

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TOMAŽ BUKOVAC

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VREDNOTENJE SKUPINE GORENJE

Ljubljana, september 2010

TOMAŽ BUKOVAC

IZJAVA

Študent **TOMAŽ BUKOVAC** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **dr. SIMONA ČADEŽA**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne: _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. Modeli vrednotenja podjetij	2
1.1 Način tržnih primerjav	3
1.2 Na sredstvih zasnovan način	4
1.3 Na donosu zasnovan način	4
1.3.1 Denarni tok	5
1.3.2 Donosnost vloženega kapitala (ROIC)	6
1.3.3 Diskontna stopnja	7
1.3.4 Končna vrednost	8
1.3.5 Izračun vrednosti podjetja na podlagi končne vrednosti	9
2. Predstavitev Gorenja	10
2.1 Na kratko o podjetju	10
2.2 Lastniška struktura	11
3. Vrednotenje Skupine Gorenje	12
3.1 Analiza preteklosti in sedanjosti	12
3.2 Napoved prihodnjega poslovanja	15
3.3 Ocena diskontne stopnje	17
3.4 Vrednost podjetja z metodo diskontiranih denarnih tokov	18
3.5 Relativno vrednotenje	20
SKLEP	23
LITERATURA IN VIRI	25

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Formula za izračun prostega denarnega toka podjetja (PDT).....</i>	<i>5</i>
<i>Tabela 2: Pomembnejši mejniki v razvoju in rasti Gorenja.....</i>	<i>11</i>
<i>Tabela 3: Lastniška struktura na dan 31.8.2010</i>	<i>12</i>
<i>Tabela 4: Izračun investiranega kapitala na koncu vsakega leta</i>	<i>13</i>
<i>Tabela 5: Izračun čistega poslovnega izida manj prilagojeni davek.....</i>	<i>13</i>
<i>Tabela 6: Izračun prostih denarnih tokov za obdobje 2006-2009</i>	<i>14</i>
<i>Tabela 7: Izračun donosa na vloženi kapital za obdobje od 2006-2009</i>	<i>14</i>
<i>Tabela 8: Napoved izkaza poslovnega izida za obdobje od 2010 do 2019.....</i>	<i>16</i>
<i>Tabela 9: Izračun prostih denarnih tokov za napoved od leta 2010-2019</i>	<i>19</i>
<i>Tabela 10: Diskontiranje prostih denarnih tokov za napoved od leta 2010-2019.....</i>	<i>19</i>
<i>Tabela 11: Izračun vrednosti podjetja</i>	<i>20</i>
<i>Tabela 12: Izbrani kazalniki za primerljiva podjetja</i>	<i>21</i>
<i>Tabela 13: Izračun vrednosti delnice Gorenja preko relativnega vrednotenja</i>	<i>21</i>

UVOD

Vrednotenje je zadovoljevanje potreb lastnikov in bodočih investorjev po informacijah o vrednosti podjetja ter njegovem sedanjem in prihodnjem poslovanju, prednostih in težavah. Ker pa vrednotenje temelji na predpostavkah, le-to posledično vodi do odstopanj v oceni vrednosti med posameznimi metodami.

Namen tega diplomskega dela je oceniti vrednost Skupine Gorenje ter v luči dokapitalizacije, ki se trenutno odvija, ugotoviti ali je bil vložek ob dokapitalizaciji dobra ali slaba naložba. Vrednost podjetja bom na podlagi javno dostopnih podatkov in lastnih predvidevanj določil z metodo diskontiranih denarnih tokov.

Diplomsko delo je razdeljeno na dva večja ter več manjših sklopov. Prvi večji sklop predstavlja teorijo vrednotenja ter različne vrste modernih finančnih vrednotenj. Tukaj se bom posebej osredotočil na metodo diskontiranih denarnih tokov ter postopek vrednotenja preko te metode, saj bom v praktičnem delu preko tega modela tudi ocenil vrednost podjetja.

Drugi sklop torej služi kot podlaga za vrednotenje, kjer bom najprej naredil kratek opis podjetja. V nadaljevanju tega sklopa pa bom pričel z analizo preteklega in tekočega poslovanja, napovedjo le-tega ter ocenitev vrednost podjetja po DCF metodi. Za primerjavo bom v zadnjem delu uporabil še model relativnega vrednotenja preko multiplikatorjev. Za zaključek pa bom v sklepu opisal povzetek ter dognanja, ki sem jih pridobil oziroma ugotovil v procesu izdelave te diplomske naloge.

1. Modeli vrednotenja podjetij

Vrednotenje je kompleksen proces določitve trenutne vrednosti portfelja, podjetja, investicije ali posameznega elementa bilance stanja. Za vrednotenje podjetja je potrebna analiza podatkov iz preteklosti in sedanjosti ter skrbno načrtovanje prihodnosti, saj bomo le tako lahko ugotovili pravo vrednost podjetja. Ko vrednotimo podjetje, je pomembno pogledati tudi notranje ter zunanje dejavnike. Zaradi tega se podrobno pregleda stanje v samem podjetju, makroekonomske, tržne in druge razmere v poslovnem okolju.

Pri vrednotenju se v svetu ter tudi v Sloveniji uporablja standard za ocenjevanje vrednosti podjetij. V Sloveniji deluje Slovenski poslovnofinančni standard, ki deluje na področju vrednotenja podjetij, premičnin in nepremičnin. Le-ta določa postopke in načela, ki jih mora ocenjevalec upoštevati ne le pri ocenjevanju vrednosti, izdelovanju analiz in oblikovanju mnenj, temveč tudi pri načinu predstavitve in mnenj naročniku. Glede na standard je bistveno, da ocenjevalec izdela analize ter naročniku mnenja, ugotovitve in nasvete sporoči na način, ki je za naročnika smiseln in ga ne zavaja.

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja mora ocenjevalec poznati, razumeti in pravilno uporabiti tehnike ocenjevanja vrednosti, ki so potrebne za strokovno neoporečno ocenitev vrednosti podjetja. Pri tem mora upoštevati sledeča pravila (Slovenski poslovnofinančni standardi za ocenjevanje vrednosti, 2003):

1. delo mora opraviti brez napake ter upoštevati vse sestavine, ki bi pomembno vplivale na oceno vrednosti;
2. oceno vrednosti mora izdelati odgovorno in skrbno;
3. oceno vrednosti mora izdelati neodvisno od kakršnihkoli interesov kogarkoli;
4. omogočen mu mora biti vpogled v tista poslovna področja, ki pomembno vplivajo na vrednost podjetja;
5. ustrezno mora spoznati podjetje, sredstva in lastniški kapital, katerih vrednost ocenjuje, opredeliti namen ocenjevanja vrednosti in način uporabe ocene vrednosti, določiti zanesljivost ocene vrednosti, opredeliti omejevalne okoliščine in določiti datum, na katerega velja ocena vrednosti;
6. izbrati mora ustrezne tehnike ocenjevanja vrednosti;
7. proučiti mora potrebno in razpoložljivo kakovost in količino podatkov za posamezno tehniko ocenjevanja vrednosti.

Na izbiro načina, metode in postopka ocenjevanja vrednosti podjetja vpliva predvsem namen vrednotenja. Razlogi oziroma namen za vrednotenje podjetja so naložbe, pridobitev novega vira financiranja, prevzem, združitve, strateške povezave, notranji odkup podjetja s strani zaposlenih, vstop na borzo, odškodninska tožba, nakup ali prodaja deleža. (Pratt, 1993, str. 38).

Moderni finančni modeli se ukvarjajo s prihodnostjo - torej z denarnim tokom, ki ga bo podjetje realiziralo v prihodnjih obdobjih. V ospredju je denarni tok, temeljni cilj poslovanja pa je povečanje vrednosti podjetja za lastnike. Odločilno prelomnico v razvoju teh modelov predstavlja uporaba pravila NPV (net present value oziroma neto sedanja vrednost). V matematični enačbi se združuje koristi in stroške v prihodnosti in oboje prevede na denarne tokove, ki se diskontirajo v sedanjost. Temelj modernih finančnih konceptov je maksimiziranje vrednosti podjetja. Sodobni finančni koncepti omogočajo vodenje podjetja na tak način, da se njegova vrednost povečuje.

Kot sem že omenil ob koncu prejšnjega sklopa, so način, metode in postopki, za katere se ocenjevalec odloči, odvisni predvsem od namena vrednotenja, saj obstaja, kot sem že prej naštel, veliko namenov vrednotenja, ki se med seboj razlikujejo. Pri vseh metodah vrednotenja je treba paziti na omejitve, s katerimi se srečujejo ocenjevalci podjetij, tu pa bi omenil predvsem razpoložljivost podatkov.

Pri ocenjevanju vrednosti podjetij se ocenjevalci odločajo predvsem med tremi načini ocenjevanja ki so se najbolj uveljavili, znotraj njih pa se uporabljajo različne metode in postopki ocenjevanja (Pratt, 2000, str. 45):

- način tržnih primerjav (angl. market approach),
- na sredstvih zasnovan način (angl. asset-based approach)
- na donosu zasnovan način (angl. income approach)

1.1 Način tržnih primerjav

Pristop tržnih primerjav temelji na predpostavki, da dajejo nakupi oziroma prodaje podjetij (podjetij podobnih ocenjevanemu) zadovoljive informacije za vrednotenje podjetja (Pratt, 2000, str. 226) Pri tem načinu vrednotenja je ključnega pomena podobnost oziroma primerljivost podjetij, predvsem v povezavi s stopnjo tveganja. Primerljiva podjetja morajo delovati v isti panogi kot preučevano podjetje ali pa v panogi, ki ima dokaj podobne ekonomske kazalnike. Ker potrebujemo zadostno število primerljivih podjetij, ki so uvrščena na borzo ali udeležena v kupoprodajah podjetja, je ta način primeren za vrednotenje podjetij, ki poslujejo v kapitalno razvitih okoljih. Ta način ocenjevanja vrednosti podjetij je tudi vsebinsko zahteven ter terja dobro poznavanje teorije delovanja kapitalnih trgov.

V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti sta se razvili naslednji metodi ocenjevanja vrednosti:

- metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo
- metoda primerljivih kupo-prodaj podjetij

Obema metodama je skupno, da iz izbranega vzorca izberemo tržne mnogokratnike, katere nato pomnožimo s finančnimi kategorijami podjetja, ki ga ocenjujemo. V primeru primerljivih podjetij, ki so uvrščena na borzo, tržni mnogokratniki temeljijo na borznih kotacijah, v primeru kupoprodaj podjetij pa na cenah, ki so bile realizirane pri nakupih manjšinskih ali večinskih deležev podjetij (Lušnic, 2006, str. 42).

1.2 Na sredstvih zasnovan način

Metoda čistih sredstev temelji na načelu substitucije. Po tem načelu je kupec pripravljen za določeno sredstvo plačati toliko, kolikor je strošek nadomestitve sredstev podjetja. Tukaj je potrebna prilagoditev knjigovodske vrednosti podjetja, saj morajo biti sredstva ocenjena na podlagi tržnih cen. Po načelu te metode prilagodimo vsa materialna, nematerialna sredstva in obveznosti na tržno vrednost; ne glede na to ali so v bilanci ali ne. Vrednost lastniškega kapitala je razlika med ocenjeno tržno vrednostjo sredstev in ocenjeno tržno vrednostjo obveznosti. Ta metoda torej vrednoti lastniški kapital podjetja po stanju sredstev in obveznosti na točno določen dan (Praznik, 2004, str. 95-99).

Običajno se metoda, zasnovana na sredstvih, uporablja za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev. Prav tako je lahko takšna uporaba pristopa zaradi statičnega pogleda na vrednost podjetja sporna. Uporaba pristopa na sredstvih se zato uporablja v primerih likvidacije podjetja oziroma, ko vrednost sredstev predstavlja približek sedanji vrednosti njegovih donosov (Praznik, 2004, str. 95-99).

1.3 Na donosu zasnovan način

Najbolj razširjen je na donosu zasnovan način. Ta način temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja povezano z možnostjo nedoseganja pričakovanega donosa (Praznik, 2004, str. 69).

Trenutno se za vrednotenje podjetij najpogosteje uporablja na donosu zasnovana finančna metoda diskontiranja denarnega toka (DCF – Discounted Cash Flow). V nadaljevanju bom zato večjo pozornost namenil tej metodi, s pomočjo katere bom tudi ocenil vrednost podjetja.

Metoda diskontiranih denarnih tokov (v nadaljevanju DCF – discounted cash flow) je v praksi največkrat uporabljena metoda. Po tej metodi je vrednost sredstva enaka sedanji vrednosti prihodnjih donosov, ki jih bo to sredstvo ustvarilo. Prihodnje donose diskontiramo z diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in mero tveganja denarnih tokov.

Obstaja več različic te metode, najpogosteje uporabljeni sta (Damodaran, 2006, str. 10):

- vrednotenje podjetja kot celote (angl. firm valuation);

- vrednotenje lastniškega kapitala (angl. equity valuation).

Pri vrednotenju podjetja kot celote je prosti denarni tok podjetja enak denarnemu toku po reinvestiranju ter pred plačilom dolga. Diskontna stopnja vključuje stroške dolga ter tudi stroške lastniškega kapitala in se imenuje strošek kapitala. Strošek kapitala je tehtano povprečje stroškov kapitala pred obdavčitvijo, pri čemer so uteži enake deležu posamezne kategorije v celotnem kapitalu (Weighted average cost of capital – WACC). Poleg tega je potrebno upoštevati tudi pričakovano stopnjo rasti denarnih tokov v prihodnosti (Damodaran, 2006, str.11-15).

Metoda DCF predpostavlja neprekinjeno poslovanje podjetja tudi v prihodnosti. Zaradi negotove prihodnosti je težko natančno napovedati prihodnje denarne tokove podjetja. Zato razdelimo prihodnost na dva dela in sicer:

- napovedljivo obdobje (eksplicitno časovno obdobje - obdobje od 5 do 10 let)
- preostalo obdobje (obdobje po napovedljivem obdobju ter do neskončnosti).

1.3.1 Denarni tok

Prosti denarni tok (free cash flow) je denarni tok, katerega ima podjetje na razpolago za razdelitev med lastnike po vseh naložbah v stalna in gibliva sredstva, potrebna za ohranjanje stabilne rasti in dobrega poslovanja tudi vnaprej (Brigham, Daves, 2002, str. 187). V tabeli 1 je prikazan postopek izračuna prostih denarnih tokov.

Tabela 1: Formula za izračun prostega denarnega toka podjetja (PDT)

Prihodki iz poslovanja - Poslovni odhodki (str.materiala, str.storitev, str.dela)
= Poslovni izid iz poslovanja brez amortizacije, obresti in davkov
- Amortizacija
= Poslovni izid iz poslovanja brez obresti in davkov
- davek za plačilo glede na poslovni izid iz poslovanja brez obresti in davkov
= čisti dobiček iz poslovanja po davkih
- Naložbe podjetja (povečanje gibljivih sredstev + nove naložbe v stalna sredstva + povečanje ostalih sredstev)
= PDT podjetja
+ Denarni tok iz neposlovnih naložb podjetja
= Celotni PDT, ki je na razpolago lastnikom podjetja

Vir: Copeland, Koller, Murrin, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. (2nd ed.) 1996, str. 140.

Prosti denarni tokovi so lahko negativni ali pozitivni. Če ima podjetje negativne PDT to pomeni da, potrebuje dodatna sredstva za poslovanje. Vendar to ne pomeni vedno slabega poslovanja, saj moramo pogledati tudi NOPAT. Če je negativen tudi NOPAT, to najverjetneje res pomeni slabo poslovanje oziroma poslovne probleme za podjetje. Ko pa je

NOPAT pozitiven, pa lahko negativne PDT razložimo z velikimi investicijami. Zato si zaradi lažjega razumevanja višine prostih denarnih tokov pomagamo z izračunom donosnosti vloženega kapitala (ROIC- ang. Return On Invested Capital).

Vrednotenje podjetja na osnovi diskontiranja denarnih tokov predpostavlja trajni obstoj podjetja, torej življenjska doba ni omejena. Denarne tokove podjetja moramo zato napovedati zelo daleč v prihodnost. Zaradi tega se navadno napoveduje denarne tokove v dveh fazah. Prva faza se osredotoča na denarni tok v eksplicitnem obdobju, ta faza traja od 5 do 10 let. Druga faza pa napoveduje normaliziran denarni tok, ki ga projeciramo v neskončnost. Vrednost podjetja je tako sestavljena iz sedanje vrednosti denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi.

1.3.2 Donosnost vloženega kapitala (ROIC)

Donosnost vloženega kapitala (ROIC) je tisti kazalec, ki nam pomaga pri razlagi višine prostih denarnih tokov, kakor sem omenil že v prejšnji točki. Donosnost vloženega kapitala nam pokaže, koliko NOPLAT je bilo ustvarjenih iz vsakega eura v vloženem kapitalu. ROIC je sestavljen kot:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC} \quad (1)$$

ROIC donos na investirani kapital

NOPLATprilagojeni dobiček iz poslovanja po davkih

ICinvestirani kapital

Investirani kapital je opredeljen kot vrednost sredstev, ki jih podjetje potrebuje pri poslovanju. Dobimo ga kot vsoto knjižne vrednosti neto obratnega kapitala, neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev ter vseh ostalih sredstev, ki sodelujejo v poslovanju podjetja. Obratni kapital mora vsebovati samo sredstva, ki so potrebna za opravljanje osnovne dejavnosti podjetja, zato moramo izločiti presežna denarna sredstva in kratkoročne finančne investicije, ki jih trenutno poseduje podjetje in so namenjena kasnejšim investicijam ali razdelitvi lastnikom. V literaturi se taka sredstva omenjajo kot presežne finančne investicije (exces marketable securities). Dolgoročne finančne investicije moramo prav tako obravnavati kot neposlovni kapital (Bratkovič, 2007, str. 25).

Investirani kapital lahko izračunamo tudi na pasivni strani bilance stanja s seštetjem skupaj lastniškega kapitala, dolgoročne rezervacije ter dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti. Od vsote pa nato odštejemo dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe.

Če je ROIC višji, kot je zahtevana stopnja donosa vlagateljev (stopnjo donosa vlagateljev dobimo

preko *WACC* modela), podjetje ustvarja novo vrednost, kar predpostavlja višjo vrednost prostih denarnih tokov v prihodnosti. S primerjavo *ROIC* in *WACC* vidimo, da negativni denarni tokovi niso vedno slabo znamenje v primeru, da podjetje dosega visoko stopnjo rasti (Brigham, Daves, 2002, str. 190). *ROIC* v primerjavi z *WACC* in pričakovana stopnja rasti podjetja sta glavna kazalca za ocenitev vrednosti podjetja.

1.3.3 Diskontna stopnja

Z diskontno stopnjo diskontiramo napovedane proste denarne tokove na sedanjo vrednost in tako ugotovimo, koliko je podjetje vredno v tem trenutku. Z diskontno stopnjo dejansko merimo oportunitetni strošek posojilodajalcev za denar, ki so ga dali na razpolago podjetju. Diskontno stopnjo računamo preko modela tehtanih stroškov kapitala (*WACC* - *Weighted Average Cost of Capital*), saj je strošek kapitala sestavljen iz stroškov dolga in stroškov lastniškega kapitala, odvisno od njihove prisotnosti pri financiranju podjetja. Kolikšna bo višina dolžniškega oziroma lastniškega kapitala v podjetju, je odvisno od ciljne strukture kapitala podjetja, po kateri se ravna finančnik podjetja, ko se odloča o načinu financiranja delovanja podjetja (Mramor, 1999, str. 17). *WACC* izračunamo po naslednji enačbi (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 248):

$$WACC = k_d(1 - T)\frac{D}{V} + k_p\frac{E}{V} + k_s\frac{E}{V} \quad (2)$$

k_d - strošek dolga,

k_p - strošek prednostnega kapitala,

k_s - strošek navadnega kapitala,

T – davčna stopnja za podjetje,

V – velikost celotnega kapitala,

P – strošek navadnega kapitala,

D – vrednost dolga,

E – vrednost navadnega kapitala,

P – vrednost prednostnega kapitala.

Sedaj je potrebno določiti še posamezne elemente formule. Po vrsti si posamezni elementi sledijo: določimo strošek dolga, torej zahtevano stopnjo donosa s strani upnikov upniki. Kot strošek dolga se razume ves kapital, ki je v podjetju in za katerega obstaja pogodbeno razmerje za njegovo vračilo ter ne spada med navadni lastniški kapital. Na ceno dolga vplivajo čas in termin vračila, ali bo dolg poplačan kot dogovorjeno, višina dolga in tveganje, ki ga tak kapital nosi. Strošek dolga zahtevan s strani upnikov ni enak strošku dolga podjetja, saj obresti na dolg zmanjšujejo davčno osnovo tako, da del dolga efektivno plača država (Brigham, Daves, 2002, str. 294). Osnovne oblike dolga so: kratkoročni in dolgoročni dolg, najem (poslovni in kapitalski) ter kapital prednostnih lastnikov. Pod dolg se šteje kratkoročni in dolgoročni dolg ter lizing. Pri *WACC*

kratkoročnega dolga ne upoštevamo.

Za izračun navadnega kapitala se običajno uporablja CAPM model (Capital asset pricing model), ki je praksi tudi najbolj razširjen. CAPM temelji na izhodišču, da investitor zahteva tem višji donos naložbe v lastniški kapital, čim višje je tveganje naložbe v primerjavi z netvegano naložbo. Zahtevano mero donosa meri na podlagi treh elementov: netvegane mere donosa, koeficienta beta in pribitka za kapitalsko tveganje. CAPM se izračuna (Brigham,Daves, 2002, str. 297).

$$k_s = r_f + [(r_m) - r_f] \times \beta \quad (3)$$

r_f – stopnja donosa netvegane naložbe,

(r_m) - pričakovana stopnja donosa celotnega tržnega portfelja,

$(r_m) - r_f$ - premija za tržno tveganje,

β - mera sistematičnega tveganja

Stopnja donosa netvegane naložbe običajno temelji na stopnji donosnosti državnih obveznic z dospeljem okoli deset let. Če take obveznice ni, si pomagamo z državnimi obveznicami, ki imajo podobno dospelje, kot je obdobje, za katero smo v prihodnosti napovedali proste denarne tokove podjetja in na osnovi tega obdobja uporabimo donosnost državnih obveznic s podobno dospelostjo. Državne obveznice uporabljamo, ker je tveganje neplačila zelo nizko, so visoko likvidne in vključujejo pribitek za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja).

Premija za tržno tveganje ($r_m - r_f$) je tista premija, ki jo zahtevajo vlagatelji za vlaganje v lastniški kapital. Tržna premija je razlika med pričakovano stopnjo donosa celotnega tržnega portfelja in stopnjo donosa netvegane naložbe. Tržno premijo lahko določimo z določitvijo pribitka za tržno tveganje, katerega izračunamo iz zgodovinskih podatkov.

Mera sistematičnega tveganja predstavlja negotovost realizacije bodočih donosov, izhajajočih iz dejavnikov, ki učinkujejo na vsa podjetja v gospodarstvu enako. Meri razmerje med volatilnostjo medsebojnega gibanja donosnosti posameznega vrednostnega papirja in tržne donosnosti v primerjavi z volatilnostjo vseh vrednostnih papirjev na trgu. Beta enaka ena nam pove, da je tveganje posameznega vrednostnega papirja enako tveganju povprečja trga. Beta nad ena nam pove, da je vrednostni papir nadpovprečno tvegan in beta pod ena podpovprečno.

1.3.4 Končna vrednost

Vrednotenje podjetja, kot smo že ugotovili, poteka v dveh stopnjah. V prvi stopnji izračunamo sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju (za obdobje od 5 do 10 let). Čisti denarni tok po tem obdobju pa zaradi časovne oddaljenosti zajamemo v enem samem znesku. Ta znesek imenujemo končna vrednost (ang. Terminal

Value). Končna vrednost lahko pomeni enako kot preostala vrednost (residual / salvage value), ki sicer predstavlja vrednost osnovnega sredstva na koncu življenjske dobe, ali pa pomeni vrednost podjetja na koncu obdobja eksplicitne napovedi denarnih tokov (Mramor, 1999, str. 37)

Za izračun končne vrednosti podjetja bom uporabil formulo, ki je sestavljena kot:

$$TV = \frac{FCF_t(1+g)}{WACC-g} \quad (4)$$

FCF – prosti denarni tokovi v obdobju napovedi,

g – pričakovana stopnja rasti NOPLAT v določenem obdobju napovedi,

TV – končna vrednost,

WACC – Tehtano povprečje stroškov kapitala.

Končna vrednost podjetja običajno predstavlja znaten del celotne vrednosti podjetja zato jo je pomembno dobro oceniti. Predvsem je pomembna določitev končne vrednosti pri podjetjih, ki obstajajo krajši čas in podjetjih, ki so v fazi izvajanja večjih naložb. Krajše kot je eksplicitno obdobje napovedovanja denarnih tokov, relativno večji vpliv ima končna vrednost na sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov. V primerih visoko tehnoloških podjetij pa lahko predstavlja končna vrednost tudi več kot 100 % sedanje vrednosti podjetja. To lahko pripišemo visokim investicijam, ki pa bodo podjetju ustvarjale vrednost šele v obdobju ki ga zajamemo v končno vrednost.

1.3.5 Izračun vrednosti podjetja na podlagi končne vrednosti

Kot zadnji korak metode diskontiranih denarnih tokov seštejemo diskontirane proste denarne tokove iz obdobja eksplicitne napovedi in končno vrednost podjetja. Na koncu še analiziramo smiselnost rezultata oz. rezultat primerjamo z drugimi metodami vrednotenja (v našem primeru bo to EVA).

$$PV = \sum_{t=1}^{T-n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n} \quad (5)$$

PV – diskontirana sedanja vrednost,

FCF – prosti denarni tokovi v obdobju napovedi,

TV – končna vrednost,

r – diskontna stopnja,

t – časovno obdobje.

Diskontna stopnja r v tem primeru pomeni diskontno stopnjo ki smo jo izračunali z *WACC* formulo. t je posamezno leto v določenem obdobju napovedi, medtem ko n pomeni število let po, katerih se določeno obdobje napovedi konča in se izračuna končna vrednost.

2. Predstavitev Gorenja

2.1 Na kratko o podjetju

Gorenje je eden najprodornejših evropskih proizvajalcev gospodinjskih aparatov s sedežem v Sloveniji. Usmerjeni so v razvoj tehnološko inovativnih, vrhunsko oblikovanih in energetsko učinkovitih izdelkov, katerih 85 odstotkov prodajo pod lastno blagovno znamko. Razvijajo tudi dejavnosti na področju notranje opreme, razvejane divizije ekologije, energetike in storitev. Zavedajo se da je za konkurenčnost nujna ekonomija obsega, inovativnost, razlikovanje in gradnja blagovne znamke. Nenehne spremembe, ki jih v poslovno, socialno in politično okolje prinašajo procesi globalizacije, konsolidacije v panogi, bivanjski trendi ter svetovna gospodarska kriza, jih silijo in motivirajo k izboljševanju. Na nove izzive se želijo odzivati hitro, prožno in učinkovito.

Njihova vizija je postati najbolj izviren, v trajnostni razvoj in oblikovanje usmerjen ustvarjalec izdelkov za dom s prožnim prilagajanjem potrebam potrošnikov.

Kot svoje poslanstvo opredeljujejo ustvarjanje izvirnih, tehnično dovršenih, vrhunsko oblikovanih, uporabnikom in okolju prijaznih izdelkov za prijeten dom. Z upoštevanjem ključnih globalnih trendov in izzivov nameravajo razvijati hitro rastoča področja z nadpovprečnimi donosi. Z osredotočenostjo v zadovoljstvo potrošnikov pa nameravajo na družbeno odgovoren način ustvarjati vrednost za lastnike, zaposlene in druge deležnike družb Skupine Gorenje.

Osnovne strateške usmeritve Skupine Gorenje:

- pospeševanje prodaje izdelkov in storitev v visoko cenovnih razredih, izdelkov in storitev z visokimi maržami v osnovni dejavnosti preko systemskega pristopa k blagovni znamki, inovacijam in oblikovanju;
- doseganje procesne odličnosti in s tem stroškovne učinkovitosti na vseh področjih delovanja;
- pospeševanje aktivnosti nabave v okoljih z nižjimi stroški, zniževanje stroškov režijskega dela v dodani vrednosti osnovne dejavnosti in povečanje produktne ekonomije obsega ob zniževanju njene kompleksnosti;
- intenzivna širitev na poslovna področja z višjo donosnostjo v okviru strateških dejavnosti;
- usmeritev prodaje na trge z vsaj dvakratno stopnjo rasti povprečja svetovnega bruto domačega proizvoda.

Pomembnejši mejniki v razvoju in rasti Gorenja so prikazani v tabeli 2:

Tabela 2: Pomembnejši mejniki v razvoju in rasti Gorenja

1950-1960	1950 ustanovitev Gorenja; selitev v Velenje in izgradnja novih lastnih proizvodnih prostorov
1961-1970	1961 prvi izvoz v tujino
1971-1980	nova poslovna področja; razširitev na skoraj vsa območja takratne Jugoslavije (zaposluje prek 20.000 ljudi); izgradnja lastne distribucijske mreže v Zahodni Evropi
1981-1990	širitev v Veliko Britanijo in ZDA
1991-1996	močna izvozna usmerjenost - izguba jugoslovanskega trga, ustanavljanje podjetij v Vzhodni Evropi
1997-2005	Gorenje, d.d., postane delniška družba; vračanje na trge nekdanje Jugoslavije ;nakup češkega proizvajalca kuhalnih aparatov Mora Moravia
2006-2008	otvoritev nove tovarne v Valjevu; nakup družbe Surovina, d.d., Maribor, 15% dokapitalizacija; prevzem nizozemske družbe ATAG
2009	Odprtje največjega centra za ravnanje z nevarnimi odpadki v Sloveniji

Vir: Spletna stran Skupine Gorenje

2.2 Lastniška struktura

Dne 5.7.2010 je družba Gorenje, d.d., na podlagi končanega postopka vpisa in vplačila novih delnic Gorenje, d.d., prejela sklep Okrožnega sodišča v Celju. Sklep se je nanašal na vpis spremembe osnovnega kapitala s prejšnjih 58.546.152,56 EUR na 66.378.217,32 EUR. Število delnic se je spremenilo z 14.030.000 na 15.906.876. Nove navadne prosto prenosljive kosovne delnice z obstoječimi delnicami tvorijo isti razred. Število lastnih delnic na dan 31.12.2009 je znašalo 121.311 lastnih delnic, kar predstavlja 0,8647-odstotni delež v osnovnem kapitalu za leto 2009 (oziroma po najnovejših podatkih 0,7626-odstotni delež). Lastniška struktura je prikazana v tabeli 3.

Tabela 3: Lastniška struktura na dan 31.8.2010

Naziv	Število delnic	%
KAPITALSKA DRUŽBA, D.D.	3.534.615	22,2207
IFC	1.876.876	11,7991
HOME PRODUCTS EUROPE B.V.	1.070.000	6,7267
INGOR, d.o.o., & co. k.d.	794.473	4,9945
KD GALILEO	564.984	3,5518
RAIFFEISEN ZENTRALBANK AG	442.666	2,7829
PROBANKA, d.d.	412.276	2,5918
EECF AG	411.727	2,5884
KD ID, delniška ID, d.d.	333.957	2,0995
TRIGLAV VZAJEMNI SKLADI - DELNIŠKI TRIGLAV	322.090	2,0248
Skupaj deset največjih delničarjev:	9.763.664	61,3801
Ostali delničarji	6.143.212	38,6199
SKUPAJ:	15.906.876	100

Vir: Spletni naslov Skupine Gorenje

3. Vrednotenje Skupine Gorenje

3.1 Analiza preteklosti in sedanjosti

V tem delu diplomske naloge sem pripravil analizo preteklega in tekočega poslovanja Skupine Gorenje. Podatke sem prikazal na način, iz katerega so razvidni investirani kapital, NOPLAT in FCF. Za izračun sem uporabil podatke iz obdobja 2006-2009, ki so javno dostopni v letnih poročilih. Pred začetkom tega sklopa bi rad še opozoril, da so vse vrednosti v tabelah izračunane v 1000 evrov.

Investirani kapital podjetja je vrednost sredstev, s katerimi podjetje lahko opravlja svojo osnovno dejavnost. Izračunal sem ga po formuli najdeni na spletni strani Investopedia, kjer investirani kapital najlažje dobimo, če od vseh sredstev odštejemo kratkoročne obveznosti, ki ne povzročajo obresti. Izračun investiranega kapitala je podan v tabeli 4.

Tabela 4: Izračun investiranega kapitala na koncu vsakega leta

V 1000 EUR				
Leto	2006	2007	2008	2009
Sredstva	904.610	999.715	1.257.732	1.178.677
Obveznosti do dobaviteljev	227.819	220.261	223.660	196.296
Druge kratkoročne obveznosti	47.409	51.546	79.164	87.260
Obveznosti za davek od dobička	1.434	1.900	1.817	4.281
Investirani kapital	627.948	726.008	953.091	890.840

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje

Čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPLAT) sem izračunal v tabeli 5. Izračunan je kot razlika med čistim poslovnim izidom pred obrestmi, davki (EBIT) in prilagojenimi davki. Prilagojeni davki so tisti davki, ki bi jih podjetje plačalo, če ne bi imelo dolga, presežnih finančnih investicij in prihodkov, ki ne prihajajo iz poslovanja podjetja.

Tabela 5: Izračun čistega poslovnega izida manj prilagojeni davek

V 1000 EUR				
Leto	2006	2007	2008	2009
Čisti poslovni izid pred obrestmi, davki	30.822	36.233	36.893	12.149
Prilagojeni davek	6.135	7.103	9.576	7.215
Čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih	24.687	29.130	27.317	4.934

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje.

FCF oziroma prosti denarni tok nam pove, koliko denarja družba troši oziroma ustvari. FCF je denarni tok, ki je na razpolago vsem, ki v podjetje investirajo. Po domače povedano nam torej prosti denarni tok pove, ali je podjetje za svoje lastnike ustvarilo dobiček oziroma v primeru negativnega denarnega toka, če je več denarja porabilo kot ustvarilo. Podatka investicijski odhodki in sprememba NOWC sem oba izračunal s pomočjo letnega poročila za leto 2005. Vrednosti je bilo potrebno preračunati še iz tolarjev, zato sem za preračunavanje uporabil zadnji tečaj, ki je znašal 239,64 slovenskih tolarjev za en evro. Tabela 6 prikazuje izračun prostih denarnih tokov za obdobje 2006 do vključno 2009.

Tabela 6: Izračun prostih denarnih tokov za obdobje 2006-2009

v1000 EUR				
Leto	2006	2007	2008	2009
Poslovni izid iz poslovanja brez obresti in davkov	30.822	36.233	36.893	12.149
- Davek	6.164	7.247	7.379	2.430
= Čisti dobiček iz poslovanja po davkih	24.658	28.986	29.514	9.719
+ Amortizacija	49.582	53.211	57.121	56.050
= Denarni tokovi pri poslovanju	74.240	82.197	86.635	65.769
Investicijski odhodki	23.648	32.155	28.162	-30.152
+ Sprememba NOWC	28.937	49.681	17.246	-23.017
= Investicije v obratna sredstva	52.585	81.836	45.408	-53.169
PDT	21.655	361	41.227	118.938

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje.

Kot vidimo so v letu 2007 veliko investirali kar je zmanjšalo proste denarne tokove medtem ko so v letu 2009 pa imeli visok znesek pri prostih denarnih tokovih ravno zaradi obilnega zmanjšanja investicij v obratna sredstva.

Tabela 7: Izračun donosa na vloženi kapital za obdobje od 2006-2009

V 1000 EUR				
Leto	2006	2007	2008	2009
Investirani kapital	563.215	627.948	726.008	953.091
Čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih	24.687	29.130	27.317	4.934
ROIC	4,383%	4,639%	3,763%	0,518%

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje

V zgornji tabeli, torej tabeli 7 je prikazan izračun ROIC za obdobje 2006 do vključno 2009. Enak postopek kot že pri izračunu prostih denarnih tokov, sem uporabil tudi za izračunavanje investiranega kapitala na začetku leta 2006. ROIC sem izračunal kot NOPLAT za tekoče leto, deljeno s stanjem investiranega kapitala na začetku leta. Kot vidimo, je ROIC za Skupino Gorenje zelo nizek. To izhaja predvsem iz tega, da ima podjetje veliko investiranega kapitala. ROIC za leto 2009 je seveda izjema, saj je zaradi izrednega dogodka (gospodarske krize) podjetje imelo zelo nizek NOPLAT in je celo poslovalo z izgubo. Ker je ROIC manjši kot strošek kapitala (WACC), podjetje ne ustvarja dodatne vrednosti za investitorje. WACC je namreč najnižja stopnja donosa, pri kateri podjetje ustvarja dodatno vrednost. Vendar pri ROIC pogledamo tudi trend v preteklosti. Ker vidimo, da ima podjetje padajoči trend to vpliva na našo odločitev za vlaganje v to podjetje. Ker je WACC višji od ROIC, povrh vsega pa ima ROIC tudi padajoči trend, je to že lahko opozorilni znak še preden se lotimo ocene vrednosti podjetja.

3.2 Napoved prihodnjega poslovanja

Pri napovedi prihodnjega poslovanja sem imel velike težave, saj je podjetje v letu 2009 poslovalo z izgubo obenem pa veliko dezinvestiralo iz obratnih sredstev. Razlog je seveda gospodarska kriza, ki pa je tudi otežila tisti del diplomske naloge, kjer je potrebno napovedati prihodnost. Tako sem prihodke od prodaje projeciral na podlagi napovedi poslovanja Skupine Gorenje, ki jo je podjetje samo napovedalo. Ker pa pričakujem, da bo podjetje čutilo vplive gospodarske krize še nekaj let, sem zelo skeptičen glede njihove napovedi za leto 2010. Zaradi tega razloga sem smiselno priredil podatke na vrednosti, kakršne sam pričakujem na podlagi poslovanja prejšnjih let, saj pričakujem da bo podjetje tudi to leto še čutilo krizo ter imelo slabše poslovanje kot so ga napovedali. Stroške amortizacije sem ocenil glede na pretekla štiri leta ob upoštevanju dezinvestiranja iz obratnih sredstev v letu 2009. Na podlagi moje projekcije prihodkov od prodaje sem ocenil še stroške materiala in dela ob upoštevanju razmerja med stroški in prihodki iz prodaje za pretekla leta. Pri tem sem tudi predvideval, da podjetje trenutno verjetno glede cen bolj pritiska na dobavitelje ter niža plače zaposlenim.

Na koncu sem dobljeno projekcijo še preveril z oceno čistega poslovnega izida, kjer sem primerjal drugo polletje leta 2009 in projekcijo iz polletnega poročila poslovanja Skupine Gorenje za prvo polletje leta 2010. Tako sem pregledal, če sem vsaj po svojem mnenju realno ocenil postavke izkaza poslovnega izida za leto 2010.

Na podoben način sem tudi ocenil stopnje rasti za do vključno leta 2019, kjer sem tudi bolj konzervativno ocenil rast, saj menim, da se bodo posledice krize čutile še dolgo v prihodnosti - kar seveda vpliva na poslovanje podjetja. Tabela 8 prikazuje napoved poslovanja.

Tabela 8: Napoved izkaza poslovnega izida za obdobje od 2010 do 2019

V 1000 EUR

Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Prihodki od prodaje	1.145.146	1.168.049	1.191.410	1.221.195	1.251.725	1.289.277	1.340.848	1.394.482	1.450.261	1.508.271
2. Sprememba vrednosti zalog	6.344	6.471	6.600	6.765	6.934	7.142	7.428	7.725	8.034	8.356
3. Drugi poslovni prihodki	19.820	20.216	20.621	21.136	21.665	22.315	23.207	24.135	25.101	26.105
4. Kosmati donos iz poslovanja	1.171.310	1.194.736	1.218.631	1.249.097	1.280.324	1.318.734	1.371.483	1.426.343	1.483.396	1.542.732
5. Stroški blaga, materiala in storitev	-873.050	-890.511	-908.321	-931.029	-954.305	-982.934	1.022.251	1.063.142	1.105.667	1.149.894
6. Stroški dela	-190.672	-192.596	-194.522	-199.385	-205.367	-211.528	-217.873	-224.410	-231.142	-238.076
7. Amortizacija	-52.226	-52.748	-53.276	-54.341	-54.885	-55.434	-57.651	-59.957	-62.355	-64.849
8. Drugi poslovni odhodki	-15.428	-15.737	-16.051	-16.453	-16.864	-17.370	-18.065	-18.787	-19.539	-20.320
9. Poslovni izid iz poslovanja - EBIT	39.934	43.144	46.461	47.889	48.904	51.469	55.643	60.047	64.693	69.592
Finančni prihodki iz deležev pridruženih podjetij	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
11. Finančni prihodki	17.114	17.456	17.805	18.251	18.707	19.174	19.941	20.739	21.569	22.431
12. Finančni odhodki	-38.822	-39.598	-40.390	-41.400	-42.435	-43.708	-45.457	-47.275	-49.166	-51.132
13. Neto finančni odhodki	-21.708	-22.142	-22.585	-23.150	-23.728	-24.534	-25.515	-26.536	-27.597	-28.701
14. Celotni poslovni izid - EBT	18.226	21.002	23.876	24.739	25.176	26.935	30.128	33.512	37.096	40.891
15. Davek iz dobička	-5.874	-4.095	-4.656	-4.824	-4.909	-5.252	-5.875	-6.535	-7.234	-7.974
16. Čisti poslovni izid	12.352	16.907	19.220	19.915	20.266	21.683	24.253	26.977	29.862	32.918

3.3 Ocena diskontne stopnje

$$WACC = k_d(1 - T)\frac{D}{V} + k_s\frac{E}{V} \quad (6)$$

Določanje stroškov dolga:

Stroški dolga so v grobem obrestne mere, po katerih podjetje lahko dobi posojilo. Izbral sem kredit daljši od pet let pri Abanki Vipra d.d. Podjetje dobi kredit z ročnostjo dlje od petih let po obrestni meri od 4,50 do 6,00 odstotne točke ter pribitek EURIBOR primerne ročnosti. EURIBOR za 5 let pa je na dan 8.9.2010 znašal 1,8241%. Za Gorenje bom rajši uporabil višjo stopnjo, saj so lani imeli v prvem polletju približno 17 milijonov evrov izgube, kar bi verjetno znižalo boniteto stranke, to pa je eden dejavnikov, po katerih se določa višina obrestne mere. Višina obrestne mere je odvisna še od zavarovanja posla in sodelovanja stranke z banko.

$$k_d = 6,0\% + 1,8241\% = 7,8241\% \quad (7)$$

(pribitek v odstotnih točkah na EURIBOR ustrezne ročnosti)

Strošek lastniškega kapitala:

Stopnja donosa netvegane naložbe: 4,125%

Za stopnjo donosa netvegane naložbe sem uporabil stopnjo donosa desetletne obveznice Republike Slovenije katere podatke sem vzel s strani finančnega ministrstva. Obveznica ima rok izdaje 26.01.2010, dospelost 26.01.2020 ter stopnjo donosa 4,125%.

Premija za deželno tveganje: 0.90%

Za natančnejšo oceno sem prištel še pribitek za deželno tveganje, ki po Damodaranu znaša za Slovenijo 0,90% (Risk Premiums for Other Markets, 2010 january).

Sistematično tveganje - beta podjetja: 0,95%

Beta meri razmerje med nihanji donosnosti posameznega vrednostnega papirja in tržne donosnosti v primerjavi z nihanjem vseh vrednostnih papirjev na trgu. Ko je beta enaka ena, je tveganje posameznega vrednostnega papirja enako tveganju povprečja trga. Za beta podjetja sem uporabil kar beta delnice Gorenja, ki sem jo našel v polletnem statističnem poročilu Ljubljanske borze za prvo polletje 2010. Uporabil sem beto delnice, saj predvidevam, da po veliki finančni krizi, ki je prizadela ves svet in omajala zaupanje v borze, borzni udeleženci bolj skrbno spremljajo poslovanje podjetja ter izkaze v letnih poročilih. Na

podlagi poslovanja in letnih poročil se odločajo za trgovanje z vrednostnimi papirji, to pa po mojih predvidevanjih enači beta delnice z beta podjetja.

Določanje tržne premije za tveganje: 3,78%

Tržna premija je razlika med pričakovano stopnjo donosa celotnega tržnega portfelja in netvegano stopnjo donosa. Zgodovinske premije za tveganje izračunavamo s pomočjo dolgoletnih podatkov preteklih gibanj cen sredstev. Opazujemo donosnost delnic in dolgoročnih obveznic v daljšem časovnem obdobju. Na podlagi Damodarana sem se odločil uporabiti aritmetično povprečje dolgoročne tržne premije (Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States) za obdobje od leta 1960 pa do danes, torej 50 let. Tako premija za tveganje razvitega kapitalnega trga znaša 3,78 odstotka.

$$k_s = 4,125\% + (3,78\% + 0,90\%) \times 0,95 = 8,571\% \quad (8)$$

Potrebno je dodati še uteži na strani stroška dolga in stroška kapitala. Po podatkih v letnem poročilu za 2009 znaša kapital 369.644.000€, medtem ko dolg znaša 452.242.000€.

Končni izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala – WACC:

$$WACC = 7,8241\% (1 - 0,2) \times 55,025\% + 8,571\% \times 44,975\% = 7,299\% \quad (9)$$

3.4 Vrednost podjetja z metodo diskontiranih denarnih tokov

V teoretičnem delu diplomske naloge sem že določil vse potrebne parametre za izračun končne vrednosti podjetja. Sledi izračun vrednosti podjetja na način ki naj bi odražal stanje podjetja v prihodnosti. V tabeli 9 se nahaja izračun prostih denarnih tokov za obdobje napovedi. V prvem delu bom torej izračunal proste denarne tokove za napovedano obdobje do leta 2019 ter jih tudi diskontiral na sedanjo vrednost.

Tabela 9: Izračun prostih denarnih tokov za napoved od leta 2010-2019

v1000 EUR										
Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Poslovni izid iz poslovanja brez obresti in davkov	39.934	43.144	46.461	47.889	48.904	51.469	55.643	60.047	64.693	69.592
- Davek	7.987	8.629	9.292	9.578	9.781	10.294	11.129	12.009	12.939	13.918
= Čisti dobiček iz poslovanja po davkih	31.947	34.516	37.169	38.311	39.123	41.175	44.514	48.038	51.755	55.674
+ Amortizacija	52.226	52.748	53.276	54.341	54.885	55.434	57.651	59.957	62.355	64.849
= Denarni tokovi pri poslovanju	84.173	87.264	90.444	92.652	94.008	96.609	102.165	107.995	114.110	120.523
Investicijski odhodki	-3.846	53.054	51.841	48.385	53.223	52.691	57.433	62.602	68.237	74.378
+ Sprememba NOWC	-1.162	15.637	6.938	5.868	6.014	7.398	10.160	10.566	10.989	11.428
= Investicije v obratna sredstva	-5.008	68.690	58.779	54.253	59.238	60.089	67.593	73.168	79.225	85.806
PDT	89.181	18.574	31.665	38.399	34.770	36.520	34.572	34.826	34.885	34.717

Nato je potrebno proste denarne tokove diskontirati za vsako leto, kar bom prikazal v tabeli 10. Tokove bom diskontiral z diskontno stopnjo, ki po mojih izračunih znaša 7,299%.

Tabela 10: Diskontiranje prostih denarnih tokov za napoved od leta 2010-2019

V 1000 EUR										
Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	1,000	2,000	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000
	0,936862	0,868578	0,809493	0,754427	0,703107	0,655279	0,610703	0,56916	0,530443	0,49436
DCF	83.551	16.133	25.633	28.970	24.447	23.931	21.113	19.822	18.504	17.163

Končna vrednost je sestavljena iz več komponent. Do vključno leta 2019 bi bilo podjetje vredno 279.265.000€, če bi to leto prenehalo z poslovanjem. Vendar v računovodstvu velja pravilo, da predpostavljamo poslovanje še vnaprej, zato se lotimo izračuna preostale vrednosti. Za rast podjetja po obdobju napovedi ter do neskončnosti bom uporabil letno stopnjo 2,5%. Ta letna stopnja rasti temelji na dejstvu, da Skupina Gorenje deluje v razviti in zreli panogi, kjer je verjetnost visokih stopenj rasti v prihodnosti zelo majhna.

Preostalo vrednost nato diskontiramo z diskontno stopnjo veljavno za zadnje leto napovedi ter tako dobimo vrednost 181.220.000€. Seštevek ocenjene vrednosti napovedanega obdobja in sedanje vrednosti preostale vrednosti je končna vrednost. Od vrednosti lastniškega kapitala nas loči le še korak, kjer prištejemo dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe ter denar, odštejemo pa dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti. Vrednost lastniškega kapitala ob predpostavki poslovanja v neskončnost znaša po metodi diskontiranih denarnih tokov

110.205.000€.

Tabela 11: Izračun vrednosti podjetja

v 1000 EUR	
Ocenjena vrednost napovedanega obdobja	279.265
Preostala vrednost	366.574
Sedanja vrednost preostale vrednosti	181.220
Končna vrednost podjetja	460.485
Plus: dolgoročne finančne naložbe	6.614
Plus: kratkoročne finančne naložbe	68.218
Plus: Denar in denarni ustrezniki	27.130
Minus: dolgoročne finančne obveznosti	242.359
Minus: kratkoročne finančne obveznosti	209.883
Vrednost lastniškega kapitala	110.205

Vrednost podjetja preko metode DCF je dokaj nizka. To vidimo, če delimo vrednost lastniškega kapitala s številom delnic podjetja (14.030.000) ter s tem dobimo vrednost delnice, ki znaša 7,9€ na delnico. Tržna vrednost delnice se v zadnjih štirih mesecih giblje okoli 12,4€. To bi lahko pomenilo, da je vrednost delnice precenjena ter bo le-ta padla v prihodnosti. Pred gospodarsko krizo je cena delnice dosegala vrednosti tudi do 49€ v septembru 2007 med gospodarsko krizo v septembru 2009 pa padla celo pod 10€ (podatke o delnicah sem našel na spletni strani Bloomberg).

3.5 Relativno vrednotenje

Druga metoda, ki sem jo uporabil za ocenjevanje Skupine Gorenje, je relativno vrednotenje. Ta metoda je uporabna zaradi svoje preprostosti in hitrosti uporabe. Obstajajo pa tudi nevarnosti povezane z multiplikatorji. Potrebno je dobro razumeti vsak posamezen multiplikator in predpostavke na katerih temelji. V relativno vrednotenje sem vključil osem podjetij, ki proizvajajo aparate za dom. Pet jih je iz razvijajočih se trgov, medtem ko so tri iz razvitih trgov. Analiza bo vključevala 4 kazalnike: P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT in EV/SALES.

P/E kazalnik - Multiplikator čistega dobička je najbolj razširjen v uporabi. Pove nam razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico, ali razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja in dobičkom.

EV/EBITDA kazalnik – Je razmerje med tržno vrednostjo podjetja in bruto dobičkom (EBIT) zvišanim za amortizacijo.

EV/EBIT kazalnik – Je razmerje med tržno vrednostjo podjetja in bruto dobičkom. Ta kazalnik je zelo podoben EV/EBITDA kazalniku, vendar bolj preprost.

EV/SALES kazalnik – Prikaže razmerje med tržno vrednostjo podjetja in vrednostjo prodaje podjetja.

Vrednosti zgoraj razloženih kazalnikov so prikazane v spodnji tabeli. Podatke v tabeli 12 sem dobil z Damodaranove spletne strani, objavljene januarja 2010 za leto 2009.

Tabela 12: Izbrani kazalniki za primerljiva podjetja

Podjetje	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/SALES
Electrolux AB	142,02	13,74	17,68	0,52
Indesit Company SpA	14,82	4,75	10,78	0,44
De'Longhi S.p.A.	12,05	5,02	7,55	0,49
Whirlpool S.A.	10,50	6,88	8,07	1,18
Zelmer SA	24,57	8,92	16,04	1,32
Amica Wronki S.A.	43,91	5,49	13,44	0,38
Longvie SA	6,13	8,38	24,90	0,42
Vestel	20,06	4,47	7,40	0,45
Mediana	14,82	6,88	10,78	0,52
Gorenje	19,90	7,00	67,13	0,65

Vir: Spletna stran Damodaran

Gorenje je imelo z izjemo EV/EBIT kazalnika vrednosti kazalnikov dokaj primerljive z mediano izbranih devetih podjetij. Za vsak kazalec sem izračunal mediano izbranih podjetij. Mediano sem izbral, saj se z njeno uporabo negirajo najbolj izstopajoče vrednosti kazalnikov. Zaradi tega razloga je mediana pri relativnem vrednotenju tudi bolj uporabna kot povprečje. Pri izračunu vrednosti delnice Gorenja sem torej množil mediano za devet izbranih podjetij z ustreznimi finančnimi kategorijami Skupine Gorenje za leto 2009.

Tabela 13: Izračun vrednosti delnice Gorenja preko relativnega vrednotenja

Kazalnik	Vrednost delnice Gorenja preračunana s podatki za 2009
P/E	-12,92
EV/EBITDA	6,54
EV/EBIT	-17,57
EV/Sales	17,05
Povprečje	11,80
Mediana	11,80

Kot vidimo iz tabele, zaradi slabega poslovanja podjetja v letu 2009 dve ceni delnice izmed štirih preračunanih s kazalniki dobita negativne vrednosti. Zaradi tega sem izračunal povprečno vrednost le obeh preostalih vrednosti ter tudi mediano, ki pa je v tem primeru enaka povprečni vrednosti. Kot je razvidno iz tabele 11, tudi relativno vrednotenje torej oceni

vrednost podjetja nižje, kot ga trenutna tržna cena delnice, vendar je razlika veliko manjša kot jo oceni metoda diskontiranih denarnih tokov.

SKLEP

Vrednotenje podjetja je velik izziv za ocenjevalca, ker je, čeprav za delniške družbe obstajajo javno dostopni podatki za poslovanje podjetja v preteklosti, del vrednotenja usmerjen v prihodnost. Tukaj se zaplete, saj je vrednost podjetja odvisna od ocenjevalca. S tem predvsem mislim na ocenjevalčeve občutke pri napovedi poslovanja, saj imajo že majhne spremembe dejavnikov velik vpliv na prihodnje poslovanje oziroma njegovo napoved.

Podjetje sem vrednotil po metodi diskontiranih denarnih tokov, ki je ena najbolj uporabljenih in priznanih metod za vrednotenje podjetja. Preko te metode sem vrednotil poslovanje podjetja do leta 2019 ter nato še poslovanje v neskončnost. Z relativnim vrednotenjem pa sem nato vrednotil podjetje še na drug način ter tako preveril dobljene rezultate. Moja končna ocena podjetja oziroma odločitev ali priporočiti ali odsvetovati naložbo v to podjetje potencialnemu vlagatelju temelji na štirih točkah. Preko metode DCF sem ugotovil, da je vrednost podjetja enaka 110.205.000€, preračunano na delnico je to vrednost delnice 7,9€. To je pod trenutno tržno vrednostjo delnice, kar lahko pomeni, da je podjetje oziroma cena delnice precenjena na trgu. To trditev potrjujejo tudi rezultati z relativno metodo vrednotenja, kjer cena delnice znaša 11,80€ in tudi pade pod tržno ceno. To je torej že druga metoda, ki je potrdila, da je cena delnice na trgu precenjena, vendar je v primeru relativnega vrednotenja razlika zelo majhna. Nadalje je tudi pomemben ROIC, saj nižja vrednost ROIC od stroška kapitala daje znak vlagateljem, da to podjetje ne ustvarja dodane vrednosti, ter je bolje iskati priložnosti drugje. Nazadnje bi še omenil potekajočo dokapitalizacijo, ki je po mojem mnenju v povezavi s povečanjem dolgov in velikim dezinvestiranjem v letu 2009 tudi znak slabšega stanja podjetja, če je potrebno podjetju iskati sredstva skozi izdajo novih delnic. Na ta del se nanaša tudi drugi del mojega zaključka, kjer sem že s pridobljenimi rezultati skozi metodo DCF in s delno pomočjo vrednosti ROIC ocenil, da je cena, po kateri je Gorenje izdalo nove delnice za vlagatelje neugodna. Tudi relativno vrednotenje potrjuje, da je morebiti naložba drugam bolj smotrna, vendar je razlika pri relativnem vrednotenju in ceno delnice, po kateri se prodajajo ob dokapitalizaciji, ki znaša 13,32€, manjša kot pri vrednotenju z DCF metodo.

Skozi izdelavo diplomske naloge sem prišel do spoznanja, kakšne prijeme in informacije potrebuje ocenjevalec za realistično ocenitev podjetja. Potrebno je imeti znanje iz računovodstva ter analize poslovanja za ocenitev in interpretiranje informacij iz računovodskih izkazov in bilance znanja. Za poslovanje v prihodnosti pa je potrebno imeti veliko informacij o poslovnih načrtih podjetja v prihodnosti, ter dobiti na splošno čim bolj ažurne in natančne informacije o načrtih vodstva za prihodnost.

Za konec naj še zaključim s sklepno mislijo o podjetju ter vrednotenju. Po lastnih izračunih in svoji presoji bi odsvetoval naložbo v delnice Gorenja, vendar je to le ocena vrednosti podjetja po predvidevanjih poslovanja, kakršnega pričakujem v prihodnosti. Ocena mojega vidika razvoja Gorenja v prihodnosti pa temelji na občutkih in predvidevanjih, ne pa tako zelo na

izkušnjah saj praktičnih izkušenj v vrednotenju še nimam. Te tri sestavine: občutki, predvidevanje in izkušnje pa so temeljne pri ocenjevanju vrednosti podjetja.

LITERATURA IN VIRI

1. *Abanka Vipava d.d.*. Najdeno 28. avgusta na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/>
2. Bratkovič, B. (2007). *Vrednotenje za potrebe nakupa izbranega podjetja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Brigham E.F., Daves P.R.: (2002) *Intermediate Financial Management*. 7th Edition. B.k. : South Western.
4. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1996). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (2nd ed.) New York : John Wiley & Sons, Inc.
5. Damodaran, Aswath (2006). *Damodaran on Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
6. Euribor. Najdeno 8. Septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.euribor.it/>
7. Lušnic, K.(2006). *Uporaba načina tržnih primerjav pri ocenjevanju vrednosti podjetij*. Ljubljana: Zbornik referatov.
8. Ministrstvo za Finance. Najdeno 28. avgusta na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/slov/obvezn/obveznica_68.htm
9. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
10. Pratt, P. S. (2000). *The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. (4th ed.). Homewood: Irwin, R. D. Inc.
11. Pratt, S. P. (1993). *Valuing Small Businesses and Professional Practices*. (2nd ed.). Homewood: Business One Irwin.
12. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
13. Slovenski poslovnofinančni standardi (2003). Najdeno 14. avgusta na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/dokumenti/SPS-ocenjevalci_vrednosti.pdf
14. Individual company information: Emerging Markets (2009). Najdeno 3. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
15. Individual company information: Europe (2009). Najdeno 3. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
16. Risk premiums for Other Markets (2009). Najdeno 25. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
17. Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States. Najdeno 25. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
18. Investopedia. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/>
19. Bloomberg. Najdeno 12. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=GRVG:SV>
20. Lastniška struktura Skupine Gorenje. Najdeno 5. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.gorenjegroup.com/si/odnosi_z_investitorji/lastniska_struktura
21. Formula za izračun investiranega kapitala. Najdeno 7. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/university/EVA/EVA3.asp>
22. Revidirano letno poročilo družbe Gorenje, d.d., in Skupine Gorenje za leto 2005, Ljubljana: Skupina Gorenje.

23. Revidirano letno poročilo družbe Gorenje, d.d., in Skupine Gorenje za leto 2006, Ljubljana: Skupina Gorenje.
24. Revidirano letno poročilo družbe Gorenje, d.d., in Skupine Gorenje za leto 2007, Ljubljana: Skupina Gorenje.
25. Revidirano letno poročilo družbe Gorenje, d.d., in Skupine Gorenje za leto 2008, Ljubljana: Skupina Gorenje.
26. Revidirano letno poročilo družbe Gorenje, d.d., in Skupine Gorenje za leto 2009, Ljubljana: Skupina Gorenje.
27. Polletno poročilo januar junij 2010, najdeno na spletni strani Skupine Gorenje 1. septembra 2010.
28. Dokapitalizacija, Najdeno 25. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.gorenjegroup.com/si/odnosi_z_investitorji/dokapitalizacija

Kazalo prilog

<i>Priloga 1: Bilance stanja za obdobje od 2006-2009.....</i>	<i>2</i>
<i>Priloga 2: Izkazi letnih poročil za obdobje od 2006-2009.....</i>	<i>3</i>
<i>Priloga 3: Bilanca stanja za leto 2005.....</i>	<i>4</i>
<i>Priloga 4: Izkaz poslovnega izida za leto 2005.....</i>	<i>5</i>

Priloga 1: Balance stanja za obdobje od 2006-2009

Leto		2006	2007	2008	2009
1.	SREDSTVA (A+B)	904.610	999.715	1.257.732	1.178.677
A.	Dolgoročna sredstva	408.971	448.694	606.027	574.307
I.	Neopredmetena sredstva	22.833	25.094	162.986	161.560
II.	Nepremičnine, naprave in oprema	352.636	384.791	412.953	382.801
III.	Naložbene nepremičnine	984	10.174	7.090	7.802
IV.	Dolgoročne finančne naložbe	17.229	19.217	12.721	6.614
V.	Naložbe v pridružena podjetja	6.280	12	0	0
VI.	Odložene terjatve za davke	9.009	9.406	10.277	15.530
B.	Kratkoročna sredstva	495.639	551.021	651.705	604.370
I.	Nekratkoročna sredstva za prodajo	423	1.062	954	1.137
II.	Zaloge	192.702	217.471	253.004	217.981
III.	Kratkoročne finančne naložbe	21.621	27.901	64.470	68.218
IV.	Terjatve do kupcev	242.865	255.718	262.017	251.740
V.	Druga kratkoročna sredstva	27.072	28.857	43.866	35.796
VI.	Terjatve za davek iz dobička	1.910	2.328	3.279	2.368
VII.	Denar in denarni ustrezniki	9.046	17.684	24.115	27.130
2.	KAPITAL IN OBVEZNOSTI (A+B+C)	904.610	999.715	1.257.732	1.178.677
A.	KAPITAL (A1+A2)	254.433	350.985	394.522	369.644
I.	Osnovni kapital	50.910	58.546	58.546	58.546
II.	Kapitalske rezerve	96.450	143.714	158.487	158.487
III.	Zakonske in statutarne rezerve	43.713	45.034	21.697	21.697
IV.	Zadržani dobiček	62.629	84.025	110.324	97.788
V.	Lastne delnice	-27.693	-27.693	-3.170	-3.170
VI.	Prevedbena rezerva	15.556	14.541	20.308	17.405
VII.	Rezerva za pošteno vrednost	7.619	21.960	15.087	12.822
A1.	Kapital večinskih lastnikov	254.184	340.127	381.279	363.575
A2.	Kapital manjšinskih lastnikov	249	10.858	13.243	6.069
B.	Dolgoročne obveznosti	199.954	208.683	294.893	311.313
I.	Rezervacije	48.460	51.653	55.366	62.158
II.	Rezervacije oblikovane iz državnih podpor	7.901	8.717	8.936	1.211
III.	Odložene obveznosti za davek	2.471	3.211	6.472	5.585
IV.	Dolgoročne finančne obveznosti	141.122	145.102	224.119	242.359
C.	Kratkoročne obveznosti	450.223	440.047	568.317	497.720
I.	Kratkoročne finančne obveznosti	173.561	166.340	263.676	209.883
II.	Obveznosti do dobaviteljev	227.819	220.261	223.660	196.296
III.	Druge kratkoročne obveznosti	47.409	51.546	79.164	87.260
IV.	Obveznosti za davek od dobička	1.434	1.900	1.817	4.281

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje.

Priloga 2: Izkazi letnih poročil za obdobje od 2006-2009

Leto	2006	2007	2008	2009E
1. Prihodki od prodaje	1.111.035	1.293.438	1.330.753	1.185.937
2. Sprememba vrednosti zalog	6.167	5.170	6.318	-12.119
3. Drugi poslovni prihodki	16.874	25.365	26.341	33.254
4. Kosmati donos iz poslovanja	1.134.076	1.323.973	1.363.412	1.207.072
5. Stroški blaga, materiala in storitev	-851.578	-1.004.764	-1.023.864	-901.146
6. Stroški dela	-186.029	-208.553	-226.487	-219.323
7. Amortizacija	-49.582	-53.211	-57.121	-56.050
8. Drugi poslovni odhodki	-16.065	-21.212	-19.047	-18.404
9. Poslovni izid iz poslovanja - EBIT	30.822	36.233	36.893	12.149
Finančni prihodki iz deležev pridruženih				
10. podjetij	658	8	0	0
11. Finančni prihodki	19.192	26.298	19.603	19.516
12. Finančni odhodki	-22.829	-33.139	-41.023	-40.973
13. Neto finančni odhodki	-3.637	-6.841	-21.420	-21.457
14. Celotni poslovni izid - EBT	27.843	29.400	15.473	-9.308
15. Davek iz dobička	-5.527	-5.736	-5.292	-2.924
16. Čisti poslovni izid	22.316	23.664	10.181	-12.232
17. Dobiček/izguba manjšinskih lastnikov	-42	992	1.309	-728
18. Dobiček/izguba večinskega lastnika	22.358	22.672	8.872	-11.504
19. Donos na delnico osnovni/prilagojeni (v EUR)	2,00	2,03	0,66	-0,83

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje.

Priloga 3: Bilanca stanja za leto 2005

2005	v 1000 SIT	v1000 EUR
1. SREDSTVA (A+B)	195.509.870	815.848
A. Dolgoročna sredstva	91.298.871	380.983
I. Neopredmetena sredstva	5.617.772	23.443
Nepremičnine, naprave in		
oprema	78.838.655	328.988
III. Naložbene nepremičnine	212.836	888
IV. Dolgoročne finančne naložbe	4.811.676	20.079
V. Naložbe v pridružena podjetja	0	0
VI. Odložene terjatve za davke	1.817.932	7.586
B. Kratkoročna sredstva	104.210.999	434.865
Nekratkoročna sredstva za		
prodajo	0	0
II. Zaloge	40.747.501	170.036
III. Kratkoročne finančne naložbe	5.471.072	22.830
IV. Terjatve do kupcev	50.901.640	212.409
V. Druga kratkoročna sredstva	4.541.994	18.953
VI. Terjatve za davek iz dobička		0
VII. Denar in denarni ustrezniki	2.548.792	10.636
KAPITAL IN OBVEZNOSTI		
2. (A+B+C)	195.509.870	815.848
A. KAPITAL (A1+A2)	59.720.204	249.208
I. Osnovni kapital	12.200.000	50.910
II. Kapitalske rezerve	23.113.258	96.450
III. Zakonske in statutarne rezerve	7.494.904	31.276
IV. Zadržani dobiček	14.954.104	62.402
V. Lastne delnice	-3.655.738	-15.255
VI. Prevedbena rezerva	4.412.317	18.412
VII. Rezerva za pošteno vrednost		
A1. Kapital večinskih lastnikov	58.518.845	244.195
A2. Kapital manjšinskih lastnikov	201.359	840
B. Dolgoročne obveznosti	42.843.223	178.782
I. Rezervacije	11.946.351	49.851
Rezervacije oblikovane iz		
državnih podpor	1.789.926	7.469
III. Odložene obveznosti za davek	243.948	1.018
IV. Dolgoročne finančne obveznosti	28.809.677	120.221
dolgoročne poslovne obv	53.321	223
C. Kratkoročne obveznosti	93.946.443	392.032
I. Kratkoročne finančne obveznosti	33.405.532	139.399
II. Obveznosti do dobaviteljev	47.052.076	196.345
III. Druge kratkoročne obveznosti	13.488.835	56.288
IV. Obveznosti za davek od dobička		

Vir: Revidirano letno poročilo družbe Gorenje, d.d., in Skupine Gorenje za leto 2005.

Priloga 4: Izkaz poslovnega izida za leto 2005

Leto 2005	v 1000 SIT	V 1000 EUR
1. Prihodki od prodaje	243.152.426	1.014.657
2. Sprememba vrednosti zalog	1.929.476	8.052
3. Drugi poslovni prihodki	3.999.555	16.690
4. Kosmati donos iz poslovanja	249.081.457	1.039.399
5. Stroški blaga, materiala in storitev	-184.158.970	-768.482
6. Stroški dela	-43.375.610	-181.003
7. Amortizacija	-11.692.539	-48.792
8. Drugi poslovni odhodki	-3.394.642	-14.166
9. Poslovni izid iz poslovanja - EBIT	6.459.696	26.956
10. Finančni prihodki iz deležev pridruženih podjetij	0	0
11. Finančni prihodki	4.071.056	16.988
12. Finančni odhodki	-4.823.683	-20.129
13. Neto finančni odhodki	-752.627	-3.141
14. Celotni poslovni izid - EBT	5.707.069	23.815
15. Davek iz dobička	-586.391	-2.447
16. Čisti poslovni izid	5.120.678	21.368

Vir: Revidirano letno poročilo družbe Gorenje, d.d., in Skupine Gorenje za leto 2005.