnje rasti denarnih tokov ocenimo na podlagi stopenj investiranja in kvalitete investicij, ki jo merimo z donosnostjo investicij oziroma kapitala podjetja. Čim višje so stopnje investiranja in čim višja je donosnost, tem višje bodo stopnje rasti. V splošnem pričakovano stopnjo rasti denarnih tokov zapišemo z obrazcem (10) (Damodaran, 2002, str. 675).

$$\text{Pričakovana stopnja rasti} = \text{Stopnja investiranja} \cdot \text{Donosnost investicije} \quad (10)$$

Povezava med ocenjevano stopnjo rasti in temeljnimi kategorijami podjetja je odvisna od tega, rast katere postavke ocenjujemo. Če ocenjujemo rast dobička na delnico, je ta odvisna od donosnosti lastniškega kapitala in stopnje zadržanih dobičkov, če ocenjujemo rast neto dobička, je ta odvisna od stopnje investiranja lastniškega kapitala in njegovih donosnosti, če pa ocenjujemo rast dobička iz poslovanja, je ta odvisna od stopnje investiranja celotnega kapitala in njegove donosnosti.

Stopnje **rasti čistega dobička na delnico** zapisane z obrazcem (11) so odvisne od stopnje ponovnega investiranja dobičkov oziroma lastniškega kapitala in donosnosti lastniškega kapitala (Damodaran, 2002, str. 286).

$$g = b \cdot ROE \quad (11)$$

Razlaga pojmov:

b – stopnja zadržanih ali ponovno investiranih dobičkov

ROE – donosnost lastniškega kapitala

Donosnost lastniškega kapitala je odvisna od donosnosti celotnega kapitala podjetja ter finančnega vzvoda podjetja, kar prikazuje obrazec (12) (Damodaran, 2002, str. 286).

$$ROE = (ROC + D/E \cdot (ROC - i \cdot (1 - t))) \quad (12)$$

Razlaga pojmov:

ROC = EBIT · (1 – t) / knjigovodska vrednost kapitala

D/E = knjigovodska vrednost dolga / knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

i – obresti dolga / knjigovodska vrednost dolga

t – davčna stopnja

Stopnje **rasti dobička iz poslovanja** pa so odvisne od stopnje reinvestiranja celotnega kapitala in od donosnosti celotnega kapitala podjetja, kar prikazujem z obrazcema (13) in (14) (Damodaran, 2002, str.289).

$$\text{Pričakovana stopnja rasti}_{EBIT} = \text{Stopnja reinvestiranja kapitala} \cdot ROC \quad (13)$$

$$\text{Stopnja reinvestiranja kapitala} = \frac{\text{Povečanje kapitala} - AM + \Delta \text{ nederenarnega obrata kapitala}}{EBIT \cdot (1 - t)} \quad (14)$$

1.3.3.1 Makroekonomski dejavniki stopenj rasti

V dosednji obravnavi sem se pri razlagi stopenj rasti osredotočil izključno na notranje dejavnike stopenj rasti (stopnja reinvestiranja, donosnost kapitala in finančni vzvod ob določenih pogojih) vrednotenega podjetja, na katere managerji podjetja lahko vplivajo. Na stopnje rasti pa poleg notranjih dejavnikov vplivajo tudi zunanji ali makroekonomski dejavniki (stopnje rasti BDP, stopnje inflacije, gibanje obrestnih mer, etc.), na katere managerji podjetja ne morejo vplivati, oziroma se jim lahko prilagodijo, običajno v zelo omejenem obsegu (Krugman, 2007, str. 27).

Makroekonomski dejavniki se odražajo v rasti svetovnega gospodarstva (BDP), ki se je z nastopom finančne krize zelo upočasnila, oziroma v letih 2008 in 2009 dosegala tudi negativne stopnje rasti. Na upočasnitev rasti so vplivale vse večja negotovost in napetost na

finančnih trgov, zmanjšano zaupanje podjetij in potrošnikov, zaviralni učinek visokih cen primarnih surovin, zmanjšan razpoložljivi dohodek in šibek trg dela (Banka Slovenije, 2011). Upočasnjena rast BDP se kaže v šibki dinamiki svetovne trgovinske menjave, upočasneni rasti svetovnega povpraševanja, poslabševanju splošnih pogojev financiranja in splošni rasti obrestnih mer.

Pri vrednotenju podjetja je tako potrebno pri ocenjevanju stopenj rasti upoštevati notranje in zunanje dejavnike, predvsem stopnje rasti gospodarstev tistih držav oziroma trgov, na katerih podjetje ustvari največje deleže realizacije.

1.3.4 Zaključna vrednost

Zaključna vrednost ali (angl. *terminal valu*) je v modelih vrednotenja na podlagi diskontiranih denarnih tokov opredeljena kot vrednost podjetja ob prenehanju poslovanja ali vrednost, ki naj bi jo podjetje imelo v stabilni stopnji rasti.

Zaključno vrednost podjetja lahko ocenimo z sledečimi pristopi (Groznič & Lončarski, 2010):

- likvidacijsko vrednostjo
- z uporabo mnogokratnikov
- z modelom stabilne stopnje rasti

Ocena zaključne vrednosti z **likvidacijsko vrednostjo** temelji na predpostavki, da bo podjetje v določeni bodočnosti prenehalo s poslovanjem in da njegovo premoženje likvidiramo s prodajo (Tajnikar, 2006, str. 231). Ta pristop je najuporabnejši takrat, ko se sredstva podjetja lahko medsebojno neodvisno prodajajo na trgu. Likvidacijsko vrednost podjetja tako lahko ocenimo na dva načina:

- po prvem načinu je ocena likvidacijske vrednosti enaka knjigovodski vrednosti celotnega kapitala (sredstev) podjetja, v tisti časovni točki v prihodnosti, ko naj bi podjetje prenehalo s poslovanjem. Glede na povprečno starost sredstev, njihovo knjigovodsko vrednost popravimo za pričakovano stopnjo inflacije. Slabost tega načina je v tem, da ocenjuje zaključno vrednost podjetja, na osnovi knjigovodskih vrednosti kapitala in ne na podlagi vrednosti, ki jo obravnavani kapital lahko ustvari.
- po drugem načinu ocenimo likvidacijsko vrednost na podlagi vrednosti, ki jo obravnavani kapital lahko ustvari. Najprej ocenimo časovno obdobje delovanja podjetja in denarne tokove, ki naj bi jih podjetje ustvarilo v tem obdobju ter nato te denarne tokove diskontiramo z ustrezno diskontno stopnjo. Vsota diskontiranih denarnih tokov je zaključna vrednost podjetja.

Pri oceni zaključne vrednosti z **uporabo mnogokratnikov**, to ocenimo kot mnogokratnik realizacije ali dobička, ki naj bi ga podjetje doseglo v časovni točki v prihodnosti, ko naj bi prenehalo s poslovanjem. Ta pristop ocene zaključne vrednosti je enostaven, vendar spremeni metodo vrednotenja na podlagi diskontiranih denarnih tokov v relativno vrednotenje. Zaključna vrednost, ki predstavlja največji delež vrednosti vrednotenega podjetja je namreč ocenjena na podlagi relativnega vrednotenja.

Ocena zaključne vrednosti z **modelom stabilne stopnje rasti**, je v splošnem podana z obrazcem (15) in temelji na teoretični predpostavki, da bo podjetje del denarnih tokov ponovno investiralo v nova sredstva ter po stabilni stopnji rasti raslo v neskončnost (Penman, 2010, str. 392).

$$\text{Zaključna vrednost}_t = \frac{\text{Denarni tok}_{t+1}}{r - \text{Stabilna stopnja rasti}} \quad (15)$$

Razlaga pojmov:

r – diskontni faktor (strošek kapitala)

Ocena zaključne vrednosti, ki predstavlja največji delež denarnih tokov vrednotenega podjetja in povezana stabilna stopnja rasti imata največji vpliv na vrednotenje, zato je pri njuni oceni potrebno upoštevati določene predpostavke oziroma lastnosti, ki jih predvideva model stabilne stopnje rasti:

- stabilna stopnja rasti je stopnja po kateri naj bi podjetje raslo v neskončnost in je lahko manjša ali enaka stopnji rasti celotnega gospodarstva oziroma gospodarstva, v katerem ocenjevano podjetje posluje (Damodaran, 2002, str. 303),
- dolgoročno netvegana donosnost konvergira k stopnji rasti celotnega gospodarstva, zaradi tega stabilna stopnja rasti ne more presegati netvegane donosnosti, uporabljene v modelu vrednotenja in hkrati diskontnega faktorja, povedano lahko prikažemo s sledečim zapisom;
 $g_{st} \leq r_f \leq g_e < r_c$,
 - g_{st} – stabilna stopnja rasti
 - r_f - netvegana donosnost
 - g_e - rast celotnega gospodarstva
 - r_c - strošek celotnega kapitala
- podjetje, ki se nahaja v stabilni stopnji rasti, posluje z nižjim, oziroma povprečnim tveganjem. Nižje tveganje pomeni nižjo ali povprečno stopnjo tveganja β in s tem nižje stroške lastniškega kapitala,
- podjetje, ki se nahaja v stabilni stopnji rasti ne more dosegati presežne donosnosti, zato lahko donosnost podjetja izenačimo s stroški financiranja ali pa predvidevamo, da bo podjetje v stabilni stopnji rasti dosegalo donose enake panogi dejavnosti v kateri posluje,

- za podjetja v stabilni stopnji rasti lahko predvidevamo da poslujejo manj rizično, kar jim omogoča večje možnosti zadolževanja. Tako lahko predvidevamo, da je razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom ter strošek dolžniškega kapitala podjetij v stabilni stopnji rasti, enak kot velja za panogo dejavnosti v kateri podjetje posluje,
- podjetje, ki se nahaja v stabilni stopnji rasti mora za njeno ohranjanje vzdrževati določeno stopnjo ponovnega investiranja, izračun katere je podan z obrazcem (16). Ob predpostavki, da je donosnost v stabilni stopnji rasti enaka stroškom financiranja, povečevanje stabilne stopnje rasti nima nikakršnega vpliva na vrednost, ker bodo povečani denarni tokovi zaradi višje stabilne stopnje rasti v popolnosti porabljeni za višje zahtevane stopnje ponovnega investiranja. Navedeno povzema sledeč navedek; rast brez presežne donosnosti povečuje velikost podjetja (denarne tokove) ne ustvarja pa dodatne vrednosti (Damodaran, 2002, str. 307).

$$\text{Stopnja ponovnega investiranja} = \frac{\text{Stabilna stopnja rasti}}{\text{Donosnost kapitala v stabilni stopnji rasti}} \quad (16)$$

1.4 Posebnosti vrednotenja zasebnih podjetij

V tem delu bom obravnaval vrednotenja zasebnih podjetij, ki je poleg teoretičnega vidika, pomembno tudi zato ker se vsa vrednotenja v tem magistrskem delu nanašajo na zasebno podjetje. Osnovni principi in pristopi vrednotenja zasebnih podjetij so enaki kot za javna podjetja, razlike pa se pojavljajo pri oceni vrednosti nekaterih kategorij modelov, ki vplivajo na diskontno stopnjo, denarne tokove in pričakovane stopnje rasti. Poleg navedenega na oceno vrednosti zasebnega podjetja vplivajo tudi drugi parametri oziroma diskonti (premije), ki izhajajo iz lastnosti zasebnih podjetij.

Zasebna podjetja se od javnih podjetij razlikujejo v sledečih glavnih značilnostih (Pratt et al., 1998, str. 60):

- v razpoložljivosti podatkov tako z vidika količine podatkov, dostopnosti, sprotnosti, dolžine časovnih vrst (zasebna podjetja so običajno mlajša) in v različnih računovodskih standardih. Zasebna podjetja v nasprotju z javnimi, namreč niso zavezana k sprotni javni objavi podatkov in poslovnih poročil ter izvajanju revizij,
- v odsotnosti tržnih cen lastniškega in dolžniškega kapitala in odsotnosti likvidnega trga lastniškega kapitala. Tržne cene lastniškega in dolžniškega kapitala ocenjevalec potrebuje za oceno stopnje tveganja β in oceno stroška celotnega kapitala WACC,
- v odvisnosti ocene vrednosti zasebnega podjetja od motiva vrednotenja, oziroma od tega kdo je potencialni investitor v zasebno podjetje. Največkrat so investitorji posamezniki, ki ves ali večino svojega kapitala investirajo v zasebno podjetje in z tem ne izpolnjujejo predpostavke o razpršenosti naložb iz CAPM modela.

Pri oceni vrednosti javnih podjetij ocenjevalec običajno ocenjuje vrednost manjšinskega deleža podjetja (borzne cene, razen v primerih prevzemov, so cene manjšinskih deležev). Motiv investiranja in ocene vrednosti manjšinskega deleža javnega podjetja je doseganje ustreznih donosnost investitorja, ki investira v dobro razpršeno premoženje. Motivi investiranja in ocene vrednosti zasebnega podjetja so poleg doseganja ustrezne donosnosti lahko tudi: »nakup delovnega mesta«, doseganje drugih osebnih nefinančnih ciljev, doseganje tržnega deleža, doseganje stroškovne ali kapitalske točke preloma oziroma ekonomije obsega in zaprtje ali likvidacija podjetja. Glede na motiv investiranja v zasebno podjetje, je njegova ocena vrednosti odvisna od; velikosti podjetja, manjše namreč kot je podjetje, večji je lahko vpliv osebnih motivov na vrednotenje, odvisnosti poslovanja ali poslovnih funkcij podjetja od lastnika ali nekaj ključnih oseb ali zaposlenih, ovir za vstop v podjetje (za delovanje podjetja je potrebna licenca ali druga oblika dovoljenja, ki je vezana na določeno osebo, običajno lastnika ali večinskega lastnika), konkurence (motiv nakupa zasebnega podjetja je lahko odstranitev konkurence, manjšanje deleža fiksnih stroškov, osvajanje trgov, povečanje tržne moči, etc.) (Podvršek, 2010).

1.4.1 Diskontna stopnja

Na oceno vrednosti diskontne stopnje oziroma stroška kapitala zasebnega podjetja vpliva ocena stopnje tveganja β . Ker za zasebno podjetje nimamo na voljo zgodovinskih tržnih podatkov o vrednostih podjetja, oceno stopnje tveganja β izvedemo z uporabo enega od sledečih pristopov ocenjevanja tržnih bet.

1.4.1.1. Panožna beta

Postopek določanja panožne bete je sledeč (Brigham et al., 1999b, str. 416).

1. določimo panogo dejavnosti, v kateri podjetje deluje ali panoge² dejavnosti, če podjetje deluje v več panogah.
2. iz javno objavljenih baz podatkov (npr. Damodaranove baze) poiščemo stopnjo tveganja β za panogo, v kateri deluje podjetje. To je povprečna β za panogo, izračunana s pomočjo regresijske analize, z upoštevanim povprečnim finančnim vzvodom panoge dejavnosti.
3. s pomočjo Hamadine formule, obrazec (17) izračunamo stopnjo tveganja β_U za panogo ali panoge, brez upoštevanja finančnega vzvoda, poslovni vzvod zanemarimo ker podjetja teh podatkov običajno ne objavljajo. D/E je v tem primeru povprečno tržno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom panoge ali ciljno razmerje, ki pomeni najnižje stroške financiranja (Praznik, 2004, str. 56).

² V primerih ko podjetje deluje v več panogah izračunamo po zgoraj navedenem postopku β_U za vsako panogo in nato ponderirano aritmetično sredino β_U podjetja (ponderji so deleži ustvarjene vrednosti po panogah) ter po obrazcu (17) β_L podjetja.

$$\beta_L = \beta_U \cdot [1 + (1 - t) \cdot (D/E)] \quad (17)$$

Razlaga pojmov:

- β_L - stopnja tveganja z upoštevanim finančnim vzvodom
- β_U - stopnja tveganja brez upoštevanega finančnega vzvoda
- t - davčna stopnja
- D - tržna vrednost dolžniškega kapitala
- E - tržna vrednost lastniškega kapitala

4. s pomočjo obrazca (17) in tržnega razmerja D/E za vrednoteno podjetje izračunamo β_L , ki je stopnja tveganja z upoštevanim finančnim vzvodom vrednotenega podjetja.

Po tem postopku lahko ocenimo stopnjo tveganja β za katerokoli podjetje in zmanjšamo vpliv slabosti (β podjetja ocenimo z aktualnim finančnim vzvodom) zgodovinskih stopenj tveganja.

Stopnja tveganja določena na osnovi panožne bete, z pomočjo katere sem tudi izvedel vsa vrednotenja v tem magistrskem delu ima sledeče prednosti (Damodaran, 2002, str. 204);

- omogoča upoštevanje aktualnih in/ali bodočih sprememb poslovnega modela ter finančnega in poslovnega vzvoda
- uporablja povprečno stopnjo tveganja panoge (ali panog) v katerih podjetje deluje, ki je manj izpostavljena spremembam kot stopnja tveganja posameznega podjetja, uporabljena pri zgodovinskih stopnjah tveganja
- omogoča izračun stopnje tveganja podjetja z uporabo stopenj tveganja posameznih panog v katerih podjetje deluje

1.4.1.2. Računovodska beta

Računovodsko beto (*Accounting beta*) izračunamo s pomočjo regresijske analize sprememb računovodskih dobičkov zasebnega podjetja in delniškega indeksa tistega trga, kjer lahko investitorji alternativno investirajo (npr. DAX ali FTSEurofirst 300) (Damodaran, 2002, str. 928).

$$\Delta \text{Dobički}_{\text{zasebne družbe}} = a + b \cdot \Delta \text{Dobički}_{\text{indeksa}} \quad (18)$$

Regresijski koeficient b iz obrazca (18) predstavlja računovodsko beto zasebnega podjetja. Dobički, ki jih uporabimo v regresijski analizi morajo biti neto dobički, kajti le tako dobimo beto podjetja z upoštevanim finančnim vzvodom. V primeru uporabe dobičkov iz poslovanja, bi pridobljena beta predstavljala beto brez vzvoda. Računovodska beta ima dve omejitve. Prva je v tem, da zasebna podjetja merijo in objavljajo podatke o neto dobičku le enkrat letno, kar vodi do majhnega števila opazovanj in do majhne statistične moči regresijske analize. Druga

omejitev pa je povezana z računovodskim usklajevanjem dobičkov, kar se odraža v neustreznih računovodskih beti (Damodaran, 2002, str. 929).

1.4.1.3. Fundamentalna beta

Fundamentalna beta (*fundamental beta*) povezuje tveganost investiranja v lastniški kapital določenega podjetja s fundamentalnimi spremenljivkami, od katerih je odvisna vrednost podjetja. Te fundamentalne spremenljivke so spremenljivke, ki se nanašajo na samo poslovanje podjetja, sestavo kapitala in tudi druge spremenljivke, ki vplivajo na vrednost podjetja. Različni raziskovalci so v svoje modele vključevali različne fundamentalne spremenljivke, npr. izplačila dividend, rast vseh sredstev, variabilnost dobičkov, računovodsko razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom, poslovni vzvod, etc..

Postopek izračuna fundamentalne bete je sestavljen iz dveh faz. V prvem koraku z regresijsko analizo določimo koeficiente, ki fundamentalne spremenljivke povezujejo z doseženimi (preteklimi) betami za podjetja ki npr. sestavljajo indeks DAX. V obrazcu (19) sta upoštevani samo dve fundamentalni spremenljivki (fundamentalnih spremenljivk je lahko, kot navedeno, več), finančni vzvod (FV) in poslovni vzvod (PV).

$$\text{Pretekla } \beta_{(i)} = b_0 + b_1 \cdot FV(i) + b_{(2)} \cdot PV(i) + \mu(i) \quad (19)$$

V drugem koraku s pomočjo koeficientov b_0 , b_1 , b_2 , etc., ki smo jih določili v prvem koraku in aktualnih vrednosti fundamentalnih spremenljivk za določeno podjetje, izračunamo predvideno fundamentalno beto podjetja (Fernandez, 2006, str. 19).

1.4.1.4 Kazalniki zadolženosti

Za določitev stroška lastniškega kapitala oziroma stopnje tveganja z upoštevanim finančnim vzvodom (β_L), potrebujemo razmerje tržnih vrednosti posameznih virov financiranja zasebnega podjetja (D/E). Ker tržnih cen za kapital zasebnega podjetja nimamo, lahko uporabimo sledeča razmerja (Damodaran, 2002, str. 669);

- povprečno tržno razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom (D/E) panoge ali panog v katerih privatno podjetje posluje. Predvidevamo namreč lahko, da bo omenjeno razmerje zasebnega podjetja s časom postalo enako povprečju panoge,
- ciljno oziroma optimalno razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom, ki naj bi pomenilo najnižje stroške financiranja.
- razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom, ki ga dobimo iz ocene vrednosti podjetja, katero izračunamo z uporabo knjigovodskih razmerji kapitala ocenjevanega

podjetja (oceno vrednosti ponovno izvedemo z uporabo razmerji pridobljenih iz ocene vrednosti)

Glede na to da zasebna podjetja običajno nimajo izdanih obveznic in posledično nimamo razpoložljivih ocen kreditnih tveganj s strani bonitetnih agencij, lahko strošek dolžniškega kapitala zasebnega podjetja ocenimo; z stroški zadolževanja, ki jih je zasebno podjetje imelo v zadnjem času, z povprečnimi stroški zadolževanja panoge ali panog v katerih zasebno podjetje deluje ali sintetično oceno kreditnega tveganja (Pratt et al., 1998, str. 220).

Kakor pri oceni stroška lastniškega kapitala, lahko tudi pri oceni tehtanega povprečja stroškov celotnega kapitala zasebnega podjetja, WACC, uporabimo eno od zgoraj navedenih razmerji med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Zaradi konsistentnosti moramo pri izračunih stroškov lastniškega kapitala kot pri izračunih tehtanega povprečja stroškov celotnega kapitala zasebnega podjetja, uporabiti enako razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Pri vseh izračunih stroškov financiranja v visoki stopnji rasti sem uporabil povprečno razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom panoge v kateri podjetje posluje. V fazi stabilne stopnje rasti, pa sem kot strošek celotnega kapitala uporabil povprečni strošek kapitala panoge dejavnosti, v kateri podjetje posluje.

1.4.2 Denarni tok

Definicija denarnih tokov za lastnike ali za vse investitorje je pri vrednotenju zasebnih podjetjih enaka kot pri javnih podjetjih. Denarni tok je druga kategorija, pri kateri se lahko pojavljajo razlike pri vrednotenju zasebnih podjetji glede na javna podjetja. Managerji v zasebnem podjetju so namreč največkrat tudi njihovi edini lastniki in so tako pri svojih odločitvah omejeni samo z zakonodajo in ne tudi z odločitvami lastnikov oziroma ostalih lastnikov podjetja. Zaradi navedenega je lastnikom zasebnega podjetja, ki so hkrati tudi managerji omogočeno, da si svoje prejemke izplačujejo v obliki plač ali v obliki dividend, na obliko izplačila pa vpliva skupna davčna stopnja³.

Tako je pri vrednotenju zasebnih podjetji potrebno natančno ovrednotiti bruto stroške plač managerja, in na podlagi tako normaliziranih stroškov izračunati ustrezne denarne tokove. Stroške plače managerja ovrednotimo z stroški plač managerjev v primerljivih podjetjih (Gregory, 1999, str. 255).

Na denarne tokove zasebnega podjetja nadalje vpliva prepletanje zasebnih stroškov s stroški podjetja. Tako lahko lastnik zasebnega podjetja ustvarja umetna delavna mesta za svoje bližnje (razlog je lahko tudi davčne narave) in uporablja sredstva podjetja v privatne namene

³ Lastniki zasebnega podjetja, ki so hkrati managerji si izplačujejo prejemke v tisti obliki (dividende ali plače), ki je skupno manj obdavčena.

ali obratno. Pri vrednotenju zasebnega podjetja je potrebno navedeno prepletanje stroškov razmejiti in upoštevati ustrezne korigirane denarne tokove.

Pri prepletanju zasebnih stroškov z stroški podjetja naletimo na dva problema. Najprej je problem te stroške identificirati in jih ustrezno razmejiti, drugi problem pa je lahko davčne narave (Damodaran, 2002, str. 673).

Denarni tok je odvisen tudi od tega kdo je potencialni investitor v zasebno podjetje, oziroma za katere namene se opravlja vrednotenje zasebnega podjetja. V primeru da je investitor v zasebno podjetje javna družba, velja predpostavka da je investitor obdavčen z mejno davčno stopnjo. V primeru ko je investitor posameznik, pa velja predpostavka davčne stopnje, z katero je posameznik obdavčen. Tako davčne stopnje s katerimi so lahko različno obdavčeni različni potencialni investitorji vplivajo na denarne tokove preko operativnega dobička po davkih, na stroške dolžniškega kapitala, kot je razvidno iz obrazca (7) in seveda na oceno vrednosti zasebnega podjetja (Pratt et al., 1998, str. 231).

1.4.3 Stopnja rasti

Pri oceni prihodnjih stopenj rasti zasebnega podjetja se moramo zaradi pomanjkanja historičnih podatkov in odsotnosti napovedi stopenj rasti s strani analitikov opreti na temeljni pristop ocenitve stopenj rasti.

Zasebna podjetja so namreč v veliki večina mlada podjetja, za katere ni na voljo veliko podatkov o preteklem poslovanju, poleg tega pa njihovo poslovanje ni spremljano z strani analitikov, kot je to primer pri veliki večini javnih podjetji.

Do razlik v zvezi s stopnjo rasti zasebnega in javnega podjetja prihaja tudi pri oceni zaključne vrednosti. Pri javnih podjetjih običajno predvidevamo da bo podjetje delovalo v neskončnost, medtem ko je zaključna vrednost zasebnega podjetja odvisna od namenov lastnika podjetja. V primeru, ko lahko pričakujemo da bo podjetje v bodočnosti prenehalo delovati, ker lastnik nima namena ali možnosti podjetje prenesti na naslednjo generacijo, ocenimo zaključno vrednost z pomočjo postopka likvidacijske vrednosti. V primeru da lastnik namerava prenesti podjetje na naslednjo generacijo (kar sicer ni vedno uspešno oziroma optimalno) lahko zaključno vrednost ocenimo z modelom stabilne stopnje rasti. Z modelom stabilne stopnje rasti ocenimo zaključno vrednost zasebnega podjetja tudi takrat, ko pričakujemo, da bo podjetje raslo in postalo podobno javnim podjetjem ter najemalo profesionalne managerje. Glede na to da je zaključna vrednost določena z likvidacijsko vrednostjo nižja od zaključne vrednosti določene z stabilno stopnjo rasti, so v splošnem zaključne vrednosti zasebnih podjetji nižje od zaključnih vrednosti javnih podjetji (Pratt et al., 1998, str. 484).

1.4.4 Diskonti pri ocenjevanju zasebnih podjetij

Na oceno vrednosti zasebnega podjetja vplivajo v prejšnjih točkah navedene posebnosti parametrov modela diskontiranih denarnih tokov. Poleg njih pa tudi v nadaljevanju opisani parametri oziroma diskonti, ki izhajajo iz lastnosti zasebnih podjetji in vplivajo na ceno lastniškega kapitala le teh.

Prvi je **diskont za mala podjetja**. Zasebna podjetja so običajno manjša podjetja, katerih delnice niso uvrščene na organizirani trg kapitala, imajo manjše tržne deleže, so z izdelki ali storitvami prisotna na omejenem številu trgov in so na trgu in med potrošniki manj prepoznavna. Zaradi navedenega je poslovanje malih podjetji bistveno bolj rizično od velikih podjetji, kar se kaže v dodatnem diskontu, oziroma nižji oceni vrednosti (Pratt et al., 1998, str. 210). Empirične študije potrjujejo prisotnost diskonta za mala podjetja. Tako avtorja (Grabowski & King, 1996, str. 103) v študiji ugotavljata, da imajo mala podjetja, ne glede na uporabljen kriterij velikosti podjetja (tržna kapitalizacija, število zaposlenih, prodajna realizacija, dobiček iz poslovanja, etc.), višji strošek lastniškega kapitala, kot ga je mogoče razložiti z stopnjami tveganja β . V drugi študiji je avtor ugotavljal velikost popusta za mala podjetja na osnovi primerjave skupnih letnih donosov delnic velikih podjetij in skupnih letnih donosov delnic malih podjetji, med leti 1926 in 2010 na trgu ZDA. Mala podjetja so na podlagi izračunanega geometrijskega povprečja dosegla 2,2 odstotni točki večji letni skupni donos od velikih podjetji (Ibbotsen, 2011, str. 19).

Drugi parameter oziroma diskont ki vpliva na oceno vrednosti zasebnega podjetja, je **nelikvidnostni diskont**. Delnice ali deleži zasebnih podjetji so relativno nelikvidne naložbe. Z delnicami zasebnih podjetji se ne trguje na borzah (kjer se dnevno opravljajo transakcije in oblikujejo cene) in jih zaradi tega običajno ni mogoče takoj ali v kratkem času prodati. Zaradi navedenega, so investitorji pripravljeni investirati v lastniški kapital zasebnega podjetja samo z določenim - nelikvidnostnim diskontom (Sarin, 2000, str. 87). Na velikost diskonta za nelikvidnost vplivajo likvidnost posameznih sredstev zasebnega podjetja, finančna trdnost in velikost denarnih tokov, možnost, da zasebno podjetje v prihodnosti postane javno podjetje, velikost zasebnega podjetja in nagnjenost potencialnega kupca zasebnega podjetja k likvidnosti (Rojko, 2008, str. 56).

Ob pomanjkanju podatkov za evropske trge, podajam v literaturi objavljene podatke iz empiričnih študij o velikosti nelikvidnostnih diskontov za trge ZDA. Empirične študije so izvedene na podlagi dveh različnih pristopov. Prvi je pristop primerjave cen tako imenovanih »restriktivnih« delnic (to so izdane delnice javnega podjetja, s katerimi je za določeno obdobje prepovedano trgovanje na organiziranem trgu) in tržnih cen delnic javnih podjetij. Tako izmerjeni diskonti za nelikvidnost med leti 1966 in 1998, so znašali med 14,9% za največja podjetja in 32,9% za najmanjša podjetja v vzorcu. Po drugem pristopu je nelikvidnostni diskont ocenjen na podlagi primerjav cen delnic zasebnih podjetij, doseženih v

transakcijah pred javno prodajo in cen teh delnic doseženih v javni prodaji (angl. *initial public offering*). Tako ocenjeni diskonti za nelikvidnost med leti 1981 in 1997 so znašali v povprečju 44% (Pratt et al., 1998, str. 457).

V literaturi se omenja tudi **administrativni diskont**, ki se obračunava zaradi višjih stroškov transakcij oziroma investicije v zasebno podjetje. Namreč, za prodajo lastniškega kapitala zasebnega podjetja je običajno potreben daljši čas za pridobitev ustreznega kupca, prav tako pa se je treba v odsotnosti tržnih cen dogovoriti za ceno. Navedeno povzroča dodatne stroške v primerjavi z enostavnim nakupom delnic javnega podjetja na borzi (Pratt et al., 1998, str. 213).

Diskont za neobvladljivost se v zasebnih podjetjih pojavlja v primerih, ko investitor ni 100% lastnik podjetja (*noncontrolling ownership interest*) in zaradi tega vrednost njegovega deleža ni enaka sorazmerni vrednosti lastniškega kapitala celotnega podjetja. Pri zasebnih podjetjih, namreč le 100% lastnik popolnoma obvladuje podjetje in le takrat lahko vrednost lastniškega deleža enačimo z celotno vrednostjo lastniškega kapitala. V primerih ko je delež lastniškega kapitala manjši od 50% govorimo o manjšinskem lastništvu (angl. *minority interest*) in diskontu za neobvladljivost manjšinskega lastnika (Pratt et al., 1998, str. 426). Diskont za neobvladljivost je posledica ravni neobvladovanja podjetja. Raven obvladovanja in z tem diskont za neobvladljivost je definirana predvsem z veljavnimi zakonskimi predpisi in določili v statutu in drugih ustanovitvenih aktih podjetja, ki določajo vodenje in upravljanje podjetja. Velikost diskonta za neobvladljivost je odvisna zlasti od sledečih dejavnikov; določil glede likvidacije, združitve ali prestrukturiranja podjetja, določil glede sestave nadzornega sveta, razpršenosti ostalih lastniških deležev, določil glede kvalificirane večine (Praznik, 2004, str. 104).

Ocenitev velikosti diskonta za neobvladljivost je mogoče izvesti na osnovi treh pristopov (Pratt et al., 1998, str. 432):

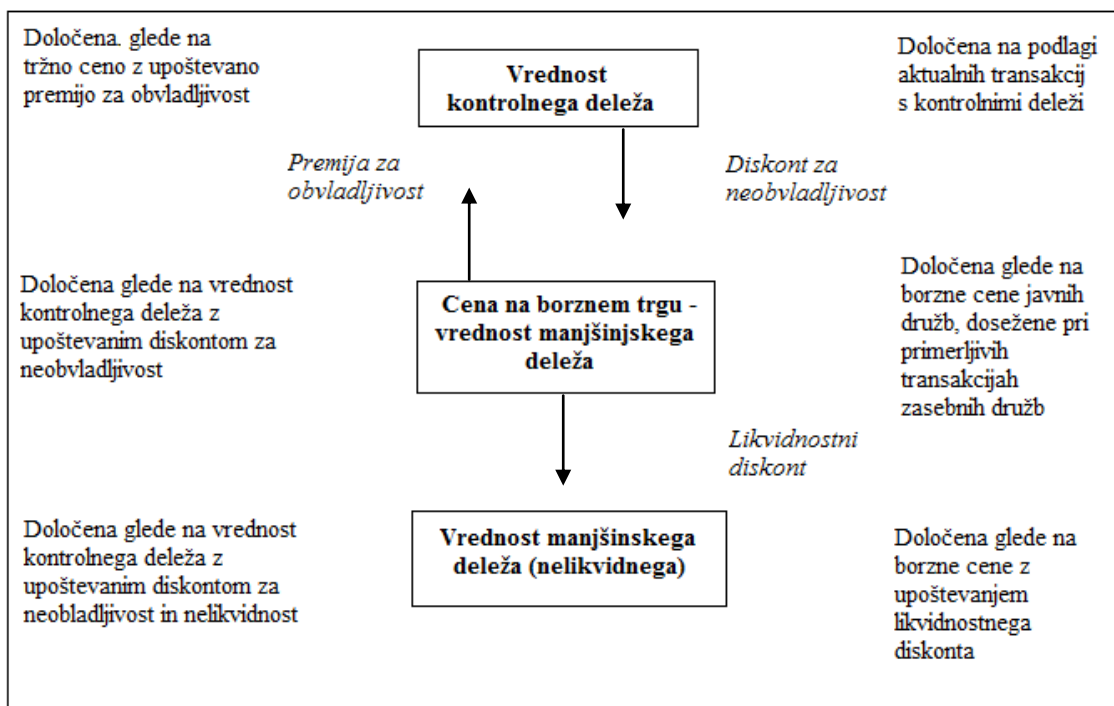
- na osnovi ocenitve vrednosti podjetja in proporcionalne vrednosti manjšinskega deleža, ki je zmanjšana za ustrezn diskont
- na osnovi primerjav z sorodnimi transakcijami neobvladujočih lastniških deležev zasebnih ali javnih podjetji
- na osnovi čistih ekonomskih koristi, ki jih manjšinski lastnik lahko pričakuje v življenjski dobi naložbe

V primeru ocenjevanja diskonta za neobvladljivost na osnovi sorodnih transakcij javnih podjetij, je potrebno izvesti prilagoditve zaradi razlik v tveganjih med javnimi in zasebnimi podjetji ter ločiti kateri del diskonta je v zvezi z nelikvidnostjo in kateri v zvezi z neobvladljivostjo. Najbolje lahko diskont za neobvladljivost na podlagi primerjav z javnimi podjetji ocenimo tako, da kot sorodne transakcije upoštevamo samo tiste, ki so bile izvedene z

strani finančnih institucij, z namenom doseganja ustrezne pričakovane donosnosti. Namreč na transakcije ki so bile izvedene zaradi namenov konsolidacije lastništva ali strateških povezav, vplivajo tudi drugi dejavniki poleg obvladljivosti (upoštevanje sinergijskih učinkov, pridobitev znatnih tržnih deležev, osvojitve tehnologij, etc.) (Mercer, 2003, str. 370).

Pribitek ali premijo za obvladljivost investitorji plačujejo za deleže podjetji, ki omogočajo obvladovanje podjetja. Premije se plačujejo tako za večinske kot za manjšinske deleže (v primeru konsolidacije lastništva), ki investitorju zagotavljajo željeno obvladovanje podjetja. Kontrolna premija je pri javnih podjetjih opredeljena kot razlika med ceno delnice, ki jo investitor plača za delež podjetja, ki mu omogoča obvladovanje podjetja in predhodno tržno ceno delnice tega podjetja. Tržne cene delnic javnih podjetji so cene manjšinskih deležev in kot take vsebujejo diskont za neobvladljivost. Tako je diskont za neobvladljivost zrcalna slika premije za obvladljivost (Pratt et al., 1998, str. 431). Ker za zasebna podjetja tržne cene ne obstajajo, vrednost manjšinskega deleža ocenjevalci pridobijo na osnovi primerjav sorodnih transakcij deležev zasebnih ali javnih podjetji (Mercer, 2003, str. 373). Aritmetično povprečje prevzemnih premij na trgu ZDA, je za javna podjetja med leti 1988 in 1995 znašalo med 35,1% in 44,7% tržne cene (Mercer, 2003, str. 386). Podatki o diskontih za neobvladljivost izvedeni na podlagi primerjave računovodskih vrednosti lastniškega kapitala in cen, doseženih pri prodaji manjšinskega deleža zasebnih podjetij, so za trge ZDA znašali približno 40% (Pratt et al., 1993, str. 437). Shematski prikaz nivojev vrednosti lastniškega kapitala, ocenjenih z upoštevanjem diskontov oziroma premij podajam v Sliki (4).

Slika 4: Shematski prikaz nivojev vrednosti lastniškega kapitala z upoštevanjem diskontov oziroma premij



Vir: C. Mercer, *A Brief Review of Control Premiums and Minority Interest Discounts*, 2003, str. 366.

1.4.5 Motiv vrednotenja

Ocena vrednosti zasebnega podjetja je odvisna tudi od tega, kdo je investitor v podjetje, oziroma za kakšne namene izvajamo oceno vrednosti. Medtem ko vrednotenje javnih podjetij poteka ob predpostavki, da ima investitor dobro razpršene naložbe, pa so investitorji v zasebna podjetja posamezniki, ki večino svojega kapitala investirajo v obravnavano zasebno podjetje. Tako je v primeru, da je investitor v zasebno podjetje individualni investitor, potrebno stopnjo tveganja β prilagoditi za nerazpršenost individualnega investitorja. Individualni investitor namreč ne nosi samo dodatnega tržnega tveganja, ki je povezano z rizikom nove naložbe, ampak celotno tveganje, ki je odvisno od stopnje razpršenosti njegovih naložb (Pratt et al., 1998, str. 230).

Celotno tveganje, kateremu je izpostavljen individualni (ne popolno diverzificiran) investitor v zasebno podjetje, lahko izrazimo z razmerjem med standardnim odklonom vrednosti kapitala zasebnega podjetja in standardnim odklonom vrednosti tržnega indeksa. Tako dobimo relativni standardni odklon, zapisan z obrazcem (20), ki ga imenujemo skupna beta in odraža celotno tveganje individualnega investitorja v omenjeno naložbo (Damodaran, 2002, str.668).

$$\text{Skupna beta} = \sigma_j / \sigma_m \quad (20)$$

Razlaga pojmov:

σ_j - standardni odklon vrednosti kapitala zasebnega podjetja

σ_m - standardni odklon vrednosti tržnega indeksa

Uporaba skupne bete oziroma prilagoditev tržne bete je odvisna od tega, kdo je investitor v zasebno podjetje oziroma od razpršenosti naložb investitorja. V primeru, da je investitor v zasebno podjetje institucionalni investitor, ki ima dobro razpršene naložbe, ali pa da gre za javno prodajo delnic zasebnega podjetja, prilagoditev tržne bete ni potrebna. Če je investitor v zasebno podjetje individualni investitor, je prilagoditev tržne bete oziroma uporaba skupne bete odvisna od razpršenosti naložb individualnega investitorja. V splošnem so bete zasebnih investitorjev višje od institucionalnih in posledično je ocena vrednosti zasebnega podjetja višja s strani javnega podjetja kot s strani zasebnega investitorja.

V tem razdelku sem opisal značilnosti vrednotenj zasebnih podjetji. V Tabeli (3) pa podajam pregled vplivov motiva vrednotenja na oceno vrednosti posameznih parametrov vrednotenja zasebnega podjetja.

Tabela 3: Vpliv motiva vrednotenja na kategorije vrednotenj

	Vrednotenje za prodajo zasebnemu investitorju	Vrednotenje za javno prodajo ali prodajo javnemu podjetju
Strošek lastniškega kapitala	Izračunan na osnovi celotne β , ki odraža diverzificiranost potencialnega kupca	Izračun na osnovi tržne β , ker je investitor diverzificiran
Strošek dolžniškega kapitala	Lahko odraža dodatno premijo za tveganje v zasebno naložbo	Ocenjen na osnovi sintetične ocene kreditnega tveganja
Denarni tok iz poslovanja	Uporaba davčne stopnje zasebnika	Uporaba mejne davčne stopnje podjetja
Zaključna vrednost	Na osnovi likvidacijske vrednosti ali zaključne vrednosti ob prenehanju poslovanja	Na osnovi delovanja podjetja v neskončnost
Popust za nelikvidnost	Vrednost zmanjšamo za faktor nelikvidnosti	Faktorja nelikvidnosti ne upoštevamo

Vir: P. Groznik & I. Lončarski, *Corporate Valuation Introduction*, 2010.

2 OCENA VREDNOSTI PODJETJA Prevzem d.o.o.

Cilj magistrskega dela je ocenitev vrednosti lastniškega kapitala delujočega podjetja Prevzem d.o.o. pred in po izvedenem prevzemu ter analiza ekonomskih parametrov, ki so vplivali na spremembo vrednosti vrednotenega podjetja. Prevzem podjetja je bil izveden konec leta 2006, oceno vrednosti neprevzetega in prevzetega podjetja pa sem izvedel na dan 31.12.2010. Pri vrednotenju sem želel zagotoviti čim večjo konsistentnost ocen vrednosti, upoštevati vpliv upravljanja podjetja v najširšem smislu in iz tega izhajajoče parametre, na vrednost neprevzetega in prevzetega podjetja. Uspešnost in s tem vrednost podjetja je namreč odvisna od tega, kako management podjetja upravlja s sredstvi investorjev (Copeland et al., 2000, str. 167).

2.1 Predpostavke ocene vrednosti podjetja

Glede na to, da je podjetje »Prevzem d.o.o.« zasebno podjetje in ne objavlja prihodnjih napovedi poslovanja, sem pri projekciji prostih denarnih tokov izhajal iz predpostavke, da bi tako neprevzeto kot prevzeto podjetje, tudi nadalje poslovali na enak način, z istim finančnim in poslovnim vzvodom, enako stopnjo rasti in reinvestiranja ter enako donosnostjo sredstev

kot v preteklosti. Zaradi opisanega sem vrednosti parametrov za neprevzeto podjetje ocenil na podlagi rezultatov poslovanja v letih 2004 do vključno 2006, ko podjetje še ni bilo prevzeto in je delovalo kot delniška družba ter na tej osnovi izvedel projekcijo poslovanja in prostih denarnih tokov do leta 2015.

Pri prevzetem podjetju pa sem parametre izračunal na podlagi rezultatov poslovanja med leti 2007 in vključno 2010, ko je bilo podjetje že prevzeto in se je preoblikovalo v d.o.o., ter na tej podlagi izvedel projekcijo poslovanja in prostih denarnih tokov do leta 2015. Po letu 2015 sem za obe podjetji predvidel, da poslujeta v stabilni stopnji rasti.

Oceni vrednosti neprevzetega in prevzetega podjetja »Prevzem d.o.o.« sta opravljeni ob predpostavki, da bo podjetje v prihodnosti postalo podobno javnemu podjetju in da je potencialni investitor v podjetje javno podjetje. Pri izračunu ocene denarnih tokov in stroška kapitala sem upošteval veljavno mejno davčno stopnjo ($t = 20\%$), Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Ur.l. RS, št. 117/2006, v nadaljevanju ZDDPO).

2.2 Predstavitev podjetja

2.2.1 Opis in kratka zgodovina podjetja

Zametki podjetja »Prevzem d.o.o.«, segajo v leto 1958, ko se je v okviru večjega podjetja za predelavo plastičnih mas, ustanovil oddelek za proizvodnjo zobozdravstvenih izdelkov in se je začela poskusna proizvodnja akrilatnih materialov za nanašanje. Poskusna proizvodnja se je v parih letih razvila v redno proizvodnjo, akrilatni materiali za nanašanje so pridobili mesto na takratnem jugoslovanskem tržišču in oddelek za proizvodnjo zobozdravstvenih izdelkov je prerasel v redno poslovno enoto. Leta 1978 se je poslovna enota za proizvodnjo zobozdravstvenih izdelkov, v skladu z takratno prakso v bivši Jugoslaviji, preoblikovala v TOZD, ki je še vedno deloval v okviru podjetja za predelavo plastičnih mas.

Naslednji prelomni dogodek se je zgodil leta 1988, ko se je TOZD, takrat že poimenovan »Prevzem«, odcepil od podjetja za predelavo plastičnih mas in se preoblikoval v statusno pravno samostojno podjetje. V vseh teh letih je podjetje postopoma razvilo še dva dodatna proizvodna programa in sicer program alginatnih odtisnih materialov in amalgamskih trajnih zalivk. S tem je podjetje dopolnilo svojo ponudbo zobozdravstvenih izdelkov, si pridobilo prepoznavnost in utrdilo tržni položaj.

Naslednja prelomnica v zgodovini podjetja se je zgodila v zgodnjih devetdesetih letih z razpadom jugoslovanskega tržišča, ki je do takrat predstavljalo skorajda izključni trg podjetja. Podjetje se je iz težav tega obdobja izklopalo z razvojem nove generacije akrilatnih materialov za nanašanje, kar je omogočilo iskanje novih trgov in geografsko tržno diverzifikacijo.

V letih 1996 do 1998 se je podjetje v skladu s privatizacijsko zakonodajo Republike Slovenije privatiziralo in statusno pravno preoblikovalo v delniško družbo. Lastniška struktura podjetja se je po zaključenem postopku privatizacije sicer nekoliko spreminjala vendar je bila od leta 2002 do opravljenega prevzema nespremenjena. Do prevzema je bila večinski lastnik podjetja ena od pooblaščenih investicijskih družb delujočih v Sloveniji, 10% delnic je predstavljala sklad lastnih delnic, ostalih nekaj manj kot 40 % delnic pa je bilo v lasti malih delničarjev.

Prevzem podjetja s strani zasebnega lastnika je bil izveden v dveh korakih. Najprej je zasebni lastnik konec leta 2006 od pooblaščenice investicijske družbe odkupil večinski delež podjetja, nato pa konec leta 2007 še delnice, ki so bile v lasti malih delničarjev. Po dokončanem prevzemu in doseženem 100% lastništvu s strani zasebnega investitorja, se je podjetje v januarju 2008 preoblikovalo v družbo z omejeno odgovornostjo.

2.2.2 Panoga dejavnosti podjetja

Osnovna dejavnost podjetja »Prevzem d.o.o.« je od svojih začetkov do danes proizvodnja zobozdravstvenih izdelkov. V skladu z Uredbo o standardni klasifikaciji dejavnosti (Ur.l. RS št. 69/2007) se podjetje uvršča v dejavnost 32.500, proizvodnja medicinskih instrumentov, naprav in pripomočkov. Širše se dejavnost proizvodnje zobozdravstvenih izdelkov sicer uvršča v področje medicine, ker gre za aktivnost, ki je povezana z zdravljenjem in preprečevanjem bolezni ustne votline. Za dejavnost proizvodnje zobozdravstvenih izdelkov je značilno, da je to specifična dejavnost, v kateri se proizvaja veliko število različnih izdelkov za zelo ozek segment uporabe in običajno v relativno majhnih serijah. Podjetja, ki so prisotna v tej panogi, se v veliki večini primerov ukvarjajo samo z dejavnostjo proizvodnje zobozdravstvenih izdelkov, saj gre za izdelke, ki zahtevajo visoko tehnološko in specifično znanje. Proizvodna podjetja iz te panoge so običajno manjša podjetja, z letnimi prodajnimi realizacijami v višini nekaj milijonov EUR, kar je tudi primer podjetja »Prevzem d.o.o.«, le redka so proizvodna podjetja z nekaj deset milijoni EUR letnega prometa. V Tabeli (3) podajam pregled prometa, števila zaposlenih in knjigovodske vrednosti (BV) vseh sredstev za nekatere najpomembnejše konkurente podjetja »Prevzem d.o.o.«. Imen podjetji zaradi zaupnosti podatkov ne navajam.

Glavne ovire za vstop v panogo so zahteve po visokotehnološkem specifičnem znanju in posledično relativna redkost ustrezno usposobljenih kadrov, nestandardizirana tehnološka proizvodna oprema, majhne proizvodnje serije, pravne in druge ovire v zvezi s postopki registracije proizvodov na različnih trgih, izpolnjevanje zahtev glede standardov kakovosti in zahtevana prepoznavnost blagovne znamke na trgu. Kljub temu, da delovanje v tej panogi zahteva relativno majhne kapitalske vloške, pa se zaradi navedenih ovir konkurenca v panogi le malo spreminja.

Tabela 4: Pregled prometa in števila zaposlenih po podjetjih za leto 2010

Podjetje	Promet EUR	Število zaposlenih	BV vseh sredstev EUR
R. s.p.a. Italija	5.453.000	88	4.429.000
M. s.p.a. Italija	2.549.000	36	2.741.000
S. s.a. Češka	9.741.000	147	10.383.000
M. s.a. Poljska	8.310.000	121	7.955.000
I. A.G. Švica	73.970.000	939	54.721.000
V. GmbH & Co. KG Nemčija	54.719.000	781	51.938.000
K. GmbH Nemčija	59.512.000	805	48.327.000
M. GmbH Nemčija	6.295.000	96	6.012.000
U. s.a. Španija	4.172.000	67	3.895.000
Prevzem	3.315.000	72	4.369.000

Vir: R. s.p.a. Italija, Letno poročilo podjetja R. s.p.a., 2010; M. s.p.a. Italija, Letno poročilo podjetja M. s.p.a., 2010; S. s.a. Češka, Letno poročilo podjetja S. s.a., 2010; M. s.a. Poljska, letno poročilo podjetja M. s.a., 2010; I. A.G. Švica, Letno poročilo podjetja I. A.G., 2010; V. GmbH & Co. Nemčija, Letno poročilo podjetja V. GmbH & Co., 2010; K. GmbH & Co. Nemčija, Letno poročilo podjetja K. GmbH & Co., 2010; M. GmbH Nemčija, Letno poročilo podjetja M. GmbH, 2010; U. s.a. Španija, Letno poročilo podjetja U. s.a., 2010; Letna poročila 2010.

Glede na opisane specifične dejavnosti, v kateri podjetje »Prevzem d.o.o.« posluje in sorodnostjo s področjem medicine, sem kot najustreznejšo panogo za katero sem pridobil panožne podatke za izračun stroškov kapitala, izbral panogo proizvodnje zdravil. Omeniti sicer velja, da se po podatkih Damodaranove baze podatkov, donosnost kapitala panoge proizvodnje zdravil po letih giblje okrog 20 %, kar je bistveno višje od donosnosti kapitala podjetja »Prevzem d.o.o.«, in da imajo podjetja iz te panoge v povprečju nekaj manj kot 90% lastniškega kapitala v virih financiranja. Pri izračunih parametrov sem uporabo ali neuporabo navedenih podatkov ustrezno argumentiral.

2.2.3 Poslovanje in finančna analiza podjetja

Osnovno dejavnost podjetja še vedno predstavljajo proizvodni programi akrilatnih materialov za nanašanje, alginatnih odtisnih materialov in amalgamskih trajnih zalivk. Proizvodi iz vseh treh proizvodnih programov se uvrščajo v srednji kvalitativno cenovni razred in so po kvaliteti in lastnostih povsem primerljivi s konkurenčnimi.

Tržna pozicija podjetja je zelo dobra, saj podjetje proizvode iz vseh treh proizvodnih programov enakovredno trži na različnih trgih. Kot prikazuje Tabela (4) so najpomembnejši trgi v EU, in sicer nemški, italijanski, francoski in portugalski, poleg tega pa je pomemben

tudi slovenski trg ter delno hrvaški. Podjetje je na vseh teh trgih uveljavljeno in je v več kot dvajsetih letih delovanja na teh trgih ustvarilo prepoznavno blagovno znamko. Prodajna realizacije je v preteklosti zmerno in stalno naraščala, v zadnjih treh letih pa je stagnirala, kar je verjetno posledica splošne gospodarske krize. Povzamem lahko, da ima podjetje na obstoječih trgih ugoden položaj, da ima razpršena tržišča in glede na to, da so glavni trgi v območju eura ni v veliki meri izpostavljeno valutnim tveganjem.

Tabela 5: Prikaz prodaje po trgih in skupinah proizvodov leta 2010

Trgi	Akrlatni materiali		Alginatni materiali		Amalgamske zalivke		Skupaj	
	Prodaja €	Delež v skupini %	Prodaja €	Delež v skupini %	Prodaja €	Delež v skupini %	Prodaja €	Delež v %
Nemčija	177.000	27,4	145.000	16,9	197.000	27,4	519.000	23,3
Italija	151.000	23,4	195.000	22,8	130.000	18,1	476.000	21,4
Francija	155.000	24,0	153.000	17,9	157.000	21,8	465.000	20,9
Portugalska	96.000	14,9	189.000	22,1	44.000	6,1	329.000	14,8
Slovenija	28.000	4,3	97.000	11,3	131.000	18,2	256.000	11,5
Hrvaška	39.000	6,0	78.000	9,1	61.000	8,5	178.000	8,0
Skupaj	646.000	19,3	857.000	25,9	720.000	21,7	2.223.000	66,9

Vir: Prirejeno po AJPES, Letna poročila podjetja Prevoz, 2012

Na strani nabavnih trgov ali stroškov podjetje glavne repromateriale kupuje od nekaj različnih proizvajalcev iz EU, medtem ko pomožne materiale in embalažo kupuje od lokalnih dobaviteljev. Ker je panoga, v kateri podjetje deluje s strani razvoja in implementacije tehnologij visoko tehnološka, s proizvodne strani pa delavno intenzivna, so v strukturi stroškov najpomembnejši stroški dela. To ima sicer svoje negativne posledice na poslovanje, predvsem zaradi relativno visokih bruto stroškov dela v Sloveniji in ker ti stroški, vsaj kratkoročno, v večji meri predstavljajo fiksne stroške.

Podjetje ima od leta 2001 pridobljen certifikat sistema kakovosti ISO 9001 in EN 46001 ter tako izpolnjuje zahteve direktive Evropske unije za medicinske proizvode MDD 93/42/EEC, Aneksa II. Na osnovi navedenih certifikatov se izdelki podjetja, označujejo z CE oznako kakovosti, ki omogoča nemoten vstop in prodajo na trgih EU ter lažje vstopanje na druge svetovne trge.

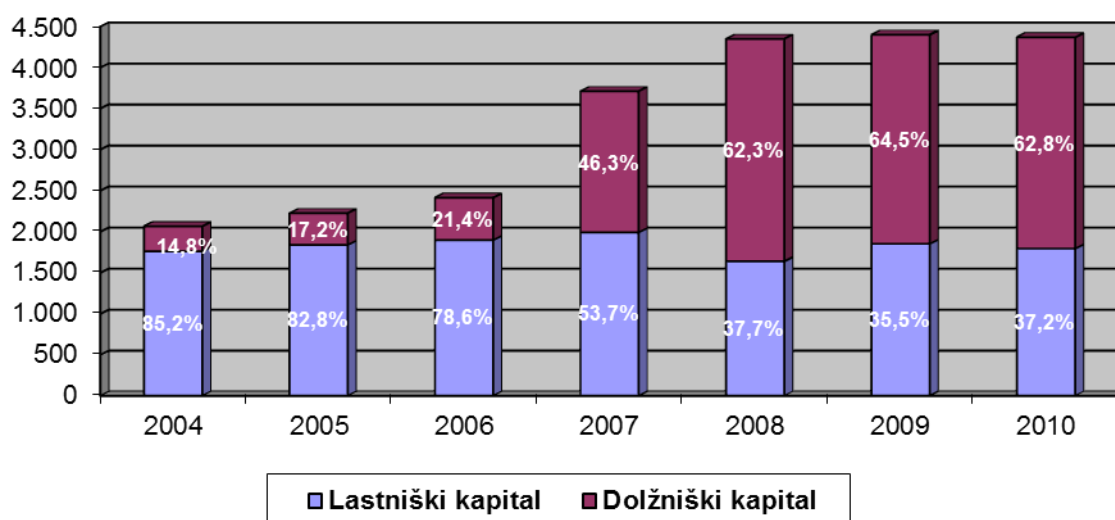
2.2.3.1 Finančna analiza

Finančna analiza prikazuje poslovne prvine podjetja, poslovanje po področjih, poslovni uspeh in uspešnost poslovanja (Pučko, 2004, str. 45). S finančno analizo želim še podrobneje analizirati in osvetliti razlike v upravljanju med neprevzetim in prevzetim podjetjem ter

ugotoviti razloge za razliko v ocenah vrednosti lastniškega kapitala. Finančno analizo sem izvedel s primerjavo vrednosti parametrov oziroma kazalcev med neprevzetim ter prevzetim podjetjem, izračunanih iz računovodskih izkazov, podanih v prilogi 1 in 2. V finančni analizi sem se omejil na prikaz samo nekaterih kazalcev, ki dodatno prikazujejo razlike v upravljanju in poslovanju med podjetjema. Veliko kazalcev poslovanja je namreč prikazanih pri oceni parametrov vrednotenja podjetja v nadaljevanju in jih na tem mestu nebi bilo smiselno ponovno prikazovati.

Prvi kazalec, ki ga prikazujem je **razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom**, ki nam pove kolikšen delež celotnih sredstev podjetja je financiran z dolžniškim kapitalom in kolikšen delež z lastniškim kapitalom (Brigham, 1999b, str. 79). Ta kazalec prikazuje finančni vzvod podjetja in tveganost poslovanja podjetja.

Slika 5: Razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom v % celotnega kapitala in vrednost celotnega kapitala v tisočih EUR, za neprevzeto in prevzeto podjetje na dan 31.12. leta



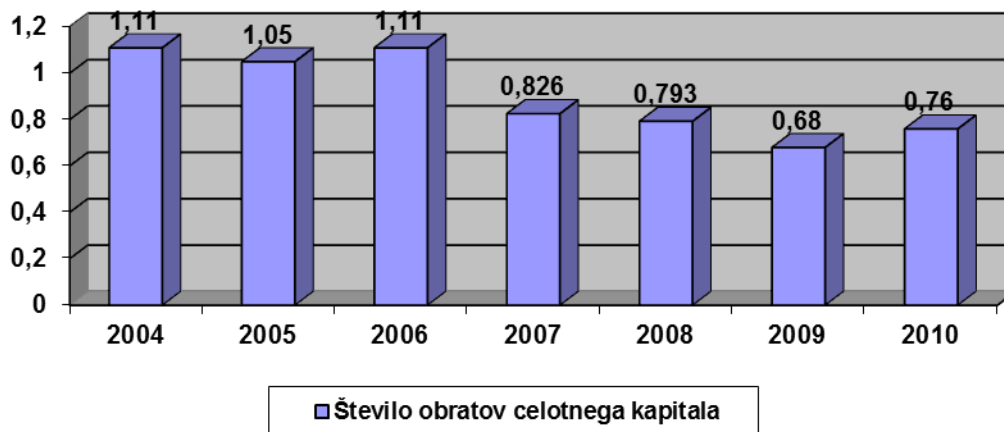
Vir: Prirejeno po AJ PES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012.

Kot je razvidno iz Slike (5) se je podjetje po izvedenem prevzemu konec leta 2006 močno zadolžilo in več kot podvojilo obseg celotnega kapitala. Podjetje po prevzemu ni zmanjševalo samo deleža lastniškega kapitala ampak se je zmanjševala tudi njegova absolutna vrednost. Prevzeto podjetje tako posluje bistveno bolj tvegano, poleg tega pa se postavlja vprašanje ali je podjetje povečanje dolžniškega kapitala potrebovalo samo za financiranje poslovanja?

Hitrost obračanja celotnega kapitala je kazalec, ki prikazuje učinkovitost uporabe sredstev podjetja, oziroma kolikšno vrednost prodaje je ustvarila enota investiranega kapitala. Izračunan je kot razmerje med letno vrednostjo prodaje in povprečno vrednostjo celotnega kapitala podjetja v istem letu (Brigham, 1999b, str. 76). Izračunane vrednosti kazalca,

prikazane v Sliki (6) nam kažejo, da se je učinkovitost uporabe sredstev po prevzemu bistveno zmanjšala oziroma, da povečanje sredstev podjetja ni učinkovito uporabljeno za doseganje ustrezne vrednosti prodaje. Iz navedenega se zopet zastavlja vprašanje, ali podjetje potrebuje povečan obseg kapitala za financiranje poslovanja?

Slika 6: Število obratov celotnega kapitala v letu za neprevzeto in prevzeto podjetje

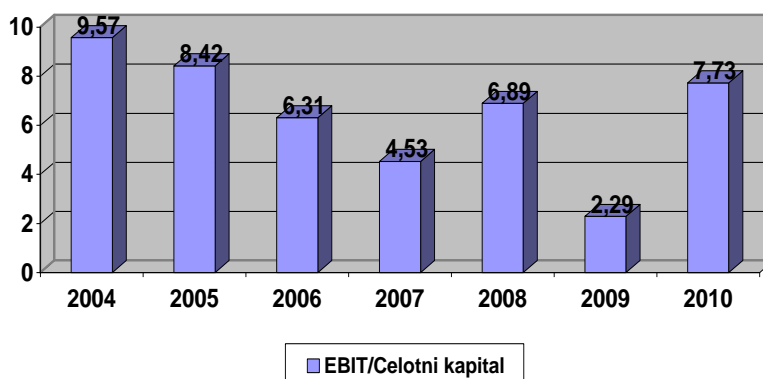


Vir: Prirejeno po AJ PES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012.

Razmerje med dobičkom iz poslovanja (EBIT) in celotnim kapitalom je kazalec dobičkonosnost in nam, kot v splošnem kazalci dobičkonosnosti, prikazuje celotno učinkovitost podjetja (Pučko, 2004, str. 145). Analizirani kazalec nam prikazuje, kolikšen dobiček iz poslovanja pred davki v odstotkih, je podjetje ustvarilo na enoto investiranega kapitala v določenem letu in je zelo podoben kazalcu donosnosti celotnega kapitala, obravnavanem v poglavju 2.2. Kazalec je še posebej primeren za primerjavo učinkovitosti prevzetega in neprevzetega podjetja, saj ne upošteva finančnega vzvoda.

Tudi pri tem kazalcu, prikazanem v Sliki (7), je razvidno, da prevzeto podjetje dosega bistveno nižjo donosnost kot neprevzeto podjetje, razen v letu 2010. Iz vrednosti obravnavanega kazalca lahko sklepam, da prevzeto podjetje manj učinkovito uporablja investirani kapital oziroma, da bi za obseg poslovanja, ki ga dosega potrebovalo manj kapitala.

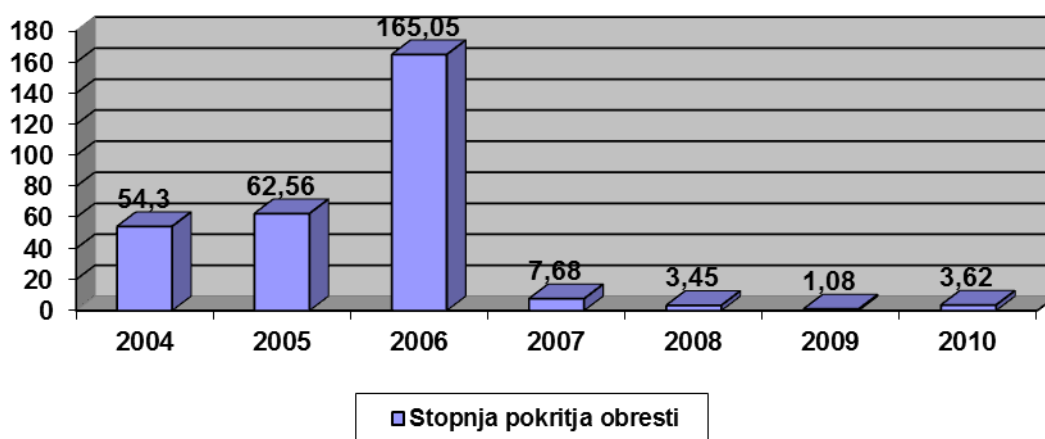
Slika 7: Vrednost razmerja EBIT/Celotni kapital v %, za neprevzeto in prevzeto podjetje po letih



Vir: Prirejeno po AJPES, Letna poročila podjetja Prevoz, 2012.

Stopnjo pokritja obresti sem izračunal po obrazcu (9) in jo uporabil tudi pri oceni stroška dolžniškega kapitala. Prikazuje nam sposobnost podjetja, da z dobičkom iz poslovanja pokriva stroške obresti (Brigham, 1999b, str. 80). Ta kazalec nam prikazuje kako podjetje upravlja z dolgom in kako tvegano posluje. Glede na to, da je neprevzeto podjetje praktično poslovalo brez finančnega dolga, medtem ko se je prevzeto podjetje močno zadolžilo, so se vrednosti analiziranega kazalca, ki jih prikazuje Slika (8), za prevzeto podjetje zelo znižale. Iz navedenega lahko sklenem, da prevzeto podjetje posluje bistveno bolj tvegano od neprevzetega in bi znižanje deleža dolga v financiranju, prispevalo k bistveno stabilnejšim pogojem poslovanja.

Slika 8: Stopnja pokritja obresti po letih, za neprevzeto in prevzeto podjetje



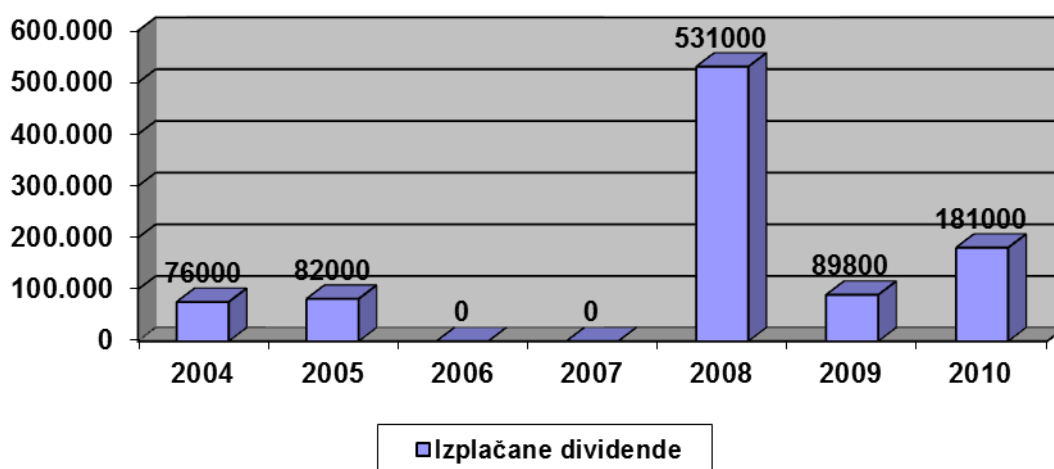
Vir: Prirejeno po AJPES, Letna poročila podjetja Prevoz, 2012.

Kazalec **vrednosti izplačanih dividend** prikazuje izplačane dividende po letih za neprevzeto in prevzeto podjetje. Kot je razvidno iz Slike (9), so izplačane dividende prevzetega podjetja bistveno višje od neprevzetega podjetja.

Z analizo kazalcev v finančni analizi sem prikazal, da se je podjetje po prevzemu zelo zadolžilo in na tak način pridobilo nova finančna sredstva, da zaradi zadolžitve posluje bistveno bolj tvegano kot pred prevzemom, da nova sredstva pri poslovanju niso učinkovito uporabljena, da bi prevzeto podjetje za obsege poslovanja, ki jih dosega, potrebovalo manj kapitala, če bi bil ta učinkovito uporabljen ter da se je knjižna vrednost lastniškega kapitala prevzetega podjetja tudi absolutno znižala.

Na podlagi analiziranih kazalcev se zastavlja vprašanje, ali prevzeto podjetje potrebuje celotno povečanje kapitala (dolga) za redno poslovanje? Podjetje namreč lahko dodatna sredstva potrebuje tudi za financiranje prevzemnika oziroma prevzema podjetja. Takšno financiranje lahko poteka s finančnimi naložbami prevzetega podjetja v prevzemnika, (kar ni primer v obravnavanem podjetju), transfernih cen, kar tudi ni predmet preučevanja tega magistrskega dela in izplačila dividend. Vrednost izplačanih dividend je samo v treh letih po prevzemu znašala več kot 800.000,00 EUR. Ob upoštevanem dejstvu, da je vsota prostih denarnih tokov prevzetega podjetja med letoma 2007 in 2010 negativna, da negativni denarni tok še povečujejo plačila obresti, lahko sklenem, da se je podjetje zadolžilo tudi za izplačevanje dividend.

Slika 9: Vrednost izplačane dividende v EUR po letih za neprevzeto in prevzeto podjetje



Vir: Prirejeno po AJ PES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012

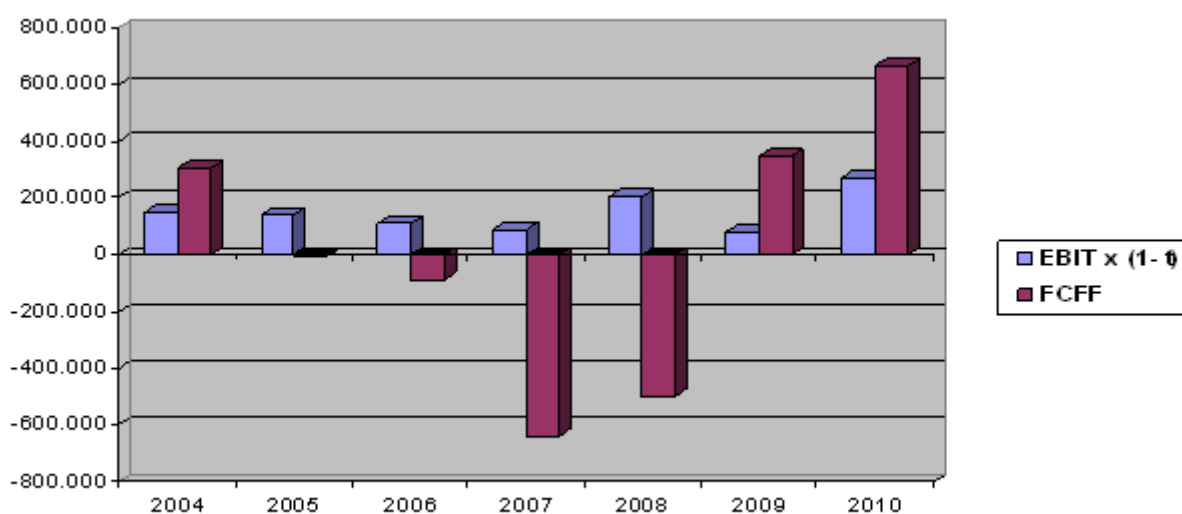
2.3 Ocena denarnega toka

Sposobnost podjetja da ustvarja denarne tokove je najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na vrednost podjetja. Prosti denarni tok za vse investitorje je znesek, ki investitorjem ostane po plačilu davkov, po pokritju investicijskih potreb in pred vračilom dolga (Investopedia, 2011). Prosti denarni tok je torej znesek, ki ga je moč razdeliti investitorjem, ne da bi škodovali načrtovanemu poslovanju ali rasti podjetja. Prosti denarni tok za vse investitorje sem

izračunal na način prikazan v Sliki (2). Dobiček iz poslovanja (*EBIT*) pa je definiran kot seštevek čistega dobička, plačanega davka iz dobička, odpisov finančnih naložb in odhodkov za finančne obveznosti, zmanjšan za finančne prihodke iz deležev in finančne prihodke od danih posojil. Vsi izračuni dobičkov iz poslovanja in prostih denarnih tokov za neprevzeto in prevzeto podjetje »Prevzem d.o.o.«, so prikazani v prilogi 3 in 4.

Vrednosti in gibanje dobička iz poslovanja ($EBIT \cdot (1-t)$) ter denarnih tokov za vse investitorje (*FCFF*), za neprevzeto podjetje med letoma 2004 in 2006 ter za prevzeto podjetje med letoma 2007 in 2010, podajam v Sliki (10).

*Slika 10: Vrednosti $EBIT \cdot (1-t)$ in *FCFF* v EUR, za neprevzeto in prevzeto podjetje*



Vir: Prirejeno po AJ PES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012

Vrednost dobička iz poslovanja za neprevzeto podjetje v preučevanem obdobju pada, znaten padec je zaznati predvsem v letu 2006. V poslovnih poročilih za leto 2005 in 2006, so kot prvi razlog zmanjšanja dobička iz poslovanja navedeni stroški povezani z aktivnostmi povečanega investiranja v osnovna sredstva (povečani stroški amortizacije in nepopolna vključitev osnovnih sredstev v poslovne procese) ter povečani stroški dela. Neprevzeto podjetje je namreč med letoma 2004 in 2007 veliko investiralo v osnovna sredstva in povečalo njihovo vrednost za 23%, oziroma za 445.000 EUR. Podjetje je 54% investicij v osnovna sredstva financiralo z lastnimi viri, 46% pa z tujimi viri. Vrednost obratnih sredstev se v tem obdobju praktično ni spremenila. Kot drugi razlog zmanjšanja dobička, so v letu 2006 navedeni stroški povezani s poskusom obrambe pred prevzemom in pozneje s samimi aktivnostmi prevzema podjetja. Zaradi navedenega, sem kot izhodiščno vrednost dobička iz poslovanja neprevzrtega podjetja, ki služi kot osnova za napoved ocen vseh njegovih prihodnjih vrednosti, upošteval povprečno vrednost dobička iz poslovanja med leti 2004 in 2006.

Za izračun prostih denarnih tokov za neprevzeto podjetje sem ravno tako izhajal iz podatkov med letoma 2004 in 2006. Iz vsote ponovno investiranih sredstev (izračunane kot vsota sprememb osnovnega in obratnega kapitala, zmanjšane za amortizacijo) in vsote dobičkov iz poslovanja ($EBIT \cdot (1 - t)$) za omenjeno obdobje, sem po obrazcu (14) izračunal povprečno stopnjo reinvestiranja celotnega kapitala. Prav tako sem za omenjeno obdobje izračunal povprečno donosnost celotnega kapitala in po obrazcu (11) pričakovano stopnjo rasti dobička iz poslovanja, ki sem jo uporabil za napovedi dobička iz poslovanja do leta 2015, ko naj bi podjetje prešlo v fazo stabilne rasti.

Za neprevzeto podjetje so se prosti denarni tokovi za vse investitorje gibal skladno z višinami dobičkov iz poslovanja in z vsotami ponovno investiranih sredstev. Glede na to, da je podjetje v letu 2005 in 2006 zelo povečalo investicije v osnovna sredstva je prosti denarni tok iz 307.188,00 EUR v letu 2004 padel na negativno vrednost -89.457,00 EUR v letu 2006.

Vrednost dobička iz poslovanja za prevzeto podjetje med letoma 2007 in 2010 je bila zelo nestabilna in je nihala. Leta 2010 je podjetje doseglo najvišjo vrednost dobička iz poslovanja ($EBIT \cdot (1 - t)$), ki je znašala 269.065,00 EUR. Iz javno objavljenih podatkov ni mogoče natančno ugotoviti razlogov za nihanje dobička iz poslovanja in njegovo doseženo visoko vrednost v letu 2010. Glede na velike investicije v letih 2007, 2008 in delno v letu 2009 pa lahko sklepamo, da je visok dobiček iz poslovanja v letu 2010 posledica rezultatov investicij. Dobiček iz poslovanja iz leta 2010 sem upošteval kot osnovo za napoved ocen vseh prihodnjih vrednosti dobička iz poslovanja.

Za izračun prostih denarnih tokov za prevzeto podjetje sem uporabil podatke med letoma 2007 in 2010. Po postopkih, opisanih pri neprevzetem podjetju, sem za prevzeto podjetje izračunal parametre in pričakovano stopnjo rasti dobička iz poslovanja do leta 2015, ko naj bi to prešlo v fazo stabilne stopnje rasti. Vsi omenjeni izračuni parametrov za neprevzeto in prevzeto podjetje so prikazani v prilogi 3 in 4.

Prosti denarni tokovi za vse investitorje za prevzeto podjetje so bili v prvih dveh letih opazovanega obdobja negativni, kar je posledica visokega investiranja, tako v osnovna, kot v obratna sredstva. V letih 2009 in posebej v letu 2010 pa je prosti denarni tok pozitiven in visok, kar je, kot že omenjeno, posledica visokega dobička iz poslovanja (vzrok je najverjetneje v pozitivnih rezultatih investicij) in padca, oziroma v letu 2010 popolne umiritve investiranja.

Pri vseh izračunih dobička iz poslovanja v tem delu gre v bistvu za dobiček iz poslovanja, zmanjšan za mejno davčno stopnjo ($EBIT \cdot (1 - t)$). Veljavna mejna davčna stopnja se je v Sloveniji, kjer obravnavano podjetje posluje, od leta 2005 zmanjševala. Mejna davčna stopnja od davčne osnove za leta 2005 je znašala 25% in se je v skladu z ZDDPO vsako leto

zmanjševala za eno odstotno točko do leta 2010, ko je znašala 20%. Tako sem za leta za katera sem izdelal projekcije denarnih tokov uporabil ustrezne veljavne davčne stopnje.

Računovodski izkazi v prilogi AD1 za leto 2004, 2005 in 2006, katere sem uporabljal pri izračunih v tem delu so izraženi v slovenskih tolarjih. Za preračun toolarskih vrednosti v EUR, sem uporabljal povprečen podjetniški tečaj tolarja za EUR, za posamezno leto (NLB d.d., 2012).

Pregled vrednosti donosnosti kapitala, stopenj ponovnega investiranja in pričakovanih stopenj rasti za neprevzeto in prevzeto podjetje v fazi visoke rasti, podajam v Tabeli (5).

Tabela 6: Izračun parametrov v obdobju visoke stopnje rasti za podjetje "Prevzem d.o.o."

	Donosnost celotnega kapitala v %	Stopnja ponovnega investiranja v %	Stopnja rasti v %
Neprevzeto 2004-06	6,04	50,00	3,03
Prevzeto 2007-10	4,21	121,80	5,13

Vir: Prirejeno po AJPES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012.

Donosnost celotnega kapitala, stopnja ponovnega investiranja in stopnja rasti so parametri, ki vplivajo na višino denarnega toka, ki ga podjetje ustvari. Donosnost celotnega kapitala je najpomembnejša kategorija in ima največji vpliv na ustvarjanje denarnega toka. Prikaže nam, kolikšen dobiček iz poslovanja podjetje ustvarja, oziroma kolikšno novo vrednost je podjetje ustvarilo za investitorje.

Če so donosnosti investiranega kapitala večja od stroškov kapitala (strošek kapitala pa je v bistvu donosnost alternativne naložbe), investitorji dosegajo boljše donosnosti, kot bi jih dosegali z alternativno naložbo. Takšna naložba ne prinaša samo absolutnega povečanja vrednosti za investitorje (če zanemarimo inflacijo), ampak tudi relativno, saj je donosnost takšne naložbe višji od donosnosti alternativne naložbe.

V primeru, ko pa je donosnost investiranega kapitala manjša od stroškov kapitala, kar velja tako za neprevzeto kot za prevzeto podjetje, bi bilo iz strogo teoretičnega vidika za investitorje bolje, da investirajo v alternativno naložbo, saj bi z njo dosegali večje donosnosti. Investitorji v neprevzeto podjetje (predvsem večinski lastnik) so to tudi storili, saj je bil najverjetnejši razlog prodaje lastniškega deleža nižja donosnost od zahtevane oziroma od stroškov kapitala. Za zasebnega investitor pa je nižja donosnost kapitala od stroškov le tega sprejemljiva zaradi razlogov navedenih v razdelku 1.4, zaradi visokega finančnega vzvoda, ki omogoča ugodne denarne tokove lastniškemu kapitalu in zaradi popolnega obvladovanja podjetja.

Povprečna donosnost celotnega kapitala, izračunan kot razmerje med dobičkom iz poslovanja in knjižno vrednostjo celotnega kapitala, je za neprevzeto podjetje znašala 6,04 %, medtem, ko je povprečna donosnost celotnega kapitala prevzetega podjetja znašala 4,21 %. Donosnost celotnega kapitala prevzetega podjetja je manjša, predvsem zaradi velikega povečanja celotnega kapitala podjetja, ki se je povečal iz 2.150.672,00 EUR v letu 2006 na 4.400.806,00 EUR v letu 2010 in kateremu ni sledila rast dobička iz poslovanja. Nižja donosnost celotnega kapitala prevzetega podjetja je tudi glavni razlog za bistveno nižjo oceno vrednosti prevzetega podjetja v primerjavi z neprevzetim.

Vplivov zasebnega podjetja na spremembo denarnih tokov v tem magistrskem delu nisem upošteval, saj ni dovolj razpoložljivih podatkov, ki bi nedvoumno nakazovali na spremenjene denarne tokove zaradi razlogov navedenih v točki 1.4.2.

2.4 Ocena stopnje rasti

Pri podjetjih, ki imajo donosnost vloženih sredstev višjo od stroškov vloženih sredstev, so stopnje rasti parameter, ki odločilno in pozitivno prispeva k ustvarjanju prihodnje vrednosti. Stopnje rasti dobička iz poslovanja v fazi visoke rasti sem v obeh primerih vrednotenja podjetja ocenil s temeljnim pristopom ocenitve stopenj rasti, opisanim v delu 1.3.3. Pri oceni stopenj rasti s temeljnim pristopom, je ta ocenjena na osnovi parametrov poslovanja podjetja oziroma kot je razvidno iz obrazca (11), je stopnja rasti odvisna od stopnje reinvestiranja in donosnosti kapitala. Če podjetje želi dosegati rast denarnih tokov, mora torej investirati in s tem dosegati ali večji obseg poslovanja ali pa zniževanje stroškov, kar oboje pri nespremenjenih ostalih pogojih, rezultira v rasti denarnih tokov.

Rast dobička iz poslovanja bi lahko ocenil tudi na osnovi historičnih podatkov, ki so sicer na voljo, vendar je njihova vrednost zelo nestabilna, kar ne bi omogočilo ustrezne ocene prihodnjih stopenj rasti. Poleg tega podjetje ni zavezano k objavi poslovnih poročil, v katerih bi vodstvo objavljalo pričakovanja o prihodnji rasti, ki bi lahko bila v pomoč pri oceni prihodnjih stopenj rasti denarnih tokov podjetja.

Kot je razvidno iz podatkov iz Tabeli (6), je stopnja reinvestiranja celotnega kapitala pri neprevzetem podjetju v obdobju med leti 2004 in 2006 v povprečju znašala 50,00%, kar pomeni, da je podjetje v prihodnjo rast denarnih tokov za vse investitorje, vlagalo 50,00% tekočih dobičkov iz poslovanja po davkih ($EBIT \cdot (1 - t)$), oziroma da je 50,00% tekočih dobičkov ostalo na voljo investitorjem. Z navedeno stopnjo reinvestiranja in 6,04% donosom kapitala, je podjetje dosegalo 3,03% povprečno stopnjo rasti denarnih tokov za vse investitorje. Navedeno stopnjo rasti in reinvestiranja, sem uporabil pri projekciji prihodnjih denarnih tokov neprevzetega podjetja v obdobju visoke rasti.

Pri prevzetem podjetju je povprečna stopnja reinvestiranja celotnega kapitala med letoma 2007 in 2010 znašala 121,80%, torej je podjetje vlagalo v prihodnjo rast denarnih tokov za vse investitorje več kot je znašal povprečni dobiček iz poslovanja po davkih. Iz navedene stopnje reinvestiranja in 4,21% donosom kapitala, je izračunana stopnja rasti znašala 5,13%. Tudi pri prevzetem podjetju, sem navedene parametre uporabil pri projekciji prihodnjih denarnih tokov za vse investitorje v obdobju visoke rasti, torej do leta 2015.

2.5 Ocena zaključne vrednosti

Zaključna vrednost predstavlja v modelih diskontiranih denarnih tokov največji delež denarnih tokov in ima v povezavi s stabilno stopnjo rasti največji vpliv na oceno vrednosti podjetja. Zaključno vrednost sem v obeh primerih ocene vrednosti ocenil z modelom stabilne stopnje rasti. Ta model predvideva poslovanje in rast podjetja po stabilni stopnji rasti v neskončnost, kar je skladno s predpostavko, da bo podjetje v prihodnosti postalo podobno javnemu podjetju in da je potencialni investitor v podjetje »Prevzem« javno podjetje.

Pri oceni parametrov za izračun zaključne vrednosti sem zaradi objektivnosti upošteval predpostavke oziroma lastnosti, ki jih predvideva model stabilne stopnje rasti, čeprav bi prav tako lahko predvideval, da bi tako neprevzeto kot prevzeto podjetje, tudi po letu 2015, poslovali na enak način, kot do omenjenega leta, razen v primeru ko bi zunanji dejavniki povzročili spremembe.

Tabela 7: Napoved rasti realnega BDP za euroobmočje

Napovedi rasti realnega BDP za euroobmočje					
Rast BDP, napoved iz 2010 Q3					
	2012	2013	2012 Q3	2013 Q3	2016
Pričakovano povprečje	-0,1	1,1	0,1	1,2	1,8
Standardni odklon	0,5	0,3	0,6	0,4	0,3
Število odgovorov	57,0	53,0	46,0	42,0	45,0

Vir: ECB – European Central Bank, SFP 2010 Q3, 2012.

Tako sem na podlagi napovedi rasti realnega BDP in rasti inflacije za leto 2016, za celotno gospodarstvo euroobmočja, ki so veljale konec leta 2010 (takrat sem ocenil vrednosti podjetja) predvidel, da bo nominalna stabilna stopnja rasti znašala pri obeh podjetjih 3,8%. Nominalna stabilna stopnja rasti je seštevek napovedane inflacije in napovedane realne rasti BDP-ja. Napovedi rasti realnega BDP in rasti inflacije so bile podane z strani ECB, na podlagi analize ocen profesionalnih analitikov in so podane v Tabelah (7 in 8).

Drugi parameter v stabilni stopnji rasti je donosnost celotnega kapitala, ki sem jo za obe podjetji izenačil s stroški financiranja podjetja, hkrati pa sem kot strošek financiranja

upošteval povprečni strošek financiranja v letu 2010, za panogo dejavnosti v kateri podjetje deluje.

Tabela 8: Napoved rasti harmoniziranega indeksa maloprodajnih cen za euroobmočje

Napovedi rasti harmoniziranega indeksa maloprodajnih cen za euroobmočje					
Inflacija, napoved iz 2010 Q3					
	2012	2013	2012 Q3	2013 Q3	2016
Pričakovano povprečje	1,9	1,7	1,7	1,7	2,0
Standardna deviacija	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2
Število odgovorov	57,0	53,0	49,0	46,0	46,0

Vir: ECB – European Central Bank, SFP 2010 Q3, 2012.

Z izenačenjem donosnosti kapitala, stroškov financiranja in stopnje rasti za obe podjetji, sem izenačil pogoje poslovanja za obe podjetji in predpostavil, da bosta v stabilni stopnji rasti upravljani na enak način. Na takšen način sem izločil vpliv preteklega upravljanja na zaključno vrednost, razen pri oceni dobička iz poslovanja, ki je parameter, ki izhaja iz tekočega poslovanja. Tako je ocena zaključne vrednosti odvisna od preteklega poslovanja, ki odraža razlike pri upravljanju ter poslovanju neprevzetega in prevzetega podjetja ter prihodnjega poslovanja v stabilni stopnji rasti, za katerega predvidevam, da bodo veljali enaki pogoji poslovanja za obe podjetji.

Predviden donos kapitala znaša 7,5% in je sicer višji od donosov kapitala v tako imenovani visoki stopnji rasti, ki sta ga podjetji dosegali, kar pa ne vpliva na vsebinskost tega magistrskega dela, katerega namen je ugotoviti razlike v vrednosti podjetij. Stroški celotnega kapitala znašajo ravno tako 7,5% in so enaki stroškom celotnega kapitala panoge dejavnosti. Stopnja reinvestiranja v stabilni stopnji rasti, izračunana iz ocenjenih parametrov znaša 51%.

Pregled donosnosti kapitala, stopenj ponovnega investiranja, stroškov celotnega kapitala in pričakovanih stopenj rasti za neprevzeto in prevzeto podjetje v fazi stabilne stopnje rasti, podajam v Tabeli (9).

Tabela 9: Izračun parametrov stabilne stopnje rasti za podjetje "Prevzem d.o.o."

	Donosnost celotnega kapitala v %	Strošek celotnega kapitala v %	Stopnja ponovnega investiranja v %	Stopnja rasti v %
Neprevzeto 2004-06	7,50	7,50	51,00	3,80
Prevzeto 2007-10	7,50	7,50	51,00	3,80

Vir: Vir: ECB – European Central Bank, SFP 2010 Q3, 2012; Adamodar New Home Page, 2011.

2.6 Stroški kapitala

Pri izračunavanju stroška lastniškega kapitala sem kot **netvegano donosnost - R_f** , upošteval donosnost desetletne nemške državne obveznice na dan vrednotenja podjetja. Donosnost desetletne nemške državne obveznice sem upošteval ker, obravnavano podjetje prejema denarne tokove izključno v evrih, prav tako ima stroške in vire financiranja v evrih in lahko investitorji v podjetje brez administrativnih ali drugih ovir alternativno investirajo v katerokoli naložbo znotraj EU oziroma tudi drugod po svetu. Kot že opisano, donosnost slovenske obveznice v danih okoliščinah ne bi bila ustrezna netvegani donosnosti. Donosnost nemške državne obveznice sem upošteval, ker dejansko izpolnjuje kriterije netvegane naložbe in ne vsebuje premij za tveganje. Po podatkih finančnega portala Bloomberg je donosnost desetletne nemške državne obveznice 31.12.2010 znašal 3,00 %.

Premija za tveganje je tista dodatna donosnost, ki jo investitorji zahtevajo za naložbo v lastniški kapital (Young & O'Byrne, 2000, str. 164). Podatke o premiji za tveganje sem za potrebe vrednotenja v tem magistrskem delu pridobil s pomočjo Damodaranove baze podatkov. Premija za tveganje je v tej bazi podatkov ocenjena s pomočjo zgodovinske premije za tveganje za razvite trge in je za leto 2010 znašala 4,5 %.

K tako dobljeni premiji za tveganje lahko dodamo še premijo za deželno tveganje in dobimo modificirano zgodovinsko premijo za tveganje, ki jo izračunamo z pomočjo obrazca (4). V primeru Slovenije je premija za deželno tveganje na dan 31.12.2010 znašala 0,9 %. Deželnega tveganja pri izračunu premije za tveganje za vrednotenje podjetja »Prevzem« nisem upošteval, ker podjetje veliko večino prihodkov pridobiva na tujih trgih in ravno tako veliko večino nabav opravlja na tujih trgih, poleg tega imajo investitorji alternativno možnost investiranja v EU in tudi drugod.

Širše ekonomsko okolje in pogoji poslovanja (poznani 31.12.2010) pa kljub vsem težavam s katerimi se v Sloveniji soočamo v zadnjih letih, po mojem mnenju niso bistveno drugačni, kot v drugih državah EU in ne opravičujejo upoštevanja premije za deželno tveganje.

Stopnje tveganja β , uporabljene pri ocenah vrednosti, so ocenjene na podlagi panožne bete, po postopku opisanem v točki 1.4.1.1 in s pomočjo obrazca (17). Za panogo dejavnosti (*drug sector*) v kateri podjetje »Prevzem d.o.o.« deluje, je v bazi podatkov (Damodaranova baza) za leto 2010, objavljena vrednost povprečne stopnje tveganja brez upoštevanega finančnega vzvoda β_U , ki znaša 0,99. V Tabeli (10) prikazujem izračun stopenj tveganja z upoštevanim panožnim razmerjem med kapitaloma in z mejno davčno stopnjo ($t = 20\%$), za podjetje »Prevzem d.o.o.« pred prevzemom in po prevzemu.

Tabela 10: Izračun β_L za podjetje "Prevzem d.o.o."

	β_U za panogo	$(1 - t)_{(t = 20\%)}$	D/E (%) panoge	β_L za "Prevzem d.o.o."
Neprevzeto 2004-06	0,99	$(1 - 0,2)$	15,47	1,11
Prevzeto 2007-10	0,99	$(1 - 0,2)$	15,47	1,11

Vir: Prirejeno po AJPES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012; Adamodar New Home Page, 2011.

Razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom D/E je povprečno razmerje panoge, izračunano na podlagi tržnih cen med kapitaloma. To razmerje je za leto 2010 znašalo 15,47% (Damodaranova baza) in se v času zelo malo spreminja. Podobno oziroma še boljše, sicer računovodsko strukturo v korist lastniškega kapitala (3,3%), je imelo podjetje »Prevzem d.o.o.« pred prevzemom. Po prevzemu pa se je podjetje zelo zadolžilo in je omenjeno računovodsko razmerje znašalo 136,1%.

Ko sem imel znane vse tri komponente CAPM modela, ki ovrednoti povezanost med tveganjem in donosnostjo tako, da je zahtevana donosnost višja za naložbe z večjim tveganjem (Johnson, 1999, str. 154), sem po obrazcu (3) izračunal strošek lastniškega kapitala. Strošek lastniškega kapitala je ob upoštevanju panožne bete in panožnega razmerja med kapitaloma za prevzeto in neprevzeto podjetje enak. Tako izračunanemu strošku lastniškega kapitala, sem dodal še premijo za mala podjetja P_S , v višini 2,2% (Ibbotsen, 2011, str. 19). Skupne vrednosti stroška lastniškega kapitala podajam v Tabeli (12).

Podjetje »Prevzem d.o.o.« je zasebno podjetje, ki nima izdanih dolžniških vrednostnih papirjev, na podlagi katerih bi lahko ocenil strošek dolga. Glede na to, sem **strošek dolžniškega kapitala** ocenil z metodo sintetične ocene kreditnega tveganja. Z obrazcem (8) sem izračunal stopnjo pokritja obresti in iz Tabele (2) določil ustrezno oceno tveganja ter premijo za tveganje. Strošek dolžniškega kapitala je seštevek premije za tveganje, netveganega donosa in premije za deželno tveganje. Iz istih razlogov kot pri izračunu premije lastniškega kapitala, tudi pri strošku dolžniškega kapitala premije za deželno tveganje nisem upošteval. Izračun stroška dolžniškega kapitala pred davki podajam v Tabeli (11).

Tabela 11: Izračun stroška dolžniškega kapitala

	Stopnja pokritja obresti	Ocena tveganja	Premija za tveganje (P_t) v %	Strošek dolžniškega kapitala ($R_f + P_t$) v %
Neprevzeto 2004-06	165	AAA	0,50	$3,0 + 0,5 = 3,5$
Prevzeto 2007-10	3,62	BB+	3,00	$3,0 + 3,0 = 6,0$

Vir: Prirejeno po AJPES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012; Adamodar New Home Page, 2011.

Strošek celotnega kapitala je izračunan po obrazcu (9) kot tehtano povprečje stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala in ob predpostavki da je razmerje med kapitaloma prevzetega in neprevzetega podjetja konstantno. V Tabeli (12) podajam podatke o stroških posameznih vrst kapitala in izračun stroška celotnega kapitala z upoštevanjo mejno davčno stopnjo ($t = 20\%$). Podatki so podani za neprevzeto in prevzeto podjetje ter za povprečje panoge dejavnosti v kateri podjetje »Prevzem d.o.o.« posluje.

Tabela 12: Izračun stroška celotnega kapitala

Podjetje	$R_e (\%) + P_s(\%)$	E/V panoge	$R_d (\%)$	D/V panoge	WACC (%)
Neprevzeto 2004-06	$8,00 + 2,2 = 10,20$	0,866	3,5	0,134	9,20
Prevzeto 2007-10	$8,00 + 2,2 = 10,20$	0,866	6,0	0,134	9,47
Povp. panoge	$7,99 + 2,2 = 10,19$	0,866	4,5	0,134	9,31

Vir: Prirejeno po AJPES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012; Adamodar New Home Page 2011

Razlaga pojmov:

WACC – (*Weighted Average Cost of Capital*), tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala

R_e – strošek lastniškega kapitala

P_s – premija za mala podjetja

R_d – strošek dolžniškega kapitala

E - tržna vrednost lastniškega kapitala

D - tržna vrednost dolžniškega kapitala

t - mejna davčna stopnja

$V = E + D$

Glede na to, da je podjetje »Prevzem d.o.o.« zasebno podjetje in nimamo na voljo tržnih cen lastniškega in dolžniškega kapitala, sem tako pri izračunu stroška lastniškega kot celotnega kapitala uporabil panožno razmerje med kapitaloma. Stroški celotnega kapitala, izračunani na osnovi panožnega razmerja, se med neprevzetim in prevzetim podjetjem le malo razlikujejo in ne vplivajo bistveno na oceno vrednosti podjetja. Na nizko razliko med stroškoma celotnega kapitala vpliva uporaba panožnega razmerja med kapitaloma. Glede na visoko zadolženost prevzetega podjetja (57,6% sredstev znaša obrestovani dolg), sem stroške celotnega kapitala za obe podjetji izračunal tudi iz računovodskih razmerij med dolžniškim in lastniškim kapitalom. Tudi tukaj se stroški celotnega kapitala le malo razlikujejo (9,64% neprevzeto in 10,18% prevzeto), predvsem na račun davčnega ščita in velikega deleža dolga v virih financiranja prevzetega podjetja. Stroški dolžniškega kapitala so namreč nižji od stroškov lastniškega kapitala in znižujejo izračunano tehtano povprečje stroškov kapitala. Poleg tega, obresti za dolg predstavljajo strošek, od katerega se ne plačuje davek, kar predstavlja davčni ščit in znižanje tehtanega povprečja stroškov kapitala.

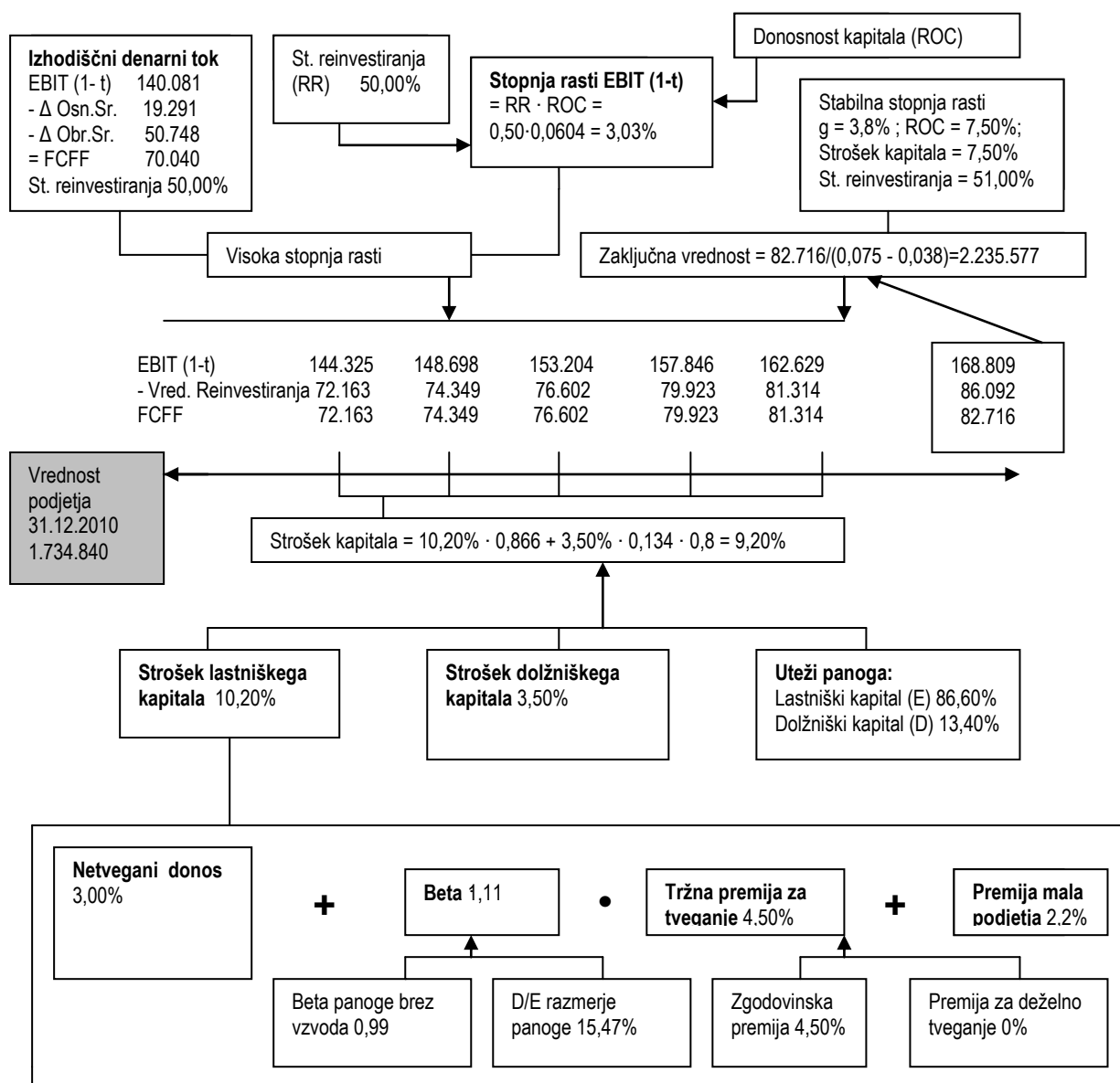
Velja omeniti, da bi neprevzeto podjetje lahko imelo nižje stroške celotnega kapitala, če bi povečalo delež dolga v virih financiranja. S povečanjem dolga, bi namreč podjetje v bistveno večji meri izkoriščalo davčni ščit in povečalo delež cenejšega vira financiranja.

2.7 Ocena in primerjava vrednosti lastniškega kapitala podjetja »Prevzem d.o.o.«, pred in po prevzemu

Oceni vrednosti podjetja »Prevzem d.o.o.«, ob pogojih poslovanja pred in po prevzemu sem izvedel z uporabo modela diskontiranih denarnih tokov celotnega kapitala in s predpostavko dveh faz stopenj rasti, na dan 31.12.2010. Metoda diskontiranih denarnih tokov, opredeljuje vrednost podjetja kot sedanjo vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih tokov (Brigham et al., 1999a, str. 380).

Vsi postopki, razlage in ocene vrednosti parametrov, ki so uporabljeni pri ocenah vrednosti neprevzetega in prevzetega podjetja, so opisani in podani v predhodnih delih tega poglavja in jih zaradi tega v tem delu eksplicitno ne bom navajal. V nadaljevanju v Slikah (11 in 12), podajam shematski prikaz ocen vrednosti poslovanja in vrednosti lastniškega kapitala za neprevzeto in prevzeto podjetje.

Slika 11: Shematski prikaz ocene vrednosti poslovanja za neprevzeto podjetje



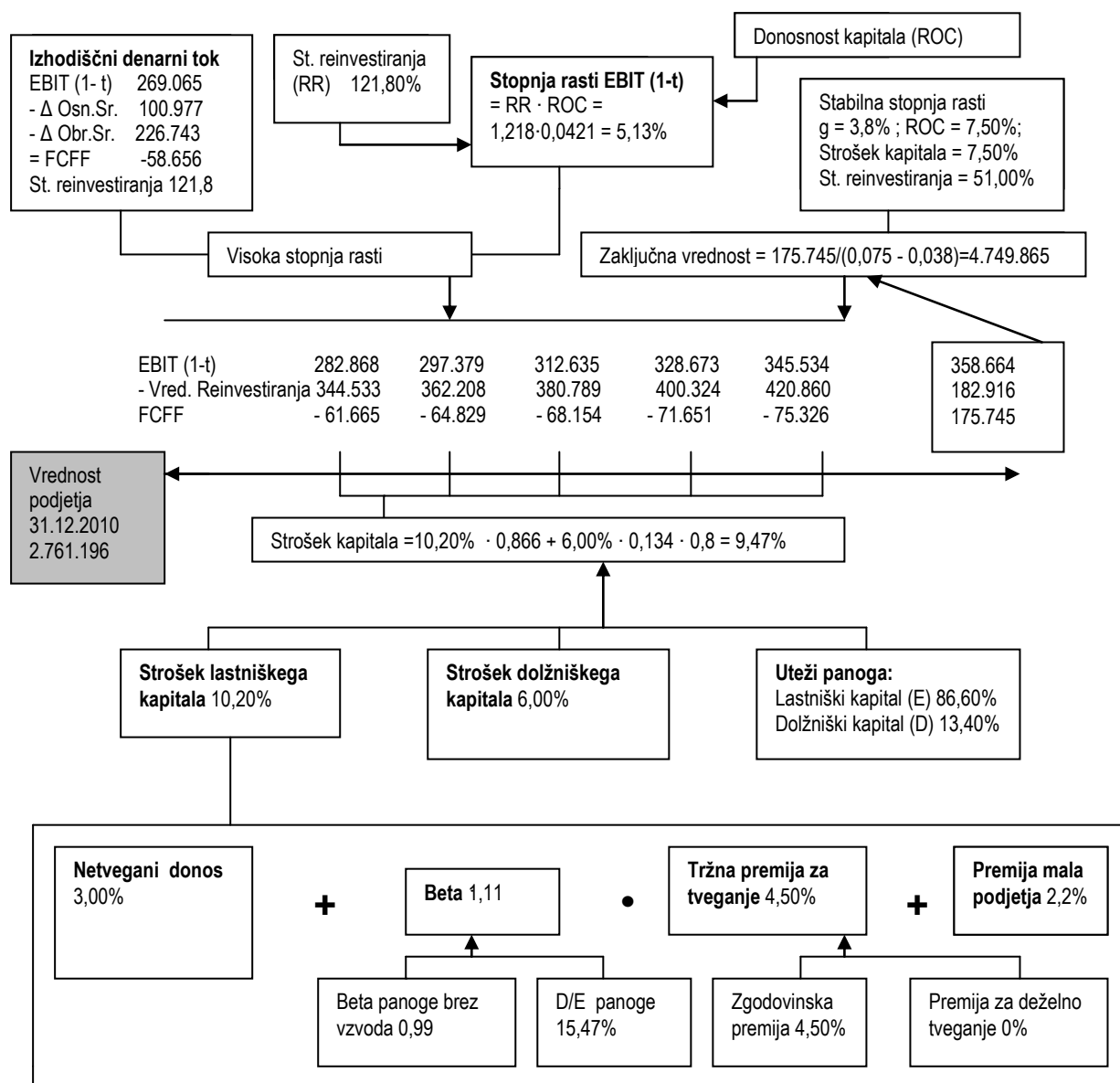
Vir: Prirejeno po AJPES, Letna poročila podjetja Prevoz, 2012; Adamodar New Home Page, 2011; ECB – European Central Bank, SFP 2010 Q3, 2012.

Na dan 31.12.2010 je vrednost poslovanja neprevzetega podjetja znašala 1.734.840,00 EUR, vrednost denarja skupaj z tržno vrednostjo finančnih naložb 111.057,00 EUR, tržna vrednost obrestovanega dolga pa 62.180,00 EUR. Vrednost lastniškega kapitala izračunanega v skladu z prikazom v Tabeli (1), tako znaša 1.783.717,00 EUR. Glede na to, da ima neprevzeto podjetje zelo malo obrestovanega dolga in malo finančnih naložb, se vrednost poslovanja in vrednost lastniškega kapitala zelo malo razlikujeta.

Pri izračunu tržne vrednosti finančnih naložb in tržne vrednosti obrestovanega dolga na dan 31.12.2010 sem izhajal iz stanja 31.12.2006 in predpostavil, da bo podjetje upravljano na

enak način do 31.12.2010. Ob upoštevanju navedene predpostavke, sem izračunal proste denarne tokove za vse investitorje, ki sem jih zmanjšal za predvidena izplačila dividend in tako dobil novo stanje denarja in finančnih naložb. Izračun navedenega podajam v tabelah iz priloge 3.

Slika 12: Shematski prikaz ocene vrednosti poslovanja za prevzeto podjetje



Vir: Prirejeno po AJ PES, Letna poročila podjetja Prevzem, 2012; Adamodar New Home Page, 2011; ECB – European Central Bank, SFP 2010 Q3, 2012.

Vrednost poslovanja prevzetega podjetja na dan 31.12.2010 je znašala 2.761.196,00 EUR. Glede na to, da je imelo podjetje v strukturi virov financiranja velik delež obrestovanega dolga, katerega tržna vrednost znaša 2.209.664,00 EUR in da nima finančnih naložb, je vrednost lastniškega kapitala znašala zgolj 551.684,00 EUR.

Iz prikazanih izračunov ocen vrednosti je razvidno, da je ocena vrednosti lastniškega kapitala prevzetega podjetja, bistveno nižja od vrednosti lastniškega kapitala neprevzetega podjetja. Kljub temu, da je vrednost poslovanja prevzetega podjetja, za več kot milijon EUR višja od vrednosti poslovanja neprevzetega podjetja, pa visoka vrednost obrestovanega dolga prevzetega podjetja, bistveno vpliva na nizko vrednost lastniškega kapitala.

Na podlagi opravljenih ocen vrednosti podjetja »Prevzem d.o.o.« lahko sklenem, da je prevzem podjetja negativno vplival na vrednost lastniškega kapitala podjetja. Namreč, ocena vrednosti lastniškega kapitala, pri pogojih upravljanja in poslovanja, ki so veljali pred prevzemom znaša 1.783.717,00 EUR, medtem ko ocena vrednosti pri pogojih upravljanja in poslovanja, ki so veljali po prevzemu, znaša le 551.684,00 EUR.

3 VPLIV PARAMETROV NA OCENO VREDNOSTI PODJETJA »Prevzem d.o.o.« IN ANALIZA OBČUTLJIVOSTI

Kot je razvidno iz zadnjega dela prejšnjega poglavja, je prevzem podjetja negativno vplival na vrednost lastniškega kapitala podjetja »Prevzem d.o.o.«. Namen tega poglavja je ugotoviti, kako je različno upravljanje neprevzetega in prevzetega podjetja, ki se posledično kaže v različnih vrednostih parametrov poslovanja, vplivalo na oceni vrednosti lastniškega kapitala podjetja. Nadaljnji namen poglavja je izvesti analizo občutljivosti, ki prikazuje kako tvegano neprevzeto in prevzeto podjetje poslujeta.

3.1 Vpliv parametrov na oceno vrednosti podjetja

Prvi parameter, ki je odločilno vplival na vrednosti lastniškega kapitala neprevzetega in prevzetega podjetja je donosnost investiranega kapitala. Denarni tokovi, ki izhajajo iz investiranih sredstev so dobički iz poslovanja, njihova višina pa je odvisna od donosnosti investiranega kapitala. Donosnost investiranega kapitala v visoki stopnji rasti za neprevzeto podjetja znaša 6,04% in je bistveno višja od donosnosti investiranega kapitala prevzetega podjetja, ki znaša 4,21%. Nižja donosnost investiranega kapitala prevzetega podjetja je prvi in najpomembnejši parameter, ki zmanjšuje oceno vrednosti lastniškega kapitala le tega.

Drugi parameter, ki je vplival na oceni vrednosti poslovanja primerjanih podjetij, je stopnja rasti. V obdobju visoke stopnje rasti, znaša stopnja rasti dobička iz poslovanja prevzetega podjetja 5,13% in je višja od stopnje rasti neprevzetega podjetja, ki znaša 3,03%. Glede na to, da je strošek kapitala prevzetega podjetja višji od donosnosti kapitala, je rast negativno vplivala na vrednost poslovanja prevzetega podjetja. Prav tako je rast dobička iz poslovanja neprevzetega podjetja, negativno vplivala na njegovo vrednost poslovanja, vendar v bistveno

manjši meri, ker je razlika med donosnostjo in stroškom kapitala v tem primeru bistveno manjša.

Tretji parameter, ki je negativno vplival na vrednost poslovanja prevzetega podjetja je strošek kapitala, ki je v primeru prevzetega podjetja nekoliko višji od stroška kapitala neprevzetega podjetja. Podjetje mora sicer strmeti k takšni strukturi financiranja, ki mu povzroča najnižje stroške financiranja.

Vsi trije analizirani parametri denarni tokovi iz investiranih sredstev (oziroma donosnost investiranih sredstev), stopnje rasti in strošek kapitala, imajo v primeru prevzetega podjetja slabše vrednosti od neprevzetega in so negativno vplivali na vrednost prevzetega podjetja. Vrednost podjetja je sicer hipotetična vrednost in nam pove kolikšna bi bila sedanja vrednost denarnih tokov podjetja, če to ne bi imelo obrestovanega dolga. Jasnejšo sliko o vrednosti poslovanja podjetja lahko dobimo tudi tako, da jo primerjamo z vloženim kapitalom, ki je to vrednost poslovanja ustvaril. Več enot vrednosti poslovanja kot podjetje ustvari na enoto vloženega kapitala, večjo vrednost podjetje ustvarja s poslovanjem.

Kot je prikazano v izračunih v razdelku 2.7, je ocena vrednosti lastniškega kapitala prevzetega podjetja bistveno nižja od ocene vrednosti lastniškega kapitala neprevzetega podjetja. Temeljni razlog za razlike v oceni vrednosti lastniškega kapitala izhaja iz nižje donosnosti investiranega kapitala prevzetega podjetja. Povečanje kapitala na račun dolga namreč ne ustvarja dovolj dodatnih denarnih tokov, kar se kaže v nižjih donosnostih kapitala prevzetega podjetja, poleg tega dodatni dolg zvišuje stroške financiranja. Tudi rast, za financiranje katere je bila delno porabljena zadolžitev, je negativno vplivala na oceno lastniškega kapitala, ker je donosnost kapitala v visoki stopnji rasti manjša od njegovih stroškov.

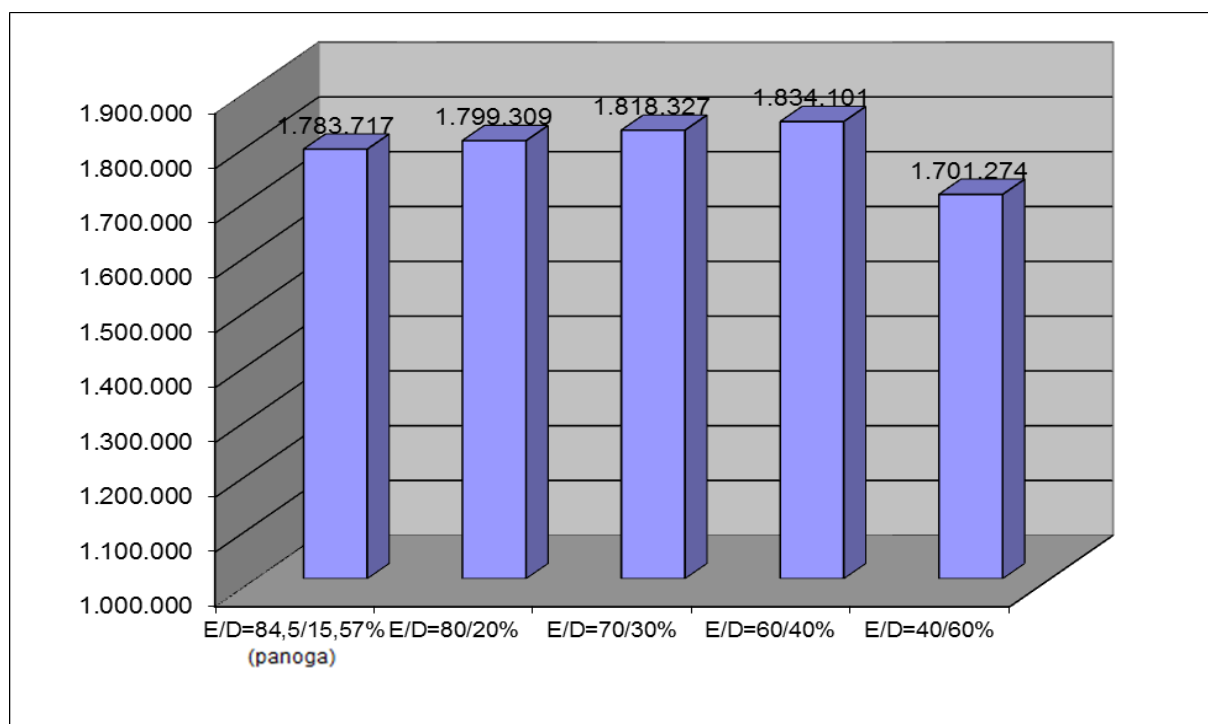
3.2 Analiza občutljivosti

Parametri, uporabljeni v modelih ocene vrednosti, se lahko spreminjajo zaradi notranjih dejavnikov (spremembe v upravljanju) ali zaradi sprememb v poslovnem okolju. Te spremembe za podjetje predstavljajo tveganje. Analiza občutljivosti posredno omogoča ugotavljanje značilnosti tveganja določene naložbe (Pučko, 2004, str. 132). Z analizo občutljivosti sem poskušal ugotoviti kako bi spremembe v določenih parametrih uporabljenega modela vrednotenja, vplivale na oceno vrednosti podjetja oziroma lastniškega kapitala podjetja.

3.2.1 Analiza občutljivosti neprevzetega podjetja

Glede na to, da ima neprevzeto podjetje zelo nizek delež dolga v virih financiranja in posledično ne izkorišča dovolj finančnega vzvoda in povezanega davčnega štita, sem analizo občutljivosti v tem primeru izvedel ob predpostavki da se podjetje zadolži. Vrednosti lastniškega kapitala za investitorja sem izračunal na podlagi simulacije različnih razmerji med lastniškim in dolžniškim kapitalom in predpostavke da delež lastniškega kapitala ki ga nadomesti dolžniški kapital imetniki lastniškega kapitala investirajo v alternativno naložbo z ustrezno pričakovano donosnostjo. Povečevanje dolga v virih financiranja privede do majhnih sprememb stroškov kapitala (WACC) in posledično do majhnih sprememb vrednosti lastniškega kapitala za investitorje. Do večje spremembe stroškov kapitala in znižanja vrednosti lastniškega kapitala za investitorje prihaja le v primeru da se podjetje zelo zadolži, npr. (E/D=40%/60% razmerje iz simulacije). V sliki (13) prikazujem vrednosti lastniškega kapitala investitorja za različne strukture virov financiranja za neprevzeto podjetje. Izračuni so podani v Tabeli (3.7) priloge 3.

Slika 13: Vrednosti lastniškega kapitala investitorja za različne strukture financiranja



3.2.2 Analiza občutljivosti prevzetega podjetja

Prevzeto podjetje zaradi velikega deleža dolžniškega kapitala v virih financiranja posluje bistveno bolj rizično od neprevzetega podjetja. Zaradi tega sem analizo občutljivosti prevzetega podjetja izvedel ob predpostavki zmanjšanja prodaje za 10 %, kar se je podjetju v

letu 2009 že dogodilo in se v sedanjih negotovih makroekonomskih razmerah tudi v bodoče lahko dogodi. V analizi občutljivosti sem s pomočjo poslovnega vzvoda, ki ga določa razmerje med fiksnimi stroški (sem spadajo tudi obresti) in vsemi stroški podjetja, analiziral kakšen je vpliv zmanjšanja prodaje za 10% na dobiček iz poslovanja in na oceno vrednosti lastniškega kapitala. Poslovni vzvod izračunamo z obrazcem (21).

$$\text{Stopnja poslovnega vzvoda} = \frac{\% \text{ sprememba vrednosti dobička iz poslovanja}}{\% \text{ sprememba vrednosti prodaje}} \quad (21)$$

Pri izračunu poslovnega vzvoda, ki znaša 4,7 sem uporabil podatke za leto 2009, ko je podjetju vrednost prodajne realizacije padla za 13%. Na tej osnovi bi izračunani dobiček iz poslovanja ob predpostavki znižanja vrednosti prodaje za 10%, za leto 2010 znašal 180.511,00 EUR, kar sicer še vedno zadostuje za plačevanje stroškov obresti, vendar pa rezultira v negativni oceni vrednosti lastniškega kapitala. Namreč vrednost poslovanja bi ob zgoraj navedeni predpostavki znašala 1.506.294,00 EUR, vrednost denarja in tržna vrednost finančnih naložb znaša 152,00 EUR, medtem ko znaša tržna vrednost obrestovanega dolga 2.209.664,00 EUR, kar bi skupno rezultiralo v negativni vrednosti lastniškega kapitala v znesku - 703.217,00 EUR. Izračun denarnih tokov je podan v Tabeli (4.6) priloge 4.

SKLEP

Cilj magistrskega dela je ocena vrednosti lastniškega kapitala zasebnega podjetja »Prevzem d.o.o.«, pred in po izvedenem prevzemu ter analiza ekonomskih parametrov, ki so vplivali na spremembo ocen vrednosti lastniškega kapitala podjetja. Temeljno raziskovalno vprašanje, iz katerega izhaja namen magistrskega dela je, kako so razlike v upravljanju in poslovanju med neprevzetim in prevzetim podjetjem vplivale na oceno vrednosti lastniškega kapitala.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh poglavij. V prvem poglavju sem opisal teorijo metod, modelov in parametrov vrednotenja, v drugem poglavju sem izvedel finančno analizo poslovanja ter empirično ocenil in primerjal vrednosti lastniškega kapitala neprevzetega in prevzetega podjetja, v tretjem poglavju pa sem analiziral kateri dejavniki so vplivali na razlike v ocenah vrednosti med podjetjema in kako tvegano podjetji poslujeta.

Primerjavo ocen vrednosti lastniškega kapitala sem opravil na dan 31.12.2010, ob predpostavki da je neprevzeto podjetje upravljanje in posluje kot pred prevzemom, medtem ko je prevzeto podjetje upravljanje in posluje kot je poslovalo po prevzemu. Ocenjeni vrednosti lastniškega kapitala podjetja sem izvedel na podlagi temeljne analize, s katero ugotavljamo tako imenovano notranjo vrednost podjetja, z uporabo modela diskontiranih denarnih tokov za

vse investitorje in predpostavko dveh faz stopenj rasti. Ocenjeni vrednosti lastniškega kapitala na teh osnovah znašata za neprevzeto podjetje 1.783.717,00 EUR, za prevzeto podjetje pa 551.684,00 EUR. Na podlagi opravljenih ocen je razvidno, da je prevzem podjetja negativno vplival na oceno vrednost lastniškega kapitala podjetja.

Temeljni vzrok razlik v oceni vrednosti lastniškega kapitala izhaja iz nižje donosnosti investiranega kapitala prevzetega podjetja. Povečanje kapitala na račun dolga namreč ne ustvarja dovolj dodatnih denarnih tokov, kar se kaže v nižji donosnosti kapitala prevzetega podjetja, poleg tega dodatni dolg zvišuje stroške financiranja. Vsi trije navedeni ekonomski parametri imajo negativni vpliv in so vplivali na bistveno nižjo oceno vrednosti lastniškega kapitala prevzetega podjetja. Slabše vrednosti parametrov prevzetega podjetja so posledica zadolženosti, neučinkovitega investiranja novo pridobljenega dolžniškega kapitala in znižanja vrednosti lastniškega kapitala, ki je posledica visokih izplačil dividend. Iz navedenega in iz rezultatov analize občutljivosti je razvidno, da je prevzeto podjetje upravljano bistveno bolj tvegano kot neprevzeto podjetje.

LITERATURA IN VIRI

1. Adamodar New Home Page (b.l.). Najdeno 12. decembra 2011 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR/New_Home_Page/data.html
2. Barrios, S., Iversen, P., Lewandowska, M., & Setze, R. (2009). Determinants of Intra-Euro Area Government Bond Spreads During the Financial Crisis. Najdeno 16. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/p/euf/ecopap/0388.html>
3. Banka Slovenije (2011). *Mesečni bilten december 2010*. Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Brigham, F., Gapenski, C., & Ehrhard, C. (1999a). *Financial Management* (2nd ed.). New York: McGraw-Hill.
5. Brigham, F., & Gapenski, C. (1999b). *Intermediate Financial Management* (5th ed.). Orlando: The Dryden Press.
6. Brigham, F. (2004). *Financial Management*. Cincinnati: South-Western Publishing Co.
7. Bodie, Z., Alex, K., & Marcus, J. (2008). *Investments*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
8. Cecchetti, S. (2008). *Money, Banking, and Financial Markets* (2nd ed.). New York: McGraw-Hill.
9. Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Los Angeles: Jog Wiley & Sons Inc.
10. Damodaran, A. (2001). *Valuation Approaches and Metrics*. New York: Stern School of Business.
11. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation* (2nd ed.). New York: Wiley Finance.
12. Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics*. New York: Stern School of Business.
13. ECB – European Central Bank. (2010). ECB survey of professional forecaster – SFP 2010 Q3. Najdeno 12. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/table_3_2012q1.en.html
14. Fernandez, P. (2006). Levered and Unlevered Beta. Najdeno 25. julija 2012 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303170&http
15. Fernandez, P. (2011). WACC: Definition, Misconceptions and Errors. Najdeno 25. julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0914-E.pdf>
16. Grabowski, R., & King, D. (1996). New Evidence on Size Effects and Rates of Retrn. *Business Valuation Review*. Najdeno 19. decembra 2011 na spletnem naslovu

- <http://portaldace.mineco.gob.gt/sites/default/files/unidades/DefensaComercial/Casos/Controversias/Inversionista%20-%20Estado/Etapa%20de%20Meritos%2007-23%20%28Ferrovias%29/Respondent%20Experts/Spiller%20Exp%20Rpt%201st/LECG-41-Grabowski.pdf>
17. Gregory, A. (1999). *Valuing Companies*. New York: Woodhead – Faulker.
 18. Groznih, P., & Lončarski, I. (2010). *Corporate Valuation Introduction*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta
 19. I. A.G. Švica (2010). Letno poročilo podjetja I. A.G. Švica: Schaan: I. A.G. Švica.
 20. Ibbotsen, R. (2011). The Equity Risk Premium. Najdeno 15. julij 2012 na spletnem naslovu <http://mba.yale.edu/faculty/profiles/ibbotson.shtml>
 21. Implicitna premija za tveganje. (b.l.) V *Investopedija*. Najdeno 17. november 2011 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/#axzz1lXTjUD8u>
 22. Johnson, H. (1999). *Determining cost of capital: the key of firm value*. London: Pearson Education Limited.
 23. K. GmbH Nemčija (2010). Letno poročilo podjetja K. GmbH Nemčija: Köln: K. GmbH Nemčija.
 24. Krugman, P. (2007). *Macroeconomics*. New York: Worth Publishers.
 25. AJPES (b.l.). Letno poročilo podjetja Prevoz. V *Ajpes-u*. Najdeno 23. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ajpes.si/JOLP/podjetje.asp>
 26. Nova Ljubljanska banka d.d.. (2012). Tečajna lista. Najdeno 23. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/teajna-lista-za-podjetja>
 27. M. GmbH Nemčija (2010). Letno poročilo podjetja M. GmbH Nemčija: Landau: M. GmbH Nemčija.
 28. M. s.a. Poljska (2010). Letno poročilo podjetja M. s.a. Poljska: Milanowek: M. s.a. Poljska.
 29. M. s.p.a. Italija (2010). Letno poročilo podjetja M. s.p.a. Italija: Torino: M. s.p.a. Italija.
 30. Mercer, C. (2003). A Brief Review of Control Premiums and Minority Interest Discounts. Najdeno 28. maj 2012 na spletnem naslovu <http://www.campbellvaluation.com/resource/media/BriefReviewOfControlPremiums.pdf>
 31. Mramor, D. (1993). *Osnove poslovnih financ* 2. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 32. Mramor, D. (2000). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 33. Penman, S. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.

34. Podvršček G. (2010). *Posebnosti pri vrednotenju zaprtih družb na primeru družbe* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Pratt, S., Reilly, R., & Schweih, R. (1998). *Valuing Small Businesses and Professional Practices* (2nd ed.). Homewood: Business One Irwin.
36. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za Revizijo.
37. Pučko, D. (2004). *Analiza poslovanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
38. R. s.p.a. Italija (2010). Letno poročilo podjetja R. s.p.a. Italija: Badia Polesine: R. s.p.a. Italija.
39. Rojko L. (2008). *Vrednotenje podjetja »GL«* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
40. S. s.a. Češka (2010). Letno poročilo podjetja S. s.a. Češka: Jičín: S. s.a. Češka.
41. Sarin, A. (2000). The Private Company Discount. Najdeno 5. marca 2012 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251776##
42. Saunders, A. (2000). *Financial Institution Management*. Boston: Irwin/McGraw-Hill.
43. Sbbi 2003 Yearbook: Market Results for 1926-2002. (b.l.). Najdeno 20. marca 2012 na spletnem naslovu http://isbndb.com/d/book/sbbi_2003_yearbook_market_results_for_1926_2002_stocks_bonds.html
44. U s.a. Španija (2010). Letno poročilo podjetja U s.a. Španija: Malaga: U s.a. Španija.
45. UMAR – Urad RS za analize in razvoj (2012, 8. januar). *Tekoča gospodarska gibanja (obdobje maj 2012)* Ljubljana: UMAR
49. Uredba o standardni klasifikaciji dejavnosti. *Uradni list RS* št. 69/2007.
50. Tajnikar, M. (2006). *Tvegano poslovanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
51. V. GmbH & Co. KG Nemčija (2010). Letno poročilo podjetja V. GmbH & Co. KG Nemčija: Bad Säckingen: V. GmbH & Co. KG Nemčija.
52. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS* št. 117/2006
53. Yegge, W. (2002). *A basic Guide for Valuing a Company*. New York: John Wiley & Sons.
54. Young, D., & O'Byrne, S. (2000). *EVA and Value Based Management*. New York: McGraw-Hill.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: Računovodski izkazi za neprevzeto podjetje »Prevzem« 2004 - 2006

PRILOGA 2: Računovodski izkazi za prevzeto podjetje »Prevzem« 2007 - 2010

PRILOGA 3: Izračun ocene vrednosti za neprevzeto podjetje »Prevzem«

PRILOGA 4: Izračun ocene vrednosti za prevzeto podjetje »Prevzem«

PRILOGA 5: Terminološki slovar

PRILOGA 1: Računovodski izkazi za neprevzeto podjetje »Prevzem« 2004 - 2006

1.1 Računovodski izkazi za neprevzeto podjetje »Prevzem«

Tabela 1.1: Bilanca stanja za obdobja 2004-2006

PODATKI IZ BILANCE STANJA	Znesek v tisočih SIT		
	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006
SREDSTVA	493.874	531.565	578.799
A. STALNA SREDSTVA	158.458	229.881	257.180
I. Neopredmetena dolgoročna sredstva	1.057	5.979	12.029
1. Dolgoročno odloženi stroški poslovanja	0	0	0
2. Druga neopredmetena dolgoročna sredstva	1.057	5.979	12.029
II. Opredmetena osnovna sredstva	140.020	207.153	244.694
III. Dolgoročne finančne naložbe	17.381	16.749	457
B. GIBLJIVA SREDSTVA	331.774	301.350	319.655
I. Zaloge	132.730	123.100	143.082
II. Poslovne terjatve	129.582	137.405	161.815
a) Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	0
b) Kratkoročne poslovne terjatve	129.582	137.405	161.815
III. Kratkoročne finančne naložbe	64.636	38.209	4.800
IV. Dobroimetja pri bankah, gotovina	4.826	2.636	9.958
C. AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	3.642	334	1.964
Zabilančna sredstva	28.000	15.000	0
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	493.874	531.565	578.799
A. KAPITAL	420.878	439.821	455.091
I. Vpoklicani kapital	80.915	80.915	80.915
1. Osnovni kapital	80.915	80.915	80.915
2. Nevvpoklicani kapital	0	0	0
II. Kapitalske rezerve	0	0	124.047
III. Rezerve iz dobička	117.195	117.195	101.017
IV. Preneseni čisti poslovni izid	60.608	79.059	117.663
V. Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	38.113	38.605	31.449
VI. Prevrednotovalni popravki kapitala	124.047	124.047	0
B. REZERVACIJE	8.745	0	15.458
C. FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI	63.759	91.249	108.250
a) Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	361	15.014	14.900
b) Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	63.398	76.235	93.350
D. PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	492	495	0
Zabilančne obveznosti	28.000	15.000	0

Tabela 1.2: Izkaz poslovnega izida za obdobja 2004 - 2006

PODATKI IZ IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA	Znesek v tisočih SIT		
	2004	2005	2006
1. ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	548.920	556.221	641.877
a) Čisti prihodki od prodaje na domačem trgu	111.154	115.381	
b) Čisti prihodki od prodaje na tujem trgu	437.766	440.840	
2. SPREMEMBA VREDNOSTI ZALOG PROIZVODOV IN NEDOKONČANE PROIZVODNJE	-10.361	-2.971	-267
3. USREDSTVENI LASTNI PROIZVODI IN STORITVE	13.916	16.652	12.281
4. DRUGI POSLOVNI PRIHODKI (S PREVRED. POSLOVNIMI PRIHODKI)	22.654	14.355	8.438
5. Stroški blaga, materiala in storitev	202.326	206.858	255.589
a) Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	132.828	142.366	189.103
b) Stroški storitev	69.498	64.492	66.486
6. Stroški dela	298.911	305.481	331.385
a) Stroški plač	207.358	211.138	227.828
b) Stroški pokojninskih zavarovanj	33.275	33.893	41.426
c) Stroški drugih zavarovanj	3.708	4.450	0
d) Drugi stroški dela	54.570	56.000	62.131
7. Odpisi vrednosti	30.891	34.584	40.427
a) Amortizacija neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev	30.036	34.136	40.013
b) Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih dolgor. sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	0	0	0
c) Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	855	448	414
8. Drugi poslovni odhodki	2.352	2.016	2.394
9. Finančni prihodki iz deležev	0	0	0
10. Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev	0	0	0
11. Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev	3.658	2.004	184
12. Prevrednotovalni finančni odhodki	0	0	0
13. Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	829	665	197
14. DAVEK IZ DOBIČKA IZ REDNEGA DELOVANJA	5.983	2.216	1.516
15. ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	37.495	34.441	
16. IZREDNI PRIHODKI	739	4.282	258
17. IZREDNI ODHODKI	0	1	0
18. POSLOVNI IZID ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	739	4.281	
19. DAVEK IZ DOBIČKA ZUNAJ REDN. DELOVANJA	121	117	0
20. DRUGI DAVKI	0	0	0
21. ČISTI POSLOVNI IZID POSLOVNEGA LETA	38.113	38.605	31.449
22. PRENESENI ČISTI DOBIČEK - IZGUBA	60.608	79.059	
23. ZMANJŠANJE KAPITALSKIH REZERV	0	0	
24. ZMANJŠANJE REZERV IZ DOBIČKA	0	0	
25. POVEČANJE REZERV IZ DOBIČKA	0	0	
26. BILANČNI DOBIČEK - IZGUBA	98.721	117.664	

PRILOGA 2: Računovodski izkazi za prevzeto podjetje »Prevzem« 2007 - 2010

2.1 Računovodski izkazi za prevzeto podjetje »Prevzem«

Tabela 2.1: Bilanca stanja za obdobja 2007-2010

PODATKI IZ BILANCE STANJA	Znesek v EUR			
	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
SREDSTVA	3.712.706	4.350.372	4.400.806	4.369.983
A. STALNA SREDSTVA	1.672.040	2.247.961	2.525.598	2.549.930
I. Neopredmetena dolgoročna sredstva	63.475	40.893	122.112	171.712
1. Dolgoročno odloženi stroški poslovanja	0	0	0	0
2. Druga neopredmetena dolgoročna sredstva	0	0	0	0
II. Opredmetena osnovna sredstva	1.607.134	2.206.114	2.403.009	2.378.218
III. Dolgoročne finančne naložbe	1.431	954	0	0
B. GIBLJIVA SREDSTVA	2.016.477	2.090.598	1.852.991	1.794.380
I. Zaloge	762.051	1.252.466	1.151.951	1.051.767
II. Poslovne terjatve	852.551	819.725	701.435	742.421
a) Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	477	0
b) Kratkoročne poslovne terjatve	852.551	819.725	700.958	742.421
III. Kratkoročne finančne naložbe	391.688	15.042	0	0
IV. Dobroimetja pri bankah, gotovina	10.187	3.365	82	152
C. AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	0	11.813	22.217	25.713
Zabilančna sredstva	62.177	1.962.177	2.220.266	2.112.747
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	3.712.706	4.350.372	4.400.806	4.369.983
A. KAPITAL	1.992.339	1.639.609	1.558.024	1.623.749
I. Vpoklicani kapital	337.652	337.652	1.000.000	1.000.000
1. Osnovni kapital	337.652	337.652	1.000.000	1.000.000
2. Nevpoklicani kapital	0	0	0	0
II. Kapitalske rezerve	517.640	517.640	0	0
III. Rezerve iz dobička	421.537	421.537	276.829	276.829
IV. Preneseni čisti poslovni izid	619.114	187.740	273.023	100.000
V. Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	96.396	175.040	8.172	246.920
VI. Prevrednotovalni popravki kapitala	0	0	0	0
B. REZERVACIJE	52.905	37.608	24.911	9.497
C. FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI	1.661.868	2.673.155	2.817.871	2.736.737
a) Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	558.290	821.854	1.702.491	1.540.526
b) Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	1.103.578	1.851.301	1.115.380	1.196.211
D. PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	5.594	0	0	0
Zabilančne obveznosti	62.177	1.962.177	2.220.266	2.112.747

Tabela 2.2: Izkaz poslovnega izida za obdobja 2007-2010

PODATKI IZ IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA	Znesek v EUR			
	2007	2008	2009	2010
1. ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	3.067.189	3.449.511	3.006.677	3.315.028
a) Čisti prihodki od prodaje na domačem trgu				
b) Čisti prihodki od prodaje na tujem trgu				
2. SPREMEMBA VREDNOSTI ZALOG PROIZV. IN NEDOKONČANE PROIZVODNJE	17.964	303.448	28.745	-53.992
3. USREDSTVENI LASTNI PROIZV. IN STORITVE	120.693	163.955	389.953	208.832
4. DRUGI POSLOVNI PRIHODKI (S PREVREDN. POSLOVNIMI PRIHODKI)	22.049	83.117	74.792	18.089
5. Stroški blaga, materiala in storitev	1.429.921	1.792.402	1.561.797	1.283.958
a) Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	998.487	1.173.607	1.185.547	889.829
b) Stroški storitev	431.434	618.795	376.250	394.129
6. Stroški dela	1.461.978	1.631.906	1.498.793	1.493.809
a) Stroški plač	995.711	1.135.126	1.046.631	1.041.733
b) Stroški pokojninskih zavarovanj	24.321	21.444	92.627	96.978
c) Stroški drugih zavarovanj	160.542	183.213	76.418	72.503
d) Drugi stroški dela	281.404	292.123	283.117	282.595
7. Odpisi vrednosti	234.040	331.241	329.360	362.235
a) Amortizacija neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev	215.387	329.474	329.173	360.753
b) Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih dolgoroč. sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	4.796	405	0	19
c) Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	13.857	1.362	187	1.463
8. Drugi poslovni odhodki	8.306	14.303	10.691	10.819
9. Finančni prihodki iz deležev	0	0	0	0
10. Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev	5.579	10.696	486	321
11. Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev	745	4.014	1.623	3.870
12. Prevrednotovalni finančni odhodki	0	0	0	0
13. Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	14.261	74.135	91.970	93.989
14. DAVEK IZ DOBIČKA IZ REDNEGA DELOVANJA	4.450	17.382	0	0
15. ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVAN.	96.396	175.040	8.172	246.920
16. IZREDNI PRIHODKI	15.532	22.957	361	5.916
17. IZREDNI ODHODKI	104	60	46	645
18. POSLOVNI IZID ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA				
19. DAVEK IZ DOBIČKA ZUNAJ REDNEGA DELOV.				
20. DRUGI DAVKI				
21. ČISTI POSLOVNI IZID POSLOVNEGA LETA	96.396	175.040	8.172	246.920
22. PRENESENI ČISTI DOBIČEK - IZGUBA	619.114	187.740	273.023	100.000
23. ZMANJŠANJE KAPITALSKIH REZERV	0	0	0	0
24. ZMANJŠANJE REZERV IZ DOBIČKA	0	0	0	0
25. POVEČANJE REZERV IZ DOBIČKA	0	0	0	0
26. BILANČNI DOBIČEK - IZGUBA	715.510	362.780	281.195	346.920

PRILOGA 3: Izračun ocene vrednosti za neprevzeto podjetje »Prevzem«

3.1. Izračun ocene vrednosti za neprevzeto podjetje »Prevzem«

Tabela 3.1: Izračun FCFF 2004 – 2006 (EUR)

	2007	2008	2009	2010
NETO DOBIČEK	96.396	175.040	8.172	246.920
DAVEK IZ DOB. +	4.450	17.382	0	0
FIN. PRIH. IZ DELEŽEV -	0	0	0	0
FIN. PRIH. IZ POSOJIL -	5.579	10.696	486	321
ODPISI FIN. NALOŽB +	0	0	0	0
ODH. FIN. OBVEZNOSTI. +	14.261	74.135	91.970	93.989
EBIT	109.528	255.861	99.656	340.588
EBIT x (1 - t) (t = 24-20%)	83.241	179.013	77.732	269.065
AM +	215.387	329.474	329.173	360.753
Δ OSNOVNA SREDSTVA -	598.846	575.921	277.637	24.332
Δ OBRATNA SREDSTVA -	342.289	457.589	- 219.200	- 58.651
FCFF	- 642.507	- 507.023	348.468	664.137

Tabela 3.2: Izračun stopnje reinvestiranja

	2004	2005	2006
Δ OSNOVNA SREDSTVA	14.033	298.040	181.426
AM -	128.905	144.316	168.670
Δ OBRATNA SREDSTVA +	- 41.938	- 7.540	185.244
V. REINVESTIRANJA	- 156.810	146.183	198.000
EBIT x (1 - t) (t = 25%)	140.980	130.205	101.759

SUM. V. REINVESTIRANJA	187.373	
SUM. EBIT x (1-t) (t=25%)	392.944	
POVPREČNA STOPNJA REINVESTIRANJA KAPITALA		0,50

POVPREČNI EBIT 2004-2006	124.315
---------------------------------	----------------

Tabela 3.3: Izračun ROC

	2004	2005	2006
EBIT x (1 - t) (t = 25%)	140.980,00	130.205,00	101.759,00
KNJ. KAPITAL 1.1. LETA	1.963.708,00	2.060.900,00	2.150.672,00
ROC (2004-06 posamezni)%	7,18	6,32	4,73
POVPREČNI ROC 2004-06	6,04		

PRIČAKOVANA RAST EBIT % hg (RR X ROC)	3,03
--	-------------

Tabela 3.4: Izračun PV FCFF visoke rasti

ROC (hg) v %	6,40
RR (hg) %	50,00
g (hg) %	3,03
r (hg) %	9,20

LETO	EBIT x(1-t) (t=25- 20%)	ST. REINV.	V. REINV.	FCFF	PV (r=9,20)
2006	124.315				
2007	128.082	0,50	64.041	64.041	
2008	131.963	0,50	65.981	65.981	
2009	135.961	0,50	67.981	67.981	
2010	140.081	0,50	70.040	70.040	
2011	144.325	0,50	72.163	72.163	66.083
2012	148.698	0,50	74.349	74.349	62.349
2013	153.204	0,50	76.602	76.602	58.826
2014	157.846	0,50	78.923	78.923	55.502
2015	162.629	0,50	81.314	81.314	52.366
VSOTA PV FCFF 31.12.2010					295.126

ZAKLJUČNA VREDNOST (sg): g=3,8%, ROC=r=7,5% (panoga), RR=51%
FCFF ZAKL. 162.629 x 1,038 x (1-0,51) = 82.716

Tabela 3.5: Izračun ostanka FCFF

	FCFF	DIVIDENDE (g)
31.12.2006		
2007	64.041	52.667
2008	65.981	54.262
2009	67.981	55.907
2010	70.040	57.600
VSOTA	268.043	220.436
OSTANEK FCFF 31.12.2010		47.607

IZPLAČANE DIVIDENDE	
2004	76.000
2005	82.000
2006	0
POV.DIV.	52.667

Tabela 3.6: Izračun ocene vrednosti lastniškega kapitala

PV ZAKLJUČNE VREDNOSTI	1.439.714
VSOTA PV FCFF 31.12.2010	295.126
PV. OPERACIJ	1.734.840
OSTANEK FCFF 31.12.2010	47.607
OBR. DOLG	- 62.180
DENAR	63.450
OCENA VRED. LAST. KAPITALA 31.12.2010	1.783.717

Tabela 3.7: Izračun ocene vrednosti lastniškega kapitala za analizo občutljivosti

LETO	FCFF	E/D=80/20%	E/D=70/30%	E/D=60/40%	E/D=40/60%
		PV _r =8,99	PV _r =8,74	PV _r =8,53	PV _r =9,68
2011	72163	66.210	66.362	66.491	65.794
2012	74349	62.578	62.877	63.121	61.804
2013	76602	59.150	59.576	59.922	58.057
2014	78923	55.911	56.447	56.885	54.537
2015	81314	52.848	53.483	54.003	51.230
		296.697	298.745	300.422	291.422

K. VRED. 2.235.577	PV KV.	1.453.638	1.470.638	1.484.706	1.408.485
PV FCF 2011-2015		296.697	298.745	300.421	291.422
OSTANEK FCFF 31.12.2010		47.607	47.607	47.607	47.607
OBR. DOLG	-	352.200	- 528.310	- 704.400	- 1.056.600
DENAR		63.450	63.450	63.450	63.450
Δ KAPITAL		290.117	466.217	642.317	994.517
VREDNOST ZA INVESTITORJA		1.799.309	1.818.327	1.834.101	1.701.274

PRILOGA 4: Izračun ocene vrednosti za prevzeto podjetje »Prevzem«

4.1 Izračun ocene vrednosti za prevzeto podjetje

Tabela 4.1: Izračun FCFF 2007-2010 (EUR)

	2007	2008	2009	2010
NETO DOBIČEK	96.396	175.040	8.172	246.920
DAVEK IZ DOBIČKA +	4.450	17.382	0	0
FIN. PRIH. IZ DELEŽEV -	0	0	0	0
FIN. PRIH. IZ POSOJIL -	5.579	10.696	486	321
ODPISI FIN. NALOŽB +	0	0	0	0
ODH. FIN. OBVEZNOSTI. +	14.261	74.135	91.970	93.989
EBIT	109.528	255.861	99.656	340.588
EBIT x (1 - t) (t = 24-20%)	83.241	179.013	77.732	269.065
AM +	215.387	329.474	329.173	360.753
Δ OSNOVNA SREDSTVA -	598.846	575.921	277.637	24.332
Δ OBRATNA SREDSTVA -	342.289	457.589	- 219.200	- 58.651
FCFF	- 642.507	- 507.023	348.468	664.137

Tabela 4.2: Izračun stopnje reinvestiranja

	2007	2008	2009	2010	SUM
Δ OSNOVNA SREDSTVA	598.846	575.921	277.637	24.332	1.476.736
AM -	215.387	329.474	329.173	360.753	1.234.787
Δ OBRATNA SREDSTVA +	342.289	457.589	- 219.200	- 58.651	522.027
V. REINVESTIRANJA	725.748	704.036	- 270.736	- 395.072	763.976
EBIT x (1 - t) (t = 24-20%)	83.241	197.013	77.732	269.065	627.051

POVPREČNA STOPNJA REINVESTIRANJA KAPITALA = 1,218
POVPREČNI EBIT 2007 -2010 = 156.763

Tabela 4.3: Izračun ROC

	2007	2008	2009	2010	SUM
EBIT x (1 - t) (t = 24-20%)	83.241	197.013	77.732	269.065	627.050
KNJ. KAPITAL 1.1. LETA	2.415.285	3.712.706	4.350.372	4.400.806	14.879.169

ROC 2010%	6,11
POVPREČNI ROC % (2007 - 10)	4,21
PRIČAKOV. RAST EBIT % hg (RR X ROC)	5,13

Tabela 4.4: Izračun PV FCFF visoke rasti

ROC (hg)	4,2100%
RR (hg)	1,1218%
g (hg)	5,1300%
r (hg)	9,4700%

LETO	EBIT x(1-t) prevz	ST. REINV.	V. REINV.	FCFF	PV(r=9,47)
2010	269.065		327.721	-58.656	
2011	282.868	121,8	344.533	-61.665	- 56.330
2012	397.379	121,8	362.208	-64.829	- 54.097
2013	312.635	121,8	380.789	-68.154	- 51.952
2014	328.673	121,8	400.324	-71.651	- 49.893
2015	345.534	121,8	420.860	-75.326	- 47.893
VSOTA PVFCFF 31.12.2020					- 260.186

ZAKLJUČNA VREDNOST (sg): g=3,8%, ROC = r = 7,5% (panoga), RR=51%

FCFF ZAKL. 345534x1,038x(1- 0,51) =

Tabela 4.5: Izračun ocene vrednosti lastniškega kapitala

PV ZAKLJUČNE VREDNOSTI	3.021.382
VSOTA PV FCFF 31.12.2010	- 260.186
PV. OPERACIJ	2.761.196
NEPOSL	0
OBR. DOLG	- 2.209.664
DENAR	152
OCENA VRED. LAST. KAP. 31.12.2010	551.684

Tabela 4.6: Izračun ocene vrednosti lastniškega kapitala za analizo občutljivosti

Δ VREDNOSTI PRODAJE JE -10%

LETO	EBIT x(1 - t) prevzeto	FCFF	PV r=9,47
2011	151.817	-27.327	- 24.963
2012	159.605	-28.729	- 23.973
2013	167.793	-30.203	- 23.023
2014	176.401	-31.752	- 22.110
2015	185.450	-33.381	- 21.233
			- 115.302

K. VRED. $(185450 \times 1,0388 \times 0,49) / (0,075 - 0,038) = 2.549.285$

PV KV.	1.621.596,40
PV r=7,19	-115.302,10
OBR. DOLG	-2.209.664,00
DENAR	152
VREDNOST LAST. KAPITALA	-703.217,60

PRILOGA 5: Terminološki slovar

TERMINOLOŠKI SLOVAR

Arbitrage Pricing Model (APM) – Arbitražni model ocene stroškov lastniškega kapitala

Book Value (BV) – Knjigovodska vrednost

Bottom Up Beta – Sestavljena stopnja tveganja

Bussines Mix – Poslovni model

Capital Asset Pricing Model (CAPM) – Model ocene stroškov lastniškega kapitala

Credit Default Swap (CDS) – Posli kreditnih zamenjav

Discounted Cash Flow Waluation (DCF Waluation) – Vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov

Drug Sector – Panoga dejavnosti zdravil in medicinskih pripomočkov

Earning Before Interest and Taxes (EBIT) – Dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki

Earning Before Interest and After Taxes ($EBIT * (1 - t)$) - Dobiček iz poslovanja pred obrestmi in po davkih

Equity – Lastniški kapital

Free Cash Flow to Equity (FCFE) – Prosti denarni tok lastniškega kapitala

Free Cash Flow to Firm (FCFF) - Prosti denarni tok podjetja

Initial Public Offering – Javna prodaja delnic podjetja

Market Portfolio – Dobro razpršeno premoženje

Non cash Working Capital – Nedenarni obratni kapital

Noncontrolling Ownership Interest – Neobvladujoči lastniški delež

Minority Interest – Manjšinski lastniški delež

Operating Cash Flow – Denarni tok iz poslovanja

Price to Cash Flow (P/CF) – Mnogokratnik prostega denarnega toka

Price Earnings Ratio (P/E) – Mnogokratnik poslovnega izida

Price to Book Ratio (P/B) – Mnogokratnik knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala

Price to Sales (P/S) – Mnogokratnik prodajne realizacije

Return on Equity (ROE) – Donosnost lastniškega kapitala

Return on Capital (ROC) – Donosnost sredstev

Risk Free Rate – Netvegana donosnost

Terminal Value – Zaključna vrednost

Weighted Average Cost of Capital (WACC) – Tehtano povprečje stroškov kapitala