UNIVERZA V LJUBLJANI

FAKULTETA ZA MATEMATIKO IN FIZIKO

Finančna matematika – 1. stopnja

Klemen Hovnik

**Vrednotenje delnice družbe Gorenje d. d.**

**v kontekstu prevzema s strani**

**kitajske družbe Hisense**

Diplomsko delo

Ljubljana, 2019

UNIVERZA V LJUBLJANI

FAKULTETA ZA MATEMATIKO IN FIZIKO

Finančna matematika – 1. stopnja

Klemen Hovnik

**Vrednotenje delnice družbe Gorenje d. d.**

**v kontekstu prevzema s strani**

**kitajske družbe Hisense**

Diplomsko delo

Mentor: doc. dr. Matjaž Črnigoj

Ljubljana, 2019

**Vrednotenje delnice družbe Gorenje d. d. v kontekstu prevzema s strani kitajske družbe Hisense**

**Povzetek**

Glavna cilja diplomskega dela sta oceniti vrednost delnice družbe Gorenja, d. d., v letu 2017 ter raziskati, zakaj je kitajski investitor za eno delnico plačal dvakratnik njene cene. Ugotovil sem, da mora biti ocenjevalec pri vrednotenju podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov zelo pozoren pri napovedi prihodnjega poslovanja podjetja, saj že manjše razlike povzročijo velike spremembe v končni vrednosti kapitala. Po svojih izračunih sem ugotovil, da je bila v letu 2017 cena ene delnice podjetja Gorenje vredna 5,49 EUR, kar je dvakrat manj, kot je zanjo odštela družba Hisense. Ta je v sredini leta 2018 prevzela podjetje Gorenje z odkupom vseh delnic po ceni 12 EUR. Videli smo, da je precejšna razlika v ceni delnice, če njeno vrednost ocenjujemo glede na manjšinskega ali večinskega lastnika. Večinski lastnik bi namreč zaradi prevzema kontrole v podjetju lahko izkoristil dodatne donose oz. sinergije iz podjetja z optimizacijo stroškov ter spremembo poslovanja.

**Ključne besede**: vrednotenje delnice, diskontirani denarni tok, sinergije, analiza, kontrolna premija, Gorenje, Hisense

**Gorenje share valuation in the context of a takeover by Chinese company Hisense**

**Abstract**

The aim of this dissertation is to evaluate the value of Gorenje’s share in 2017 and to examine why the Chinese investor paid twice as much for the share. I came to a conclusion that when valuing a company using the discounted cash flow method, the appraiser needs to be very careful in predicting the future business of the company, since even minor differences can cause major changes in the final value of equity. According to my calculations, the value of equity per Gorenje's share was 5,49 EUR in 2017, which is half as many Hisense group paid for the share. In the mid – 2018 Hisense corporation took over Gorenje with the successful takeover bid of 12 EUR per share. Thus, we have seen that there is a significant difference in the price of a share, if it is determined by a minority or majority owner. The majority owner would be able to take control of the company and use the advantage of additional synergy returns from the company by optimizing costs and changing business operations.

**Math. Subj. Class. (2010):** 91G50

**Key words:** business evaluation, synergy, discounted cash flow, analysis, acquistion premium, Gorenje, Hisense

**Kazalo vsebine**

[1 Uvod 1](#_Toc18964852)

[2 Metode dela 1](#_Toc18964853)

[2.1 Metoda diskontiranih denarnih tokov 1](#_Toc18964854)

[2.1.1 Prosti denarni tok podjetju 2](#_Toc18964855)

[2.1.2 Sedanja vrednost 2](#_Toc18964856)

[2.1.3 Preostala vrednost 2](#_Toc18964857)

[2.1.4 Diskontna stopnja 3](#_Toc18964858)

[3 Predstavitev Skupine Gorenje 6](#_Toc18964859)

[3.1 Zgodovina in nastanek 6](#_Toc18964860)

[3.2 Gorenje danes 7](#_Toc18964861)

[3.3 Lastniška struktura 7](#_Toc18964862)

[3.4 Delnica GRVG 8](#_Toc18964863)

[4 Predstavitev panoge 8](#_Toc18964864)

[4.1 Analiza panoge, v kateri posluje Gorenje 9](#_Toc18964865)

[5 Analiza poslovanja Skupine Gorenje 9](#_Toc18964866)

[5.1 Prihodki od prodaje, stroški in dobiček 9](#_Toc18964867)

[5.1.1 Prihodki od prodaje 9](#_Toc18964868)

[5.1.2 Celotni stroški 10](#_Toc18964869)

[5.1.3 EBITDA marža 12](#_Toc18964870)

[5.2 Sredstva in neto obratni kapital 13](#_Toc18964871)

[5.3 Financiranje 15](#_Toc18964872)

[6 Napoved poslovanja Skupine Gorenje za ocenjevano obdobje in izračun FCFF 17](#_Toc18964873)

[6.1 Napoved poslovnih prihodkov 17](#_Toc18964874)

[6.2 Napoved odhodkov 18](#_Toc18964875)

[6.2.1 Stroški blaga materiala in storitev 18](#_Toc18964876)

[6.2.2 Stroški dela 18](#_Toc18964877)

[6.2.3 Drugi poslovni prihodki in odhodki 19](#_Toc18964878)

[6.3 Napoved investicij 19](#_Toc18964879)

[6.3.1 Investicije v osnovna sredstva 19](#_Toc18964880)

[6.3.2 Amortizacija 20](#_Toc18964881)

[6.3.3 Investicije v obratna sredstva 21](#_Toc18964882)

[6.4 Izračun FCFF 21](#_Toc18964883)

[7 Ocena diskontne stopnje 22](#_Toc18964884)

[8 Izračun vrednosti delnice po metodi diskontiranih denarnih tokov 23](#_Toc18964885)

[9 Ocena prevzemne premije 24](#_Toc18964886)

[9.1 Sinergijska vrednost 24](#_Toc18964887)

[9.2 Kontrolna premija 26](#_Toc18964888)

[10 Sklep 29](#_Toc18964889)

[11 Viri 30](#_Toc18964890)

**Kazalo slik**

[Slika 1: Lastniška struktura po državah 7](#_Toc18964891)

[Slika 2: Prihodki od prodaje Skupine Gorenje 10](#_Toc18964892)

[Slika 3: Rast prihodkov od prodaje 10](#_Toc18964893)

[Slika 4: Nabavna vrednost prodanega blaga 11](#_Toc18964894)

[Slika 5: Stroški materiala 11](#_Toc18964895)

[Slika 6: Stroški storitev 11](#_Toc18964896)

[Slika 7: Stroški dela 11](#_Toc18964897)

[Slika 8: Delež stroškov v prihodkih 12](#_Toc18964898)

[Slika 9: EBITDA marža 12](#_Toc18964899)

[Slika 10: Struktura dolgoročnih sredstev 13](#_Toc18964900)

[Slika 11: Investicije v osnovna sredstva 13](#_Toc18964901)

[Slika 12: Struktura kratkoročnih sredstev 14](#_Toc18964902)

[Slika 13: Neto obratni kapital 14](#_Toc18964903)

[Slika 14: Financiranje 15](#_Toc18964904)

[Slika 15: Delež kapitala v financiranju 15](#_Toc18964905)

[Slika 16: Delež dolga v financiranju 15](#_Toc18964906)

[Slika 17: Neto dolg na EBITDA 16](#_Toc18964907)

[Slika 18: Napoved prihodkov od prodaje 17](#_Toc18964908)

[Slika 19: Napoved stroškov blaga, materiala in storitev 18](#_Toc18964909)

[Slika 20: Strošek dela in število zaposlenih 19](#_Toc18964910)

[Slika 21: Napoved investicije v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva 20](#_Toc18964911)

[Slika 22: Amortizacija 20](#_Toc18964912)

[Slika 23: Investicije v obratni kapital 21](#_Toc18964913)

[Slika 24: Povečanje FCFF po prevzemu 26](#_Toc18964914)

[Slika 25: Povprečna štiritedenska prevzemna premija za Evropo 28](#_Toc18964915)

**Kazalo tabel**

[Tabela 1: Premija za majhnost podjetja 4](#_Toc18964916)

[Tabela 2: Število delničarjev in delnic 8](#_Toc18964917)

[Tabela 3: Tečaj delnice GRVG v EUR 8](#_Toc18964918)

[Tabela 4: FCFF za obdobje 2013–2022 21](#_Toc18964919)

[Tabela 5: Izračun diskontne stopnje 23](#_Toc18964920)

[Tabela 6: Diskontiran denarni tok 23](#_Toc18964921)

# Uvod

Vrednotenje podjetja je določanje vrednosti na določen dan, ki bi jo lahko zahtevali za podjetje v primeru, da bi prišlo do prodaje. Vrednost se ocenjuje na podlagi preteklih finančnih podatkov, ki jih dobimo iz letnih poročil podjetja. Pred vrednotenjem je zato dobro temeljito spoznati podjetje ter pregledati letna poročila, da v njih razumemo, kako so predstavljene posamezne postavke.

Namen diplomskega dela je preučiti in predstaviti način vrednotenja po metodi diskontiranih denarnih tokov ter te teoretične osnove uporabiti na primeru delnice družbe Gorenje. Izbira podjetja je temeljila na podlagi aktualnosti, saj je družba bila v zadnjem letu nemalokrat omenjena v medijih zaradi informacij o prevzemu s strani kitajskega investitorja.

Naš cilj je izračunati tržno vrednost delnice družbe Gorenje, d. d., na dan 31. 12. 2017 in tako ugotoviti, ali je podjetje na trgu realno ocenjeno ali je morda podcenjeno oz. precenjeno. Konec leta 2017 je vodstvo Skupine Gorenje izdalo razpis z željo pridobitve novih strateških partnerjev. Na koncu je bilo podjetje Gorenje kupljeno s strani kitajskega proizvajalca izdelkov za dom, družbe Hisense Luxembourg Home Appliance Holding. Ta je za eno delnico podjetja Gorenje odštela dvakratnik cene, ki je takrat kotirala na borzi in tako plačala 12 EUR na delnico.

Dejavnike in razloge, ki so vplivali na investitorja, da je plačal tako visoko ceno za delnico, bomo iskali v zadnjem delu diplomske naloge. Poskušali bomo najti sinergije, ki so motivirale prevzemnika za odločitev, ter razložiti pribitek na tržno vrednost delnice v smislu kontrolne premije.

# Metode dela

Na grobo poznamo tri načine ocenjevanja vrednosti premoženja. Prvi je na donosu zasnovan način, drugi je način tržnih primerjav ter tretji na sredstvih zasnovan način (Praznik B., 2004, str. 39). Metoda, po kateri bomo vrednotili delnico družbe Gorenja, d. d., spada v prvi način, ki je zasnovan na donosu.

## Metoda diskontiranih denarnih tokov

Po metodi diskontiranih denarnih tokov je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih denarnih tokov, ki jih naložba zagotavlja imetniku. Pri tem se vsak denarni tok diskontira na sedanjo vrednost (Praznik B., 2004, str. 69). V praksi je to ena izmed najpogosteje uporabljenih metod. Velja za teoretično najbolj korektno metodo, saj zajema sedanjo vrednost vseh uresničenih prihodnjih donosov. Kljub teoretični ustreznosti je v praksi problematična, saj je v večji meri odvisna od subjektivnih ocen ocenjevalca. Določiti je namreč treba donos na koncu vsakega leta ter diskontno stopnjo. Vsi ti podatki občutno vplivajo na končno vrednost, kar pomeni, da ob majhnih odstopanjih dobimo zelo različne vrednosti.

### Prosti denarni tok podjetju

Za donos, ki se ga uporablja pri izračunu vrednosti, vzamemo prosti denarni tok podjetju (v nadaljevanju FCFF).[[1]](#footnote-1) To je denarni tok, ki ostane v podjetju po poplačilu vseh obveznosti. Tega dobimo tako, da dobiček iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT) zmanjšamo za davek na dobiček, prištejemo amortizacijo in odštejemo vse investicije, tj. naložbe, v osnovna sredstva in obratni kapital (Damodaran A., 2001, str. 133):[[2]](#footnote-2)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (1) |

### Sedanja vrednost

Vrednost, ki izhaja iz FCFF iz napovednega obdobja, imenujemo sedanja vrednost (v nadaljevanju PV).[[3]](#footnote-3) Izračunamo jo tako, da vsak čisti denarni tok diskontiramo z ustrezno diskontno stopnjo (Damodaran A., 2012, str. 14):

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (2), |

kjer je

|  |  |
| --- | --- |
| *PV* | *sedanja vrednost* |
| *FCFFt* | *prosti denarni tok podjetju v času t* |
| *N* | *število let napovedovanja* |
| *R* | *diskontna stopnja* |

### Preostala vrednost

Pri ocenjevanju vrednosti naložb v lastniški kapital podjetij predpostavljamo, da trajajo v neskončnost. Ker donosov ne moremo oz. bi bilo tudi nesmiselno napovedati v neskončnost, jih običajno napovemo za obdobje treh do deset let. Pri izračunu vrednosti zato ločimo dve obdobji, in sicer obdobje napovedi, katero vrednost izračunamo po enačbi (2), ter obdobje po napovedanem obdobju. Preostala vrednost naložbe (v nadaljevanju TV) je vrednost, ki jo dobimo iz denarnega toka po napovednem obdobju.[[4]](#footnote-4) Ker pa je te denarne tokove težje oceniti, si pomagamo z modelom za izračun preostale vrednosti, ki namesto eksplicitnega izračuna denarnih tokov upošteva pričakovano rast denarnih tokov.*[[5]](#footnote-5)* V praksi se najpogosteje predpostavi, da pričakovana stopnja rasti znaša nekje med 0 in 2 % (Bojan Praznik, 2004, str. 39). Ko izračunamo preostalo vrednost, jo moramo še diskontirati z ustrezno diskontno stopnjo ter upoštevati število let konkretne napovedi.

Preostalo vrednost izračunamo kot:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (3), |

kjer je

|  |  |
| --- | --- |
| *TV* | *preostala vrednost* |
| *FCFFt* | *prosti denarni tok podjetju v času t* |
| *G* | *konstantna rast FCFF* |
| *R* | *diskontna stopnja* |

### Diskontna stopnja

Ključni del vrednotenja je določitev primerne zahtevane stopnje donosa, po kateri bomo diskontirali denarne tokove. Ta mora izražati tako časovno vrednost denarja kot tudi tveganje. Ocenimo jo kot tehtano povprečje stroškov kapitala (v nadaljevanju WACC).[[6]](#footnote-6) V nadaljevanju bomo namesto oznake *r* uporabljali oznako *WACC*:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (4), |

kjer je

|  |  |
| --- | --- |
| *WACC* | *tehtano povprečje stroškov kapitala* |
| *kL* | *strošek lastniškega kapitala* |
| *kD* | *strošek dolžniškega kapitala* |
| *WL* | *delež lastniškega kapitala v podjetju* |
| *WD* | *delež dolžniškega kapitala v podjetju* |

WACC je vsota stroškov celotnega kapitala, pri čemer vsako skupino stroškov obtežimo z njenim deležem v sestavi celotnega kapitala. Delež lastniškega kapitala dobimo tako, da vrednost lastniškega kapitala delimo s celotnim kapitalom podjetja. Analogno naredimo tudi za delež dolžniškega kapitala.

**Strošek lastniškega kapitala** ocenimo s CAPM modelom, ki ga izračunamo na sledeč način (Damodaran A., 2001, str. 167):[[7]](#footnote-7)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (5), |

kjer je

|  |  |
| --- | --- |
| *kL* | *ocena zahtevanega donosa lastniškega kapitala* |
| *rf* | *stopnja donosa v netvegano naložbo* |
| *rm* | *stopnja donosa lastniškega kapitala* |
| *rm - rf* | *tržna premija za tveganje* |
|  | *beta koeficient - mera posebnega tveganja naložbe* |

Stopnja donosa v netvegano naložbo po navadi temelji na stopnji donosa državnih obveznic. Državne obveznice vzamemo, ker so te visoko likvidne, tveganje za neplačilo pa je zelo nizko (Damodaran A., 2001, str. 188). Ker je trenutno stanje donosnosti zaradi ničelnih obresti zelo slabo in v prihodnosti ni nujno, da bodo obresti ostale tako nizke, smo namesto državnih obveznic vzeli *rf* s spletne strani Duff and Phelps, kjer so izračunali ameriško normalizirano netvegano stopnjo donosa (ang. – normalized risk-free rate) v višini 3,5 %.[[8]](#footnote-8)

Razliko med stopnjo donosa lastniškega kapitala in netvegano naložbo nam predstavlja tržna premija za tveganje, ki jo investitorji zahtevajo za vlaganje v lastniški kapital podjetja namesto v netvegane vrednostne papirje. Tržno premijo za tveganje smo prevzeli iz podatkov iz spletne strani Damodaran, kjer so na mesečni ravni objavljeni podatki o implicitni stopnji tržne premije za tveganje.[[9]](#footnote-9) Ta je izračunana kot razlika med povprečnim donosom indeksa S&P 500 za preteklih 12 mesecev glede na 20-letno netvegano stopnjo donosa.[[10]](#footnote-10) Tako smo dobili tržno premijo za tveganje v višini 5,19 %.

K izračunu stroška lastniškega kapitala po CAPM modelu se dodatno upoštevajo še razne prilagoditve oz. nesistematična tveganja. Sem spadajo tveganje za majhnost podjetja, deželna tveganja in druga specifična tveganja. Pri določitvi premije za majhnost podjetja smo izhajali iz podatkov Duff & Phelps za leto 2017, ki premijo za majhnost podjetja delijo v tri kategorije glede na velikost družbe oz. tržne kapitalizacije. Ta pomeni skupno tržno vrednost vseh delnic podjetja, ki se izračuna tako, da se tržna vrednost delnice pomnoži s številom vseh delnic podjetja.

Tabela : Premija za majhnost podjetja

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Tip podjetja** | **Tržna kapitalizacija** | **Premija** |
| Velike družbe | 2.392.689 USD – 10.711.194 USD | 1,02 % |
| Srednje družbe | 569.279 USD – 2.390.899 USD | 1,75 % |
| Majhne družbe | 2.516 USD – 567.843 USD | 3,67 % |

Vir: Duff & Phelps, Valuation Handbook 2017

Tveganje, ki je povezano s političnim sistemom in stabilnostjo neke države, imenujemo deželno tveganje. Sem spadajo pribitki zaradi regulacije s strani države, ki lahko omejujejo podjetja pri ustvarjanju večjih donosov. Deželna tveganja se razlikujejo od vsake države posebej. Vrednost premije smo prevzeli s spletne strani Damodaran online, kjer so izračunane vrednosti deželnega tveganja za vsako državo posebej. Tako smo za premijo deželnega tveganja Slovenije upoštevali 2,22 %. Premije za specifična tveganja nismo vključili, saj so ta odvisna od specifičnih lastnosti podjetja, ki jih v našem primeru nismo obravnavali.

Koeficient beta izraža mero sistematičnega tveganja, ki pove, kako je z gibanjem trga povezana donosnost posamezne naložbe. Beta koeficient, ki je večji od ena, nam pove, da je naložba v kapital podjetja bolj tvegana od povprečnega tveganja na trgu. Če je beta manjša od ena, velja ravno obratno. Za koeficient beta uporabimo beta z zadolženostjo, saj je obravnavano podjetje Gorenje zadolženo. Koeficient izračunamo po naslednji enačbi:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (6), |

kjer je

|  |  |
| --- | --- |
| *L* | *beta z zadolženostjo (ang. levered beta)* |
| *U* | *beta brez zadolženosti (ang. unlevered beta)* |
| *T* | *efektivna davčna stopnja* |
|  | *razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom podjetja* |

Koeficicient beta brez zadolženosti smo dobili s spletne strani Damodaran online.[[11]](#footnote-11) Izbrali smo neuteženo beto za Evropska podjetja v panogi bele tehnike oz. ang. – *Household product*. Za to področje znaša beta koeficient brez zadolženosti 0,72. Vrednost dolžniškega kapitala predstavlja 53,69-odstotni delež v celotnem financiranju Skupine Gorenje. Ostalih 46,31 % pripada lastniškemu kapitalu.

Po enačbi (6) smo tako izračunali beto z zadolženostjo in dobili 1,40, kar pomeni, da je naložba v Skupino Gorenje bolj tvegana od povprečnega podjetja na trgu.

**Strošek dolžniškega kapitala** dobimo tako, da povprečno obrestno mero podjetja prilagodimo za efektivno davčno stopnjo (Damodaran A., 2001, str. 578):

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (7), |

kjer je

|  |  |
| --- | --- |
| *kD* | *ocena stroška dolžniškega kapitala* |
| *rPOVP* | *povprečna obrestna mera podjetja* |
| *T* | *efektivna davčna stopnja* |

Sedaj, ko imamo razložene vse komponente za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala, lahko zapišemo še končno formulo za izračun vrednosti podjetja (Damodaran A., 2001, str. 386):

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (8), |

kjer je

|  |  |
| --- | --- |
| *V* | *vrednost podjetja* |
| *PV* | *sedanja vrednost* |
| *TV* | *preostala vrednost* |
| *FCFFt* | *prosti denarni tok podjetju v času t* |
| *n* | *število let napovedovanja* |
| *WACC* | *tehtano povprečje stroškov kapitala* |
| *g* | *konstantna rast FCFF* |

S to formulo dobimo vrednost celotnega kapitala v podjetju. Ker nas zanima vrednost naložbe za morebitnega investitorja, potrebujemo le vrednost lastniškega kapitala (v nadaljevanju VL). To dobimo tako, da od vrednosti *V*, ki smo jo izračunali, odštejemo neto dolg podjetja, pri čemer neto dolg predstavlja vsoto kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti zmanjšanih za denarna sredstva.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | ) | (9) |

Ceno delnice iz vrednosti lastniškega kapitala dobimo tako, da VL delimo s številom vseh delnic:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | (10) |

# Predstavitev Skupine Gorenje

## Zgodovina in nastanek

Podjetje Gorenje je bilo ustanovljeno leta 1950 in je do danes postalo eden izmed vodilnih proizvajalcev izdelkov za dom v Evropi. Podjetje se je v povojnih časih v vasi Gorenje razvilo iz obrtne delavnice z desetimi zaposlenimi, kjer so proizvajali kmetijske stroje. Leta 1958 so podjetje preselili v Velenje, kjer so začeli z izdelavo prvih štedilnikov na trda goriva. Podjetje se je preimenovalo v Gorenje, Tovarna gospodinjske opreme, Velenje. Z izgradnjo novih prostorov je z razširitvijo proizvodnje štedilnikov še na hladilnike in pralne stroje sledila usmeritev v panogo bele tehnike. Vedno večja vlaganja v razvoj so pripomogla k neprestanemu širjenju poslovanja, ki je Gorenje pripeljalo do stanja, v katerem je danes (Šest desetletij Gorenja, 2010).

## Gorenje danes

Danes se Skupina Gorenje osredotoča na osnovno dejavnost izdelkov in storitev za dom, kjer so prejeli že številne nagrade za inovativnost za svoje izdelke. Je delniška družba z osnovnim kapitalom v višini 101.415.882,14 EUR. Skupina je eden izmed največjih slovenskih izvoznikov, saj 95 % svojih prihodkov ustvari na globalnem trgu. Njeni ključni trgi so v Rusiji, na Nizozemskem, v Nemčiji, Sloveniji, Skandinaviji, Srednji in Jugovzhodni Evropi ter v ZDA in Avstraliji, kjer so v letu 2017 skupno ustvarili 1,31 milijarde EUR prihodkov. Večinska proizvodnja poteka v Sloveniji, del pa tudi na Češkem in v Srbiji (Letno poročilo Skupine Gorenje 2017).

Večinski lastnik Skupine Gorenje je v letu 2018 postala kitajska družba Hisense Luxembourg Home Appliance Holding, ki je eden izmed najprodornejših svetovnih proizvajalcev gospodinjskih aparatov in elektrotehnike.[[12]](#footnote-12)

## Lastniška struktura

Na *Sliki* 1 lahko vidimo lastniško strukturo po državah na dan 31. 12. 2017, iz katere je razvidno, da imajo največji del Gorenja v lasti slovenski delničarji, za njimi Hrvaška (15 % delež) ter Združene države Amerike (13 %).

Slika : Lastniška struktura po državah

Vir: Letno poročilo Skupine Gorenje 2017

## Delnica GRVG

Na dan 31. 12. 2017 je bilo v delniško knjigo vpisanih 12.247 delničarjev, kar predstavlja 8,7-odstotno zmanjšanje števila delničarjev v primerjavi s koncem leta 2016 oz. 30-odstotno zmanjšanje po letu 2013. Število delnic se je od leta 2013 povečalo za 11 %.

Tabela : Število delničarjev in delnic

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** |
| Število izdanih delnic | 22.104.427 | 24.424.613 | 24.424.613 | 24.424.613 | 24.424.613 |
| Število lastnih delnic | 121.311 | 121.311 | 121.311 | 121.311 | 121.311 |
| Število delničarjev | 17.438 | 17.000 | 16.248 | 13.415 | 12.247 |

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje 2013 – 2017

Knjigovodska vrednost delnice Gorenja z oznako GRVG je na dan 31. 12. 2017 znašala 15,13 EUR in je izračunana kot razmerje med knjigovodsko vrednostjo kapitala družbe Gorenje, d. d., in številom izdanih delnic, brez lastnih delnic.

Tabela : Tečaj delnice GRVG v EUR

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| V EUR | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** |
| Zaključni tečaj delnice | 4,20 | 5,62 | 4,60 | 6,00 | 5,10 |
| Najnižja vrednost v letu | 3,80 | 3,96 | 3,85 | 4,10 | 5,10 |
| Najvišja vrednost v letu | 4,62 | 7,20 | 6,30 | 9,15 | 7,25 |
| Knjigovodska vrednost delnice | 17,32 | 15,65 | 15,14 | 15,40 | 15,13 |

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje 2013–2017

# Predstavitev panoge

Panoga bele tehnike je industrijska dejavnost, ki se ukvarja s proizvodnjo električnih aparatov za pomoč v gospodinjstvu. Sem spadajo majhni gospodinjski aparati, veliki gospodinjski aparati, kot so pečice, pralni stroji, hladilniki, ter domača elektronika, kamor uvrščamo izdelke za osebno nego, televizijski sprejemniki itd.

Panoga se je začela razvijati v dvajsetem stoletju, občuten razcvet pa je dosegla v zadnjih 20 letih, skupaj s tehnološkim napredkom. Vse višji življenjski standard, večji dohodek potrošnikov ter želja po udobju spodbujajo potrošnike v nakup novejših, tehnološko bolj naprednih aparatov, kar posledično krepi povpraševanje na trgu gospodinjskih aparatov. Industrija je v večji meri ekološko ozaveščena in se tako osredotoča na energetsko čim bolj varčne in učinkovite optimizacije, kar v kombinaciji z inovativnimi funkcijami in estetskimi dizajni ponuja možnost za rast trga tudi v prihodnje (Home appliance market size, 2015).

Industrija je predvsem odvisna od makroekonomskega položaja ekonomije, zato je bila v času po krizi panoga zelo prizadeta, saj je zaradi krize upadlo povpraševanje potrošnikov zaradi pomanjkanja zaupanja v gospodarstvo. Na zaupanje uporabnikov vpliva njihov finančni položaj, gospodarska rast, stopnja brezposelnosti ter napovedi za prihodnost. Povpraševanje se je v zadnjih nekaj letih z gospodarsko rastjo zopet začelo izboljševati ter je trenutno na dobri poti, kjer prodaja narašča.

## Analiza panoge, v kateri posluje Gorenje

Za lažjo in bolj natančno napoved poslovnih prihodkov in odhodkov Skupine je dobro poznati, kakšna so predvidevanja za panogo, v kateri podjetje deluje. Pri napovedi panoge bele tehnike smo si pomagali z raziskovalnim podjetjem Allied Market Research, ki ponuja poslovne vpoglede in tržna poročila velikih in majhnih podjetij ter panog, v kateri delujejo.[[13]](#footnote-13) V poročilu, ki je bilo izdano v letu 2017, napovedujejo tržno napoved panoge bele tehnike za obdobje od 2018 do 2025. Prepričani so, da bo nenehna gospodarska rast v naslednjih letih še bolj povečala trg bele tehnike. Po njihovih podatkih je panoga v letu 2017 globalno zagotovila 501,532 milijonov ameriških dolarjev v gospodarski dejavnosti. Do leta 2025 naj bi ta vrednost narastla na 763,451 milijonov ameriških dolarjev, kar predstavlja 5,4-odstotno povprečno letno stopnjo rasti. Pričakovana rast je posledica rasti števila gospodinjstev, ki povprašujejo po tehnološko čim bolj naprednimi in hkrati energetsko varčnimi izdelki. Podjetja v tej panogi lahko pričakujejo, da se bo njihova letna prodaja povečevala sorazmerno z rastjo panoge.

# Analiza poslovanja Skupine Gorenje

V tem razdelku bomo analizirali preteklo poslovanje Skupine Gorenje v obdobju 2013–2017. Vsi podatki so bili pridobljeni iz letnih poročil Skupine. Poslovanje lahko bolje analiziramo, če si za primerjavo izberemo eno ali več primerljivih podjetij, ki delujejo v isti panogi. Skupino Gorenje bomo primerjali s podjetjem Electrolux. Electrolux je ena izmed vodilnih družb v panogi gospodinjskih aparatov in aparatov za profesionalno rabo. Proda več kot 60 milijonov izdelkov v več kot 150 držav ter združuje 56.000 zaposlenih. Ključna trga sta Severna Amerika s 35-odstotnim deležem ter Evropa s 30-odstotnim deležem prodaje (Letno poročilo Skupine Electrolux, 2017).

## Prihodki od prodaje, stroški in dobiček

### Prihodki od prodaje

Prihodki Skupine Gorenje so se v zadnjih dveh letih začeli bistveno povečevati v primerjavi s prejšnjim letom, ko je še vladalo s krizo zaznamovano obdobje. Tako so se prihodki od prodaje, ki so leta 2013 znašali 1,253 mrd EUR, povečali na 1,310 mrd EUR v letu 2017. Rast je bila posledica širitev na trge zunaj Evrope, prilagajanje prodajnega programa posameznim trgom ter gospodarska rast na trgih, kjer Gorenje prodaja svoje izdelke.

Če primerjamo rast prihodkov od prodaje Skupine Gorenje in družbe Electrolux, lahko na *Sliki* 3 vidimo, da si je Electrolux po krizi hitreje opomogel, saj deluje na trgih, ki so prej okrevali od krize. Največje povečanje prodaje je zabeležil v Veliki Britaniji že po letu 2014, medtem ko Gorenju trg Velike Britanije predstavlja le 1,1-odstotni delež prodaje, zato ni bilo občutnih sprememb. Po tem letu je prišlo do gospodarske rasti tudi v državah, ki so ključne za Gorenje, zato so prihodki od prodaje začeli naraščati.

|  |  |
| --- | --- |
| Slika : Prihodki od prodaje Skupine Gorenje | Slika : Rast prihodkov od prodaje |

### Celotni stroški

V obdobju od 2013 do 2017 je **nabavna vrednost prodanega blaga** sorazmerno narastla iz 215,8 mio na 261,6 mio EUR, kar predstavlja povečanje iz 17,40 na 19,97 % prihodkov od prodaje, zaradi višjih cen in boljše kakovosti blaga.

Na drugi strani se je delež **stroška materiala** v odvisnosti od prihodkov po letu 2015 začel zmanjševati. Glede na leto 2016 je bil ta delež v letu 2017 nižji za 0,5 odstotne točke, in sicer je znašal 37,84 % prihodkov od prodaje, kar predstavlja 489,111 mio EUR, predvsem zaradi optimizacij, učinkovitih pogajanj, pravočasnih zakupov surovin ter prilagajanja nabavnih virov, s čimer so v veliki meri nevtralizirali rast cen surovin in materialov na globalnih trgih. Trend se je v drugi polovici leta začel slabšati, kar je vplivalo na slabšo ekonomiko poslovanja.

|  |  |
| --- | --- |
| Slika : Nabavna vrednost prodanega blaga | Slika : Stroški materiala |

**Stroški storitev** so v obdobju 2013–2017 variirali med 16,5 ter 17,6 % prihodkov od prodaje. V letu 2017 so se povišali za 6,8 % in so znašali 230,70 mio EUR, kar je posledica visoke rasti poslovnih aktivnosti na področju ekologije in gostinstva ter z izvedbo raznih projektov na področju medicine, ekologije itd. Stroški storitev vključujejo tudi marketinške storitve, ki jih povečujejo z namenom zagotavljanja dolgoročnih konkurenčnih sposobnosti Skupine.

**Stroški dela** so leta 2017 znašali 249 mio EUR in so bili za 13,7 mio EUR višji kot v letu 2016, kar je posledica večjega povprečnega števila zaposlenih v proizvodnji, zaradi slabše produktivnosti ob uvajanju novih generacij izdelkov, raznih dodatkov za skupno delovno dobo, stalnosti in napredovanj ter višjih izplačanih letnih nagrad in odpravnin. Zaradi letnih nagrad in odpravnin se je skupno povečal tudi strošek dela na delavca, ki se je iz 21,61 tisoč EUR povečal na 22,56 tisoč EUR.

|  |  |
| --- | --- |
| Slika : Stroški storitev | Slika : Stroški dela |

Primerjajmo še delež celotnih stroškov Skupine Gorenje (tj. če seštejemo vse zgoraj omenjene stroške) in družbe Electrolux. Na *Sliki* 8 lahko vidimo, da Skupina Gorenje bolje obvladuje svoje stroške, saj ti v povprečju predstavljajo 93 % prihodkov, medtem ko pri Electrolux predstavljajo 95 % prihodkov od prodaje. Vredno je omeniti, da so v Electroluxu od leta 2015 dalje začeli z optimizacijo stroškov. Ravno obratno se je zgodilo v Gorenju, saj so v primerjavi s prejšnjim letom delež stroškov povečali. To je razlog predvsem večjih stroškov storitev, ki so bili glede na leto 2014 višji za en odstotek oz. za 2,1 mio EUR. Povečanje je nastalo zaradi večjega vlaganja v pospeševanje prodaje, kar se je izkazalo za učinkovit pristop povečanja prodaje. Prav tako so se stroški povečali zaradi višjih stroškov dela, ki so se dvignili za 1,3 %, kar je posledica povečanega obsega naročil, zaradi česar so zaposlili dodatnih 150 delavcev.

Slika : Delež stroškov v prihodkih

### EBITDA marža

EBITDA marža predstavlja razmerje med EBITDA in prihodki od prodaje.[[14]](#footnote-14) Na *Sliki* 9 je razvidno, da je do leta 2016 Skupina Gorenje bolje obvladovala to razmerje kot Electrolux in ga ohranjala povprečno na 6 % prihodkov od prodaje. Po letu 2015 se je Elektroluxu EBITDA marža močno izboljšala, saj so začeli z optimizacijo stroškov, medtem ko se pri Gorenju kljub povečani prodaji marža ni spremenila.

Slika : EBITDA marža

## Sredstva in neto obratni kapital

Na *Sliki* 10 lahko vidimo, da največji delež dolgoročnih sredstev predstavljajo opredmetena osnovna sredstva. To je za podjetja, ki delujejo v industrijski dejavnosti, popolnoma normalno, saj imajo v lasti večje tovarne in proizvodnje stroje, ki jim omogočajo proizvodnjo svojih izdelkov. Prav tako je pričakovan visok delež neopredmetenih sredstev, saj imajo takšna podjetja številne raziskovalne in razvojne centre, s čimer si zagotavljajo, da so njihovi izdelki čim bolj tehnološko dovršni.

Slika : Struktura dolgoročnih sredstev

Ker osnovna sredstva predstavljajo največji delež dolgoročnih sredstev, si poglejmo še investicije v osnovna sredstva, ki zajemajo nakup opredmetenih ter neopredmetenih osnovnih sredstev. Te so v letu 2017 znašala 75,7 mio EUR in so bila za 7,5 mio EUR nižja kot v letu 2016, zaradi dezinvestiranja poslovno nepotrebnega premoženja. Vseh vlaganj v opredmetena sredstva je bilo za 50 mio EUR, pri čemer so največji del, v višini 39,7 mio EUR, namenili za vlaganja v tehnološko opremo, pretežno pri razvoju novih izdelkov. Ostalih 25 mio EUR investicijskih vlaganj se nanaša na nematerialne naložbe, kjer pretežni del predstavljajo vlaganja v razvoj novih izdelkov in stroške razvijanja.

Slika : Investicije v osnovna sredstva

Slika : Struktura kratkoročnih sredstev

Iz strukture kratkoročnih sredstev vidimo, da največji delež predstavljajo zaloge in terjatve do kupcev. Zaloge predstavljajo izdelki, ki jih proizvedejo vnaprej in jih nato postopoma prodajajo. Povečane terjatve do kupcev so razlog, da izdelki ob nakupu po navadi še niso plačani, ampak šele v določenem roku. Ti dve komponenti sta del obratnega kapitala podjetja, ki poleg teh dveh zajema še vrednost denarja ter ostalih kratkoročnih sredstev, zmanjšanih za ostale kratkoročne obveznosti ter obveznosti do dobaviteljev. Iz *Slike* 13lahko vidimo, da je Skupina od leta 2013 vse več pozornosti posvetila optimizaciji obratnega kapitala, predvsem z boljšim obvladovanjem zalog gotovih izdelkov, terjatvami do kupcev ter obveznostmi do dobaviteljev. To je zelo dobro, saj je z vidika denarnih tokov najboljše dosegati čim nižje vrednosti neto obratnega kapitala, ker ta znižuje denarni tok.

Slika : Neto obratni kapital

## Financiranje

Podjetje se lahko financira na dva načina. Prvi je financiranje z lastniškim kapitalom, tj. z izdajo delnic, drugi pa financiranje z dolžniškim kapitalom oz. s posojil bank. Kljub temu da je lastniško financiranje manj tvegano, je hkrati tudi manj ugodno od dolžniškega financiranja, zato je najbolj optimalno, da ima podjetje sorazmeren delež dolžniškega in lastniškega kapitala. Skupina Gorenje je v obdobju po letu 2013 ohranjala podobno razmerje med obema vrstama financiranja. V povprečju dolžniško financiranje predstavlja 51 %, lastniško pa 49 %.

Slika : Financiranje

Da bomo lažje razumeli, ali je takšna struktura financiranja dobra, si za primerjavo poglejmo financiranje družbe Electrolux. Skupina Gorenje ima v povprečju 33% delež kapitala od vseh obveznosti, kar je skoraj 10 % več kot pri Electroluxu, zato je iz stališča upnikov Gorenje manj tvegano podjetje, ravno obratno pa velja za lastnike.

|  |  |
| --- | --- |
| Slika : Delež kapitala v financiranju | Slika : Delež dolga v financiranju |

Tudi delež dolga pri Gorenju predstavlja 33 % vseh obveznosti, medtem ko je zadolženost podjetja Electrolux v povprečju manjša. Kljub večjemu deležu lastniškega kapitala Gorenje zaradi visokega deleža dolga v financiranju tudi s stališča upnikov ni manj tvegano podjetje. To lahko vidimo iz *Slike* 16, ki predstavlja razmerje med vsoto kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti z vrednostjo celotne pasive.

Zaradi visoke zadolženosti si poglejmo še kazalnik med dolgom in EBITDA. To je finančni kazalnik, ki primerja neto zadolženost podjetja z ustvarjenim dobičkom pred amortizacijo. Kazalnik ocenjuje sposobnost odplačevanja dolga v prihodnosti ob predpostavki, da se ohrani enak obseg poslovanja. Večja kot je vrednost kazalnika, manjša je sposobnost odplačevanja dolga ter obenem pomeni večjo mero tveganja za investitorje (Finančni slovar, Neto dolg na EBITDA).

Iz *Slike* 17 vidimo, da ima Skupina Gorenje zelo visoko vrednost kazalnika, kar pomeni, da bo v prihodnosti s težavo odplačevala svoje obveznosti, hkrati pa ne bo zmožna pridobivati novih finančnih virov, ki so ključni za rast in razvoj podjetja. Za razliko Electrolux bolje obvladuje svoj neto dolg, saj ohranja kazalnik pri manjših vrednostih. Četudi je v letu 2014 vrednost kazalnika močno narastla, to ne predstavlja problema, ker je bila to enkratna zadolžitev podjetja, ki so jo poravnali že naslednje leto.

Slika : Neto dolg na EBITDA

Zaključimo lahko s sklepom, da poslovanje Skupine Gorenje ni idealno. S primerjavo smo videli, da je poslovanje Gorenja precej slabše od Electroluxa. Največjo težavo predstavlja slabo financiranje, saj je delež dolžniškega financiranja zelo visok, kar lahko v prihodnosti predstavlja problem, če se prodaja Gorenja ne bo izboljšala. Iz kazalnika neto dolg na EBITDA smo videli, da je delež dolga v primerjavi s prodajo zelo visok, kar tako upnikom kot tudi lastnikom daje negativne signale. Zaradi tega lahko ima podjetje v bodočnosti težave s pridobivanjem finančnih virov, ki so pa ključni za nadaljnjo poslovanje Skupine.

# Napoved poslovanja Skupine Gorenje za ocenjevano obdobje in izračun FCFF

Za obdobje ocenjevanja smo izbrali dobo petih let, od 2018 do 2022. Za to obdobje bomo izračunali FCFF, zato moramo napovedati poslovni izid v nadaljnjih petih letih, določiti diskontno stopnjo, po kateri se bodo denarni tokovi diskontirali, ter določiti preostalo vrednost podjetja, saj je pričakovano, da bo podjetje po preteku ocenjevanega obdobja še vedno poslovalo.

## Napoved poslovnih prihodkov

Iz letnih poročil Skupine je razvidno, da v letu 2018 pričakujejo 1,4 % rast prihodkov glede na prejšnje leto oz. načrtujejo prihodke od prodaje v višini 1,328 mrd EUR. Napovedana rast je v največji meri posledica povečane prodaje inovativnih in premijskih aparatov ter nadaljnje širitve na trge zunaj Evrope. Posledično je napovedana tudi rast kosmatega donosa iz poslovanja. Za to rast je razlog tudi nadaljnja optimizacija zalog gotovih izdelkov. Pričakovana rast prihodkov je tudi posledica pričakovanega povečanja stroškov materialov, zaradi česar bodo dvignili cene končnih izdelkov. Skupina hkrati v strateškem načrtu do leta 2020 napoveduje prihodke od prodaje v višini 1,56 mrd EUR, kar predstavlja 17-odstotno rast glede na leto 2018 oz. 6-odstotno letno rast od leta 2017 dalje.[[15]](#footnote-15) V tem načrtu, ki je bil izdelan v letu 2015, Skupina predpostavlja večjo rast prihodkov, kot je napoved rasti v panogi. Prav zato tega podatka nismo upoštevali, saj se po pregledu preteklih podatkov to ne usklajuje s poslovanjem Skupine Gorenje. Za rast prihodkov od prodaje smo upoštevali nižjo stopnjo rasti, ki bi bila glede na preteklo poslovanje bolj pričakovana.

Slika : Napoved prihodkov od prodaje

## Napoved odhodkov

### Stroški blaga materiala in storitev

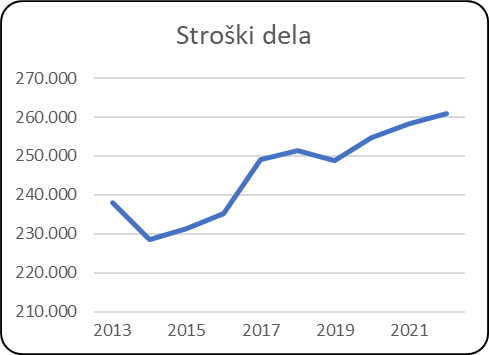
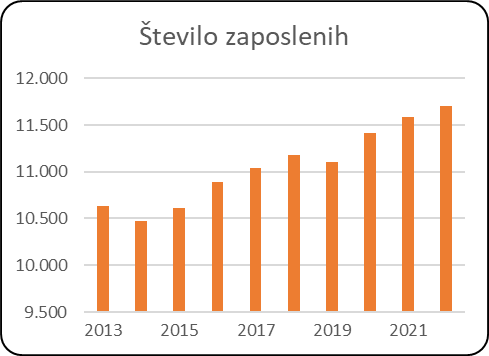
Stroške blaga, materiala in storitev smo napovedali v odvisnosti od prihodkov od prodaje. V prihodnje pričakujemo višje cene materialov, zato smo za prihodnje obdobje napovedali nekoliko višji delež stroška materiala s prihodki, in sicer smo 37,30-odstotni delež zvišali na 37,50 %. Enako smo storili za nabavno vrednost, saj se zaradi višjih cen dvigujejo končne cene izdelkov. Ta strošek smo iz 19,97 % povečali na 20 %. Stroške storitev smo v ocenjevanem obdobju ohranili na enaki povprečni stopnji kot v preteklem petletju, ki je znašala 17,17 % prihodkov od prodaje.

Slika : Napoved stroškov blaga, materiala in storitev

### Stroški dela

Skupina si prizadeva za zniževanje stroškov dela, kar skuša doseči z vključevanjem vse več zaposlenih v izobraževanja, kar omogoča boljše povezovanje, razvoj potrebnih veščin, posledično večjo produktivnost in seveda tudi rast podjetja. Za prihodnje obdobje smo strošek na delavca napovedali v manjšem obsegu, in sicer 22,30 tisoč EUR, saj Skupina v okviru zniževanja stroškov dela načrtuje tudi manjše odpravnine. Pri napovedi smo tudi zaradi nekoliko večje produktivnosti upoštevali več ustvarjenih prihodkov od prodaje na delavca. Tako smo izračunali pričakovano število delavcev potrebnih za zagotavljanje napovedanega obsega poslovanja. Nato smo število delavcev pomnožili z napovedanim stroškom na delavca in tako dobili strošek dela v poslovnem letu.

Slika : Strošek dela in število zaposlenih



### Drugi poslovni prihodki in odhodki

Druge poslovni prihodke in odhodke smo napovedali v odvisnosti od kosmatega donosa. Za prihodke smo upoštevali srednjo vrednost preteklih poslovnih prihodkov, kjer smo izločil učinek prihodkov iz naslova odškodnin v višini 14,1 mio EUR v letu 2017 (glavni del teh prihodkov se nanaša na pripoznavo odškodnin s požarom v družbi Kemis d. o. o.). Pri poslovnih odhodkih je v letu 2017 prišlo do povečanja, iz 1,6 % na 2 % kosmatega donosa, saj je Skupina Gorenje začela popravke vrednosti terjatev izkazovati med poslovne in ne več med finančne odhodke. Poslovni odhodki v letu 2017 pa se nanašajo tudi na stroške iz sanacije posledic prej omenjenega požara. Za ocenjevano obdobje smo napovedali, da omenjeni odhodki znašajo 1,8 % kosmatega donosa.

## Napoved investicij

### Investicije v osnovna sredstva

V letnem poročilu za leto 2017 Skupina razkriva, da zaključujejo nekajletni povečan obseg investicij v novo platformo samostojnih štedilnikov v tovarni na Češkem, s čimer bodo tudi uskladili letni načrt obsega investicij v osnovna sredstva, tako da te ne bodo presegale 65 mio EUR. Prav tako Skupina za leto 2018 načrtuje dezinvestiranje poslovno nepotrebnega premoženja in investicijska vlaganja v višini 62,5 mio EUR.

Slika : Napoved investicije v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva

### Amortizacija

Strošek amortizacije se je v letu 2017 povečal iz 47,05 mio EUR za 7,6 mio EUR, prav tako pa je pričakovana rast stroška tudi v letu 2018. Visoka rast stroškov amortizacije je posledica pretvorbe stroškov razvijanja v neopredmetena sredstva ter pospešenega investicijskega cikla v nove generacije izdelkov v preteklih obdobjih. V letu 2018 smo za zvišanje amortizacije neopredmetenih osnovnih sredstev napovedali 5,2-odstotni delež kosmatega donosa, medtem ko je v letu 2017 ta delež znašal 5,1 %. Od leta 2018 dalje je predvideno znižanje stroška zaradi zmanjšanega vlaganja v razvoj, zato smo za nadaljnjo obdobje napovedali amortizacijo v višini 5 ter nato konstantno 4,5 % kosmatega donosa. Amortizacijo opredmetenih sredstev smo zaradi zmanjšanih investicij zmanjšali iz 11,34 na 11 % ter po letu 2020 na 10,50 % kosmatega donosa.

Slika : Amortizacija

### Investicije v obratna sredstva

Komponente neto obratnega kapitala smo napovedali na podlagi kosmatega donosa iz poslovanja. Ker Skupina vedno več pozornosti posveča optimizaciji obratnega kapitala, predvsem z boljšim obvladovanjem zalog gotovih izdelkov in terjatev do kupcev, smo za prvi dve leti ocenjevanega obdobja vsako od sestavin obratnih sredstev napovedali še bolj optimalno, nato pa zaradi nepredvidljivih razmer na trgu ta obseg povečali.

Koliko podjetje letno vlaga v obratna sredstva, dobimo z razliko neto obratnega kapitala med leti, pri čemer neto obratni kapital izračunamo tako, da seštejemo zaloge, terjatve do kupcev, ostala krat. sredstva ter denar in odštejemo obveznosti do dobaviteljev ter ostale krat. obveznosti. Iz *Slike* 23 lahko vidimo, da so bile naložbe v obratna sredstva v letih od 2013 do 2015 močno negativne, kar pomeni, da so se optimizacije za zmanjševanje obratnega kapitala izkazale za učinkovite, saj se je ta zmanjšal na bolj optimalno raven. V nadaljnjem obdobju so se investicije v obratni kapital prilagajale potrebnemu obsegu za poslovanje.

Slika : Investicije v obratni kapital

## Izračun FCFF

Za izračun vrednosti Skupine potrebujemo vrednost FCFF za vsako leto med 2018 in 2022. Te denarne tokove smo izračunali po enačbi (1), kjer smo upoštevali napoved. Tako smo dobili:

Tabela : FCFF za obdobje 2013–2022

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **v 1000 EUR** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** |
| EBIT \* (1-T) | 23.947 | 13.642 | -104 | 25.590 | 6.484 |
| +amortizacija | 41.875 | 43.019 | 45.644 | 47.055 | 54.676 |
| -naložbe v osn. sredstva | 83.910 | 61.644 | 75.496 | 83.231 | 75.699 |
| -naložbe v obratni kapital | -35.238 | -33.009 | -37.231 | 6.246 | -11.832 |
| **FCFF** | **17.149** | **28.026** | **7.275** | **-16.832** | **-2.707** |
| **v 1000 EUR** | **2018** | **2019** | **2020** | **2021** | **2022** |
| EBIT \* (1-T) | 39.403 | 29.602 | 47.048 | 47.763 | 47.442 |
| +amortizacija | 54.552 | 54.004 | 51.452 | 52.018 | 52.465 |
| -naložbe v osn. sredstva | 62.224 | 62.772 | 64.455 | 63.927 | 63.085 |
| -naložbe v obratni kapital | 6.731 | -377 | 8.885 | 1.123 | -4.026 |
| **FCFF** | **25.000** | **21.211** | **25.160** | **34.731** | **40.847** |

Dobljeni rezultati za napovedno obdobje so nekoliko višji kot v preteklem obdobju, predvsem zaradi zmanjšanih investicij v osnovna sredstva ter večjih ustvarjenih dobičkov.

# Ocena diskontne stopnje

Pri vrednotenju podjetja je zelo pomembna določitev diskontne stopnje, saj ta odraža stroške kapitala. Če so vlagatelji bolj izpostavljeni tveganju, je diskontna stopnja višja, kar posledično pomeni, da je vrednost podjetja nižja. Ker so investitorji tveganju nenaklonjeni, bodo ob enakih pričakovanih donosih investirali v manj tvegano naložbo. Za izračun diskontne stopnje najprej potrebujemo strošek dolžniškega in lastniškega kapitala.

Strošek dolžniškega kapitala nam predstavlja obresti na finančne vire v podjetju. Nominalno obrestno mero na posojilo smo izračunali iz vrednosti plačanih obresti, ki so v letu 2017 znašale 12,741 mio EUR, glede na celoten dolg 383,751 mio EUR. Tako smo dobili, da obrestna mera znaša 3,32 %. Za efektivno davčno stopnjo smo vzeli splošno stopnjo za izračun davka od dohodkov pravnih oseb, ki v Sloveniji znaša 19 %. Po enačbi (7) smo tako dobili, da strošek dolžniškega kapitala znaša 2,69 %.

Za strošek lastniškega kapitala smo, kot že omenjeno v teoretičnem delu, upoštevali 3,5-odstotno netvegano obrestno mero, 5,19-odstotno tržno premijo za tveganje ter koeficient beta v višini 1,40. Za dodatne pribitke smo upoštevali premijo za majhnost podjetja ter deželno tveganje. Da smo lahko opredelili velikost podjetja, smo izračunali tržno kapitalizacijo, ki znaša:

in tako iz *Tabele* 1 videli, da podjetje spada v tretjo kategorijo, tj. »majhno podjetje«. Pribitek za takšno podjetje znaša 3,67 %. Dodatno smo upoštevali še deželno tveganje Slovenije, ki po izračunih na spletni strani Damodaran znaša 2,22 %.[[16]](#footnote-16) Tako smo po enačbi (5) dobili vrednost zahtevanega donosa lastniškega kapitala v višini 16,64 %.

Za izračun stopnje WACC si moramo pogledati še strukturo financiranja. Vrednost dolžniškega kapitala predstavlja 53,69-odstotni delež v celotnem financiranju Skupine Gorenje. Ostalih 46,31 % pripada lastniškemu kapitalu. Če pripadajoč delež lastniškega kapitala pomnožimo s stroškom tega kapitala, analogno za dolžniški kapital, ter obe vrednosti seštejemo, po enačbi (4) dobimo tehtano povprečje stroškov kapitala oz. WACC v višini 8,87 %.

Tabela : Izračun diskontne stopnje

|  |  |
| --- | --- |
| nominalna obrestna mera | 3,32 % |
| efektivna davčna stopnja | 19 % |
| **strošek dolžniškega kapitala** | **2,69 %** |
| unlevered beta | 0,72 |
| β | 1,40 |
| delež lastniškega kapitala | 46,31 % |
| delež dolžniškega kapitala | 53,69 % |
| pribitek za majhnost podjetja | 3,67 % |
| pribitek za deželno tveganje | 2,22 % |
| netvegana stopnja donosa | 3,50 % |
| tržna premija za tveganje | 5,19 % |
| posebna tveganja | 0,00 % |
| **strošek lastniškega kapitala** | **16,64 %** |
| **WACC** | **8,87 %** |

# Izračun vrednosti delnice po metodi diskontiranih denarnih tokov

Z izračunanimi denarnimi tokovi za napovedno obdobje ter ocenjeno diskontno stopnjo lahko družbi izračunamo vrednost delnice. Najprej moramo vsak denarni tok diskontirati z diskontno stopnjo WACC. To naredimo tako, da izračunamo diskontni faktor za vsako leto. Obratno vrednost izraza potenciramo s številom let diskontiranja, nato pa vrednost FCFF pomnožimo s tem faktorjem ter tako dobimo diskontirani FCFF.

Tabela : Diskontiran denarni tok

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **FCFF** | **25.000** | **21.211** | **25.160** | **34.731** | **40.847** |
| Diskontni faktor | 0,9185 | 0,8436 | 0,7749 | 0,7117 | 0,6537 |
| Leto | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| WACC | 8,87% | 8,87% | 8,87% | 8,87% | 8,87% |
| **Diskontiran FCFF** | **22.963** | **17.894** | **19.496** | **24.719** | **26.703** |
|  |  |  |  |  |  |

Po enačbi (2) lahko izračunamo sedanjo vrednost, ki izhaja iz napovedanih FCFF in tako dobimo 111,77 mio EUR. Podobno lahko, z upoštevano konstantno rastjo v višini 1,6 %, po enačbi (3) izračunamo preostalo vrednost, ki znaša 570,60 mio EUR. To vrednost je potrebno še pomnožiti z diskontnim faktorjem 0,6537 ter tako dobimo diskontirano preostalo vrednost, ki znaša 373,01 mio EUR. Tako skupaj dobimo vrednost celotnega kapitala Skupine Gorenje v višini 484,78 mio EUR, čemur moramo odšteti še 350,65 mio EUR neto dolga, da dobimo vrednost lastniškega kapitala, ki znaša 134,13 mio EUR oz. 134.130.297 EUR. Če želimo izračunati vrednost, ki jo podjetje predstavlja na eno delnico, moramo to število deliti še s številom vseh delnic, ki jih je 24.424.613. Tako dobimo rezultat, da cena delnice družbe Gorenje d. d. z oznako GRVG, na dan 31. 12. 2017 znaša 5,49 EUR.

Delnica družbe Gorenje je na borzi na dan 31. 12. 2017 kotirala z zaključnim tečajem 5,10 EUR. Po naših izračunih je cena delnice precej podobna dejanski ceni, zato lahko sklepamo, da cena delnice na sekundarnem trgu odraža realno situacijo. Lahko pa pričakujemo dvig cene delnice v prihodnje.

# Ocena prevzemne premije

Že v predstavitvi Skupine Gorenje smo omenili, da je bilo podjetje v letu 2018 prevzeto s strani kitajske družbe Hisense. V mesecu juniju leta 2018 so v Gorenju podpisali novo podjetniško kolektivno pogodbo s kitajskim lastnikom. Ta je z uspešno prevzemno ponudbo v višini 12 EUR na delnico že v roku enega meseca po podpisu uspel pridobiti več kot 95-odstotni delež lastništva Gorenja. Na predlog novega večinskega lastnika so na 27. skupščini družbe Gorenje, d. d., delničarji podprli iztisnitev malih delničarjev, tj. prenos vseh preostalih delnic GRVG na omenjenega glavnega delničarja. Tako je z umikom Gorenja z borze, družba Hisense postala 100-odstotni lastnik Skupine Gorenje (Sa. J., Hisense bi Gorenje, ki ima po novem 12 članov uprave, rad umaknil z borze).

V tem razdelku bomo raziskovali, zakaj je novi lastnik za podjetje plačal dvakratnik tržne vrednosti delnice, ki je takrat kotirala na borzi. Najprej bomo poskušali poiskati vplive, ki bi zaradi novega lastnika pripomogli k boljšemu poslovanju Skupine Gorenje, da bi ta prinašala večje dobičke.

## Sinergijska vrednost

Tržna vrednost delnice na borzi je po navadi dober pokazatelj, koliko donosa bi naj podjetje prinašalo investitorjem, zato je smiselno pričakovati, da investitor kupi delnico za to ceno. Lahko pa se zgodi, kot v primeru Gorenja, da investitor želi pridobiti 50-odstotni delež plus eno delnico podjetja, kar pomeni, da mora več kot polovico delničarjev prepričati v prodajo delnice. Zaradi tega se po navadi ob prevzemih cene delnic dvignejo. To dodatno premijo imenujemo prevzemna premija. A to ni edini razlog dviga cene delnice. Večkrat je posledica tudi to, da prevzemnik z združitvijo svojega ter na novo pridobljenega podjetja omogoči boljše poslovanje ter s tem večje donose pridobljenega podjetja kot tudi svojega. Tem večjim donosom pravimo sinergije. V Slovarju slovenskega knjižnega jezika ta beseda pomeni *»sodelovanje, medsebojno dopolnjevanje dveh ali več snovi, organov ali telesnih sestavov.«* To lahko razumemo kot način, da s sodelovanjem oz. z združitvijo dveh ali več podjetij ustvarimo boljše donose kot če primerjamo donose vsakega podjetja posebej. Razlog tega je lahko to, da se z združitvijo prekine morebitna konkurenca med združenimi deli. Prav tako lahko združena družba izkoristi večjo pogajalsko moč z dobavitelji, saj zaradi večje velikosti povprašuje po večjem obsegu naročil, kar omogoči pridobivanje ugodnejših cen za materiale, storitve itd. Podobno pa se lahko povečajo tudi prihodki od prodaje, saj pozitivna korelacija med združenimi deli vpliva na boljšo prepoznavnost ter večje zaupanje s strani potrošnikov, kar krepi prodajo. Vse skupaj rezultira v pridobivanju večjih koristi, ki jih drugače ne bi bilo mogoče realizirati.

V primeru družbe Hisense in Skupine Gorenje bi združitev distribucijskih kanalov obeh družb v Evropi, ki so bili do sedaj močno komplementarni, lahko pripomogla k še večji uveljavljenosti blagovnih znamk obeh družb. Prav tako bi pripomogla k povečanju obsega poslovanja Skupine Gorenja, hkrati pa tudi prispevala k širitvi poslovanja družbe Hisense pri razvoju njihovih blagovnih znamk in povečanju donosnosti (Prevzemna pogodba za odkup delnic družbe Gorenje Gospodinjski aparati, d. d. 2018).

V nadaljevanju smo pripravili eno od možnih realizacij izboljšanja poslovanja Skupine Gorenje po prevzemu. Predpostavili smo, da bo zaradi zamenjave vodilnega položaja prišlo do večjih optimizacij poslovnega procesa in prestrukturiranja, saj smo videli, da poslovanje Skupine Gorenje ni tako dobro, kot bi lahko bilo. Predvidevamo, da bo novi lastnik zagotovo poskusil rešiti ta problem, saj bo le tako lahko s podjetjem ustvarjal večje donose. Prestrukturiranja so možna v upravi družbe, kjer bi lahko prihranili pri stroških dela. Lahko se osredotočijo bolj na tiste dele prodaje, ki ustvarjajo največje donose, recimo blagovna znamka Gorenje in Asko.[[17]](#footnote-17) Prav tako lahko prevzemnik izkoristi svoje strateške partnerje, pri čemer bi lahko prek teh povezav pridobil ugodnejše cene blaga, materiala in storitev, kot jih je do sedaj uveljavljala Skupina Gorenje s svojimi partnerji.

Predpostavili smo tudi povečanje investicijskih vlaganj, ki bodo posledice prestrukturiranja Skupine Gorenje, saj prevzemnik napoveduje, da bo Skupina Gorenje poleg proizvodov, ki se že tržijo pod blagovnimi znamkami Gorenja, proizvajali tudi gospodinjske aparate blagovnih znamk Hisense na evropskem trgu (Prevzemna pogodba za odkup delnic družbe Gorenje Gospodinjski aparati, d. d.).

Z optimizacijo stroškov ter povečanjem investicij po letu 2018, smo dobili večje vrednosti prostih denarnih tokov podjetju, ki jih lahko vidimo na *Sliki* 24. Višji FCFF posledično pomeni večjo vrednost delnice, ki bi ob takšnih denarnih tokovih znašala 10,65 EUR.

Slika : Povečanje FCFF po prevzemu

## Kontrolna premija

Porast cene delnice ob prevzemu lahko razumemo tudi kot prevzemno oz. kontrolno premijo.[[18]](#footnote-18) O prevzemni premiji lahko govorimo, kadar delničarji za odkup prevzetega podjetja pridobijo višjo vrednost vrednostnega papirja, kot je ta bila pred prevzemom (Nielsen, Melicher, 1973, str. 139–148).

Prevzemna premija se največkrat pojavi pri prevzemih podjetja z odkupom delnic. Poznamo tudi druge oblike prevzemov, kot sta prevzem z odkupom premoženja ter združitve več podjetij v eno. Prevzem z odkupom delnic pomeni nakup zadostnega števila delnic oz. glasov, ki prevzemniku omogočajo prevzem nadzora nad podjetjem. Ključni del prevzema je prevzemna ponudba za odkup delnic ciljnega podjetja, ki jo prevzemnik naslovi na delničarje.[[19]](#footnote-19) Da pa prevzemnik lahko objavi prevzemno ponudbo, mora pridobiti dovoljenje s strani agencije za trg vrednostnih papirjev (Bešter, 1996, str. 30).

Beseda kontrolna premija izhaja iz pomena, da prevzemnik plača premijo zaradi zahteve po večji kontroli v podjetju. Kontrola v podjetju se deli med lastnike oz. imetnike delnic. Koliko kontrolnega deleža ima nek delničar, je odvisno od tega, kolikšen delež delnic ima v lasti. Za prevzemnika, ki želi imeti vodilni položaj v podjetju, je važno to, da je največji delničar med vsemi lastniki, zato se lahko kontrolne premije plačujejo že ob manjših količinskih zakupih delnic. Glede na to, kolikšen kontrolni delež želi lastnik pridobiti, se razlikujejo tudi višine kontrolne premije, npr. med ceno posamezne delnice na trgu in ceno paketa delnic z 51-odstotnim deležem v podjetju je zelo velika razlika, saj paket daje lastniku možnost nadzora v podjetju. S tem, ko delničar pridobi kontrolni delež v podjetju, pridobi tudi pravico odločanja o poslovanju. Ker ima v lasti največ glasov, lahko na skupščini delničarjev uveljavlja svoje zahteve. Tako se lahko odloča o investicijah, nadzoru in tudi možnosti zamenjave vodstva podjetja ali uprave. Pridobljen nadzor mu omogoča, da s spremembo poslovanja maksimizira vrednost podjetja.

Ob zakupih svežnjev delnic z namenom pridobitve kontrolnih deležev lahko prihaja do velikih razlik med tržno ceno delnice določen čas pred prevzemom in ceno delnice, ki jo za odkup ponuja prevzemnik v postopku prevzema. Razlika je odvisna tudi od časa do prevzema. Če primerjamo ceno delnice eno leto pred prevzemom s prevzemno ceno, je to razmerje po navadi višje, kot če bi primerjali ceno delnice en mesec pred prevzemom. Na to razliko v razmerju ne vpliva sprememba poslovanja v podjetju, temveč informacije o morebitnem prevzemu. To je zato, ker po navadi namera o prevzemu ni znana šele na dan uradne objave prevzemne ponudbe, temveč se lahko že prej začnejo širiti neuradne govorice o prevzemu ali če podjetje javno objavi razpis o strateškem partnerstvu, s katerim se lahko pričakuje, da pride tudi do prevzema. Tako se cena delnice začne dvigovati že prej, saj se v primeru prevzema pričakuje, da bodo lastniki za delnico pridobili višje vrednosti in je zaradi tega delnica s takšnimi informacijami vredna več.

Kontrolno premijo lahko glede na čas do prevzema delimo na 1-dnevno, 7-dnevno, 30-dnevno, 90-dnevno 180- ter 365-dnevno. Da bi pridobili kar najbolj natančne ocene, bi bilo najbolje izračunati vsako od teh premij za več slovenskih prevzemov v zadnjih letih. Iz teh vrednosti bi nato izračunali povprečne kontrolne premije na določen čas pred prevzemom. Tako bi lahko za naše ocenjevano podjetje ocenili, kakšen bi bil porast tržne vrednosti delnice. V diplomskem delu tega izračuna nismo napravili, saj smo zaradi tujega investitorja predpostavili, da je bolj optimalno, če namesto povprečja kontrolnih premij slovenskih podjetij vzamemo povprečno kontrolno premijo v Evropi.

V našem primeru je kitajski prevzemnik izrecno zahteval vsaj 50-odstotni delež plus eno delnico podjetja Gorenje. Da je lahko to storil, je moral več kot polovico delničarjev prepričati v prodajo delnice, to pa je lažje dosegel, če jim je za delnico ponudi več, kot je njena cena na borzi. Oceno prevzemne premije smo prevzeli iz poročila avtorja Jamesa Cherowbrierja, dostopno na spletni strani Statista, v katerem je izračunana povprečna kontrolna premija za Evropo po panogah za leti 2017 in 2018. Premija predstavlja pribitek na ceno delnice, ki je na borzi kotirala štiri tedne pred prevzemom.

Slika : Povprečna štiritedenska prevzemna premija za Evropo

Vir: Cherowbrier, J. Average merger and acquisition (M&A) premiums to four week stock price in Europe in 2017 and 2018, by industry

Iz teh podatkov smo vzeli premijo iz kategorije »Consumer Products and Services«, ki prikazuje prevzemno premijo v panogi podjetij, ki proizvajajo potrošniške produkte kamor spada tudi Gorenje, ki deluje v panogi bele tehnike. Ta premija je na ceno delnice, ki je na borzi kotirala 4 tedne pred prevzemom, v letu 2018 znašala 24,60 %, medtem ko je v letu 2017 znašala 19,30 %.

Družba Hisense je 28. 5. 2018 objavila prevzemno pogodbo za odkup delnic Gorenja. Cena teh delnic z oznako GRVG je štiri tedne pred prevzemom, tj. 26. 4. 2018, znašala 6,08 EUR. Če na to ceno dodamo prevzemno premijo v višini 24,60 %, ugotovimo, da bi po tem izračunu družba Hisense morala za eno delnico ponuditi le 7,57 EUR. Ker pa je prevzemnik upošteval še na novo ustvarjene sinergije, smo namesto cene na dan 26. 6. 2018 vzeli ceno 10,65 EUR, izračunano v poglavju *9.1*. Če na to ceno dodamo povprečno kontrolno premijo za Evropo v letu 2018, dobimo ceno nove delnice GRVG, ki bi znašala 13,27 EUR.

Da je izračunana vrednost delnice po prevzemu večja od dejanske prevzemne cene, je popolnoma razumljivo, saj sklepamo, da je prevzemnik po svojih ocenah ugotovil, da je zanj podjetje Gorenje vredno več kot 12 EUR, saj se mu sicer nakup ne bi splačal.

Natančnih posledic prevzema z gotovostjo seveda ne moremo trditi, saj bi bilo za to potrebno temeljito poznavanje novega lastnika ter njegovih namenov, katerih ob prevzemu še ni bilo znanih. Sklepamo lahko, da bo podjetje Gorenje poslovalo boljše in bolj optimalno zaradi usmeritev s strani novega investitorja. Zaradi tega se tudi pričakuje večja rast Skupine ter posledično višja cena delnice.

# Sklep

V diplomskem delu smo vrednotili ceno delnice po metodi diskontiranih denarnih tokov. Kljub temu da je to ena izmed najpogosteje uporabljenih metod, smo med pisanjem ugotovili, da je precej subjektivna. Ugotovili smo, da mora biti ocenjevalec pri napovedi zelo pozoren, kako napove posamezne postavke, saj že manjša odstopanja povzročijo velike spremembe v končni vrednosti kapitala.

Ugotovili smo tudi, da je precejšna razlika v vrednosti delnice, če ocenjujemo njeno vrednost glede na manjšinskega ali večinskega lastnika. Z izračunom v prvem delu diplomske naloge smo izračunali tržno vrednost delnice oz. vrednost delnice za manjšinskega lastnika. V drugem delu smo obravnavali, kaj se dogaja s ceno delnice v kontekstu prevzema. Tu smo videli, da v primeru, da želi investitor kupiti celotno podjetje, za eno delnico odšteje veliko več, kot če bi kupil le nekaj delnic. V to vrednost so vštete sinergije oz. dodane vrednosti, ki jih lahko investitor doprinese v ocenjevano podjetje, da posluje boljše oz. jih pridobi iz podjetja s spremembo poslovanja. To pa lahko doseže, če ima zakupljen določen kontrolni delež podjetja, ki mu omogoča, da podjetje usmeri na podlagi svojih lastnih želj in prepričanj. Dodatno vrednost, ki jo plača za nadzor v podjetju, imenujemo kontrolna premija, ki se doda na tržno vrednost delnice. Tako dobimo prevzemno ceno, po kateri prevzemnik odplača ostale delničarje.

Vrednost delnice za manjšinskega lastnika smo v prvem delu naloge ocenili na 5,49 EUR, ki je bila za 7,6 % višja od dejanske tržne vrednosti na borzi in je na dan 31. 12. 2017 znašala 5,10 EUR. Tako smo ugotovili, da cena na trgu odraža realno situacijo, se pa v prihodnje pričakuje zvišanje cene delnice. V drugem delu smo poiskali sinergije, ki bi lastniku omogočale, da s podjetjem Gorenje ustvarja večje donose, kot so bili pričakovani pred prevzemom, torej tudi v naši oceni na dan 31. 12. 2017. Tako smo ugotovili, da bi novi lastnik lahko z optimizacijo stroškov in spremembo poslovanja lahko bistveno povečal donose Skupine ter tako ustvaril večje proste denarne tokove. Ocenili smo, da bi s sinergijami vrednost podjetja narastla na 10,65 EUR, kar je skoraj enkratno povečanje vrednosti kapitala. Dodatno smo na to vrednost upoštevali še pribitek za zahtevo po kontroli v podjetju, saj lahko investitor le tako realizira svoje načrte za dodatni ustvarjeni denarni tok. Tako smo ocenili povprečno kontrolno premijo v višini 24,90 % in jo aplicirali na ceno delnice 10,65 EUR ter tako dobili, da je končna vrednost podjetja Gorenje za kitajskega lastnika enaka 13,27 EUR. Da je izračunana vrednost višja od dejanske prevzemne cene, je pričakovano, saj se sicer prevzemniku nakup ne bi splačal, če od nakupa ne bi profitiral. Sklepamo lahko, da je tuj investitor po svojih izračunih ugotovil, da je Gorenje zanj vredno več kot 12 EUR.

# Viri

1. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti* (1. izd.). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
2. Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: theory and practice* (2nd ed.). New York: J. Wiley.
3. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons.
4. Pratt, P. Shannon. (2008). *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
5. Duff & Phelps, (2017, 30. oktober). *U.S. equity risk premium recommendation decreased from 5.5% to 5.0%, effective September 5.* Dostopno prek <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/us-equity-risk-premium-recommendation-2017>
6. Damodaran online, (2019). *Equity risk premium.* Dostopno prek <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/implprem/>
7. Gorenje Gospodinjski aparati, d. d. (2010). *Šest desetletij Gorenja*. Dostopno prek <http://www.gorenje.com/highlights/si/zgodovina/sest-desetletij-gorenja>
8. Gorenje Gospodinjski aparati, d. d. (2014). *Letno poročilo Skupine Gorenje 2013*.
9. Gorenje Gospodinjski aparati, d. d. (2015). *Letno poročilo Skupine Gorenje 2014*.
10. Gorenje Gospodinjski aparati, d. d. (2016). *Letno poročilo Skupine Gorenje 2015*.
11. Gorenje Gospodinjski aparati, d. d. (2017). *Letno poročilo Skupine Gorenje 2016*.
12. Gorenje Gospodinjski aparati, d. d. (2018). *Letno poročilo Skupine Gorenje 2017*.
13. Grand view research. *Home appliance market size, application analysis, regional outlook, competitive strategies, and segment forecasts, 2015 to 2022*. Dostopno prek <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/home-appliance-market>
14. Duff & Phelps, (2017). *Valuation handbook – U. S. guide to cost of captial* (preliminarna različica). Dostopno prek <https://s3.amazonaws.com/abi-org/Events/CRC_Materials/CRC17/Exhibit+21+-+2017+Valuation+Handbook.pdf>
15. Damodaran online, (2019). *Country Default Spreads and Risk Premiums.*Dostopno prek <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>
16. Duff & Phelps. Dostopno na <https://www.duffandphelps.com/>
17. Finančni slovar. Dostopno prek <http://www.financnislovar.com/index.html>
18. S&P 500 index. Dostopno prek <https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_500_Index>
19. Hisense International, <http://global.hisense.com/>
20. Gorenje Gospodinjski aparati, d. d. (2019). *Letno poročilo Skupine Gorenje 2018*.
21. RTV SLO, Sa. J. (2018, 16. avgust). *Hisense bi Gorenje, ki ima po novem 12 članov uprave, rad umaknil z borze*. Dostopno prek <https://www.rtvslo.si/gospodarstvo/hisense-bi-gorenje-ki-ima-po-novem-12-clanov-uprave-rad-umaknil-z-borze/463324>
22. Slovar Slovenskega knjižnega jezika. Dostopno prek <https://fran.si/>
23. Nielsen F. James, Melicher W.Ronald, (1973). *A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums* (8th ed.).
24. Cherowbrier, J. *Average merger and acquisition (M&A) premiums to four week stock price in Europe in 2017 and 2018, by industry*. Dostopno prek <https://www.statista.com/statistics/978583/average-premiums-in-europe-by-industry/>
25. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo* (1. izd.). Ljubljana: Gospodarski vestnik.

**Kazalo prilog**

[Priloga 1: Bilanca za obdobje 2013–2017 2](#_Toc18965041)

[Priloga 2: Izkaz poslovnega izida za obdobje 2013–2017 3](#_Toc18965042)

[Priloga 3: Napoved poslovnega izida za obdobje 2018–2022 4](#_Toc18965043)

Priloga : Bilanca za obdobje 2013–2017

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **v 1000 EUR** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** |
| **SREDSTVA** | **1.148.065** | **1.102.398** | **1.101.274** | **1.123.914** | **1.143.116** |
| **Dolgoročna sredstva** | **593.890** | **594.578** | **614.125** | **629.266** | **647.977** |
| Neopredmetena sredstva | 167.882 | 181.600 | 196.032 | 208.872 | 223.575 |
| Nepremičnine, naprave in oprema | 356.552 | 356.089 | 366.210 | 366.212 | 371.835 |
| Naložbene nepremičnine | 28.129 | 18.931 | 17.148 | 14.957 | 9.849 |
| Druge dolgoročne finančne naložbe | 5.527 | 5.125 | 2.942 | 6.563 | 3.483 |
| Dolgoročne poslovne terjatve | 10.559 | 6.988 | 5.743 | 2.481 | 7.375 |
| Odložene terjatve za davke | 24.530 | 24.723 | 24.480 | 27.236 | 27.551 |
| **Kratkoročna sredstva** | **554.175** | **507.820** | **487.149** | **494.648** | **495.139** |
| Nekratkoročna sredstva za prodajo | 1.655 | 1.648 | 309 | 314 | 305 |
| Zaloge | 235.767 | 219.799 | 225.906 | 225.954 | 220.619 |
| Kratkoročne finančne naložbe | 17.202 | 20.481 | 16.370 | 8.821 | 8.059 |
| Terjatve do kupcev | 205.581 | 182.589 | 161.020 | 165.786 | 180.517 |
| Druga kratkoročna sredstva | 45.859 | 44.207 | 49.017 | 55.258 | 57.866 |
| Terjatve za davek iz dobička | 2.756 | 3.034 | 2.917 | 3.273 | 2.736 |
| Denar in denarni ustrezniki | 38.589 | 36.062 | 31.610 | 35.242 | 25.037 |
| **KAPITAL IN OBVEZNOSTI** | **1.148.065** | **1.102.398** | **1.101.274** | **1.123.914** | **1.143.116** |
| **Kapital** | **380.670** | **380.267** | **368.062** | **366.541** | **368.344** |
| Osnovni kapital | 92.240 | 101.922 | 101.922 | 101.922 | 101.922 |
| Kapitalske rezerve | 175.568 | 175.698 | 174.502 | 174.502 | 174.502 |
| Rezerve iz dobička | 95.818 | 99.301 | 99.301 | 46.015 | 33.131 |
| Poslovni izid poslovnega leta | -26.711 | -2.464 | -4.202 | 7.560 | 922 |
| Poslovni izid iz preteklih let | 39.540 | 12.829 | 6.145 | 55.592 | 73.597 |
| Prevedbena rezerva | -4.435 | -17.600 | -19.049 | -17.311 | -13.723 |
| Rezerva za pošteno vrednost | 9.007 | 10.912 | 9.485 | -733 | -454 |
| Kapital neobvladujočih deležev | 2.813 | 2.839 | 3.128 | 2.164 | 1.617 |
| **Dolgoročne obveznosti** | **278.973** | **348.390** | **345.298** | **350.469** | **365.278** |
| Rezervacije | 66.671 | 64.125 | 62.269 | 64.143 | 59.886 |
| Odloženi prihodki | 5.081 | 5.270 | 5.350 | 5.037 | 7.563 |
| Dolgoročne poslovne obveznosti | 5.773 | 5.937 | 4.178 | 3.672 | 2.807 |
| Odložene obveznosti za davke | 2.694 | 2.988 | 2.515 | 2.001 | 2.002 |
| Dolgoročne finančne obveznosti | 198.754 | 270.070 | 270.986 | 275.616 | 293.020 |
| **Kratkoročne obveznosti** | **488.422** | **373.741** | **387.914** | **406.904** | **409.494** |
| Kratkoročne finančne obveznosti | 198.659 | 97.536 | 91.038 | 101.226 | 90.731 |
| Obveznosti do dobaviteljev | 213.820 | 202.615 | 221.027 | 223.725 | 229.402 |
| Druge kratkoročne obveznosti | 71.001 | 71.901 | 73.807 | 79.563 | 87.752 |
| Obveznosti za davek iz dobička | 1.243 | 1.689 | 2.042 | 2.390 | 1.609 |

Priloga : Izkaz poslovnega izida za obdobje 2013–2017

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **v 1000 EUR** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** |
| **Prihodki od prodaje** | **1.240.482** | **1.253.717** | **1.225.029** | **1.258.124** | **1.309.932** |
| **Sprememba vrednosti zalog** | **-26.122** | **-12.042** | **13.370** | **5.200** | **-15.117** |
| Drugi poslovni prihodki | 34.517 | 21.694 | 31.866 | 21.871 | 39.440 |
| Kosmati donos iz poslovanja | 1.248.877 | 1.263.369 | 1.270.265 | 1.285.195 | 1.334.255 |
| Stroški blaga, materiala in storitev | -910.516 | -927.686 | -937.245 | -942.154 | -981.413 |
| Stroški dela | -237.914 | -228.479 | -231.362 | -235.325 | -249.012 |
| Amortizacija | -41.875 | -43.019 | -45.644 | -47.055 | -54.676 |
| Drugi poslovni odhodki | -22.242 | -21.650 | -21.570 | -20.470 | -27.459 |
| Poslovni izid iz poslovanja | 36.330 | 42.535 | 34.444 | 40.191 | 21.695 |
| Finančni prihodki | 7.547 | 8.685 | 7.396 | 6.157 | 4.139 |
| Finančni odhodki | -61.929 | -47.422 | -46.188 | -33.192 | -21.499 |
| **Neto finančni odhodki** | **-54.382** | **-38.737** | **-38.792** | **-27.035** | **-17.360** |
| Delež v dobičkih (izgubah) pridruženih družb | -592 | 65 | 360 | 84 | 152 |
| Poslovni izid pred davki | -18.644 | 3.863 | -3.988 | 13.240 | 4.487 |
| Davek iz dobička | -6.355 | -2.624 | -4.000 | -4.810 | -3.146 |
| **Poslovni izid poslovnega leta** | **-24.999** | **1.239** | **-7.988** | **8.430** | **1.341** |

Priloga : Napoved poslovnega izida za obdobje 2018–2022

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **v 1000 EUR** | **2018** | **2019** | **2020** | **2021** | **2022** |
| **Prihodki od prodaje** | **1.328.271** | **1.344.210** | **1.358.997** | **1.373.946** | **1.387.685** |
| Rast v % | 1,40% | 1,20% | 1,10% | 1,10% | 1,00% |
| Sprememba vrednosti zalog | 13.653 | -8.200 | 13.421 | 19.721 | 12.456 |
| Drugi poslovni prihodki | 25.636 | 28.605 | 28.771 | 26.935 | 33.609 |
| Rast v % | -35,00% | 11,58% | 0,58% | -6,38% | 24,78% |
| **Kosmati donos iz poslovanja** | **1.367.560** | **1.364.615** | **1.401.188** | **1.420.602** | **1.433.751** |
| Stroški blaga, materiala in storitev | -988.234 | -1.000.765 | -1.011.773 | -1.025.650 | -1.035.907 |
| % od kosmatega donosa | -74,40% | -74,45% | -74,45% | -74,65% | -74,65% |
| Stroški dela | -251.513 | -248.738 | -254.658 | -258.397 | -261.001 |
| Amortizacija | -54.552 | -54.004 | -51.452 | -52.018 | -52.465 |
| Drugi poslovni odhodki | -24.616 | -24.563 | -25.221 | -25.571 | -25.808 |
| % od kosmatega donosa | -1,80% | -1,80% | -1,80% | -1,80% | -1,80% |
| **Stroški skupaj:** | **-1.318.915** | **-1.328.069** | **-1.343.104** | **-1.361.635** | **-1.375.180** |
| % od kosmatega donosa | -99,30% | -98,80% | -98,83% | -99,10% | -99,10% |
| **Poslovni izid iz poslovanja** | **48.645** | **36.546** | **58.085** | **58.966** | **58.570** |
| Finančni prihodki | 4.513 | 5.049 | 5.745 | 5.824 | 5.878 |
| Finančni odhodki | -21.197 | -20.469 | -21.999 | -22.730 | -22.940 |
| Neto finančni odhodki | -16.684 | -15.420 | -16.254 | -16.905 | -17.062 |
| **Poslovni izid pred davki** | **31.961** | **21.126** | **41.831** | **42.061** | **41.508** |
| Rast v % | 612,30% | -33,90% | 98,01% | 0,55% | -1,31% |
| Davek iz dobička | -6.073 | -4.014 | -7.948 | -7.992 | -7.887 |
| Efektivna davčna stopnja | 19,00% | 19,00% | 19,00% | 19,00% | 19,00% |
| **Poslovni izid poslovnega leta** | **25.888** | **17.112** | **33.883** | **34.069** | **33.622** |
| Rast v % | 1830,53% | -33,90% | 98,01% | 0,55% | -1,31% |

1. FCFF – ang. *Free cash flow to the firm* [↑](#footnote-ref-1)
2. EBIT – ang. *Earnings before interest and taxes* [↑](#footnote-ref-2)
3. PV – ang. *Present Value* [↑](#footnote-ref-3)
4. TV – ang. *Terminal value* [↑](#footnote-ref-4)
5. V teoriji je ta model stalne rasti znan tudi pod imenom *Gordonov model stopnje rasti* [↑](#footnote-ref-5)
6. WACC – ang. *Weighted average cost of capital* [↑](#footnote-ref-6)
7. CAPM – ang. *Capital asset pricing model* [↑](#footnote-ref-7)
8. Duff & Phelps. Dostopno prek <https://www.duffandphelps.com/>. [↑](#footnote-ref-8)
9. Damodaran. Dostopno prek <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/implprem/>. [↑](#footnote-ref-9)
10. S&P 500 je ameriški borzni indeks, ki temelji na tržnih kapitalizacijah 500 največjih podjetij, ki kotirajo na borzi. [↑](#footnote-ref-10)
11. Damodaran online. Dostopno prek <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. [↑](#footnote-ref-11)
12. Hisense International, <http://global.hisense.com/> [↑](#footnote-ref-12)
13. Allied Market Research dostopno prek [https://www.alliedmarketresearch.com](https://www.alliedmarketresearch.com/). [↑](#footnote-ref-13)
14. EBITDA – dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (ang. – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) [↑](#footnote-ref-14)
15. Strateški načrt 2016–2020. Dostopen prek <https://www.gorenjegroup.com/si/>. [↑](#footnote-ref-15)
16. Damodaran. Dostopno prek <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html> [↑](#footnote-ref-16)
17. Blagovna znamka Gorenje predstavlja zgornji srednji cenovni razred s 67,5-odstotnim deležem prodaje ter premijska blagovna znamka Asko, ki predstavlja 12-odstotni delež prodaje Skupine Gorenje. [↑](#footnote-ref-17)
18. Kontrolna premija – ang*. Merger and acquisition (M&A) premium* [↑](#footnote-ref-18)
19. Prevzemna ponudba – *ang. Tender offer* [↑](#footnote-ref-19)