

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

MIHA GORJUP

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VREDNOTENJE SKUPINE ŽITO, D.D.

Ljubljana, junij 2011

MIHA GORJUP

IZJAVA

Študent Miha Gorjup izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Igor Lončarskega, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 6. 6. 2011

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV PODJETJA	1
1.1 Kratka zgodovina podjetja	1
1.2 Opis podjetja	2
1.3 Razmere v panogi in gospodarstvu	3
2 FINANČNA ANALIZA	4
2.1 Analiza izkaza poslovnega izida	4
2.1.1 Analiza prihodkov	6
2.1.1.1 Analiza geografske strukture prihodkov	6
2.1.1.2 Analiza produktne strukture prihodkov	8
2.1.2 Analiza stroškov	9
2.1.2.1 Stroški materiala	9
2.1.2.2 Stroški dela	10
2.2 Kapitalska struktura	11
2.2.1 Obratni kapital	11
3 OCENA TRŽNE VREDNOSTI	13
3.1 Izračun WACC	13
3.1.1 Izračun stroška lastniškega kapitala (CAPM model)	13
3.1.1.1 Določanje netvegane stopnje donosa	14
3.1.1.2 Beta	15
3.1.2 Strošek dolžniškega kapitala	16
3.2 Dividendno diskontni model	16
3.3 Model diskontiranih denarnih tokov	18
3.4 Izračun s pomočjo relativnih tržnih kazalnikov vrednotenja	21
3.5 Skrita vrednost – nepremičnine	23
3.6 Pregled vrednotenja in kritična ocena	24
SKLEP	25
LITERATURA IN VIRI	26

KAZALO SLIK

Slika 1: Organizacijska struktura Skupine Žito, d.d.	3
Slika 2: Kosmati donos iz poslovanja, EBITDA, EBIT in čisti dobiček v obdobju 2006-2010 5	5
Slika 3: EBITDA in EBIT marža ter profitna marža v obdobju 2006-2010.....	6
Slika 4: Prodajni trg v letu 2010	6
Slika 5: Prodaja po izvoznih trgih v letu 2010.....	7
Slika 6: Gibanje prihodkov od prodaje po prodajnih stebrih (v tisoč EUR).....	8
Slika 7: Struktura prodaje po prodajnih stebrih v letu 2010	8
Slika 8: Deleži posameznih vrst stroškov v celotnih stroških v obdobju 2006-2010	9
Slika 9: Kapitalska struktura	11
Slika 10: Pomembnejši kazalniki obratnega kapitala	12
Slika 11: Gibanje obratnega kapitala ter poslovnih terjatev in obveznosti.....	12
Slika 12: Gibanje indeksa SBI TOP in delnice Žita, d.d. v zadnjem letu	25

KAZALO TABEL

Tabela 1: Lastniška struktura na dan 31. 12. 2010.....	3
Tabela 2: Vpliv dviga minimalne plače na stroške dela	10
Tabela 3: Izplačane dividende zadnjih 4 let ter napoved za obdobje 2011-2020	17
Tabela 4: Prikaz izračuna stroška lastniškega in dolžniškega kapitala in WACC po letih.....	18
Tabela 5: Prikaz izračuna prostih denarnih tokov podjetju (FCFF) in diskontiranih prostih denarnih tokov podjetju (PV FCFF) po letih (v tisoč EUR).....	19
Tabela 6: Prikaz izračuna vrednosti delnice	20
Tabela 7: Odvisnost cene delnice od dolgoročnega WACC in dolgoročne rasti FCFF	20
Tabela 8: Odvisnost cene delnice od EBITDA marže in dolgoročne rasti FCFF.....	21
Tabela 9: Relativni kazalniki vrednotenja primerljivih podjetij na evropskih razvitih trgih... 22	22
Tabela 10: Relativni kazalniki vrednotenja primerljivih podjetij na razvijajočih evropskih trgih ter skupno evropsko povprečje	22
Tabela 11: Vrednost delnice glede na mediano tržnih kazalnikov vrednotenja	23
Tabela 12: Vpliv višine dosežene prodajne cene na vrednost delnice	24
Tabela 13: Pregled vrednotenja.....	24

UVOD

Trg vrednostnih papirjev naj bi bil po teoriji popolnoma informiran, kjer bi vsak vlagatelj posedoval vse relevantne informacije, vrednostni papirji pa bi v vsakem trenutku imeli te informacije vgrajene v ceno. Po tej teoriji torej precenjeni in podcenjeni vrednostni papirji ne bi mogli obstajati. Zaradi pomanjkanja informiranosti trga, predvsem pa zaradi neracionalnega obnašanja vlagateljev, ki so lahko preveč optimistični ali preveč pesimistični, je potrebno za optimalen nakup narediti dobro analizo, ki nam bo služila za odločitev o morebitnem nakupu ali prodaji, v primeru, da si nek vrednostni papir že lastimo.

Namen te diplomske naloge je torej nazoren prikaz analiziranja in vrednotenja podjetja, ki kotira na borzi vrednostnih papirjev, s tem pa omogočanje izbire pravilne odločitve o nakupu oziroma prodaji določenega vrednostnega papirja.

Cilj je ovrednotiti Skupino Žito, d.d., pri čemer bom uporabil dividendno diskontni model, model prostih denarnih tokov in model relativnih tržnih kazalnikov, pri vsakem pa bom prikazal tudi prednosti in slabosti, ki jih ima model.

Diplomska naloga je razdeljena na dva sklopa. V prvem sklopu bom podrobneje predstavil podjetje, pri čemer bo večji poudarek na samem poslovanju podjetja, manjši pa na kratki zgodovini in samem opisu podjetja. Poleg omenjenega bom predstavil še razmere v panogi in gospodarstvu, v katerem podjetje posluje. Drugi del naloge je posvečen vrednotenju podjetja, in sicer bom najprej predstavil dividendno diskontni model, nato model prostih denarnih tokov, nato pa še model relativnih tržnih kazalnikov. Na koncu bom podal še kritično oceno vrednotenja in podal nasvet o nakupu ali prodaji.

1 PREDSTAVITEV PODJETJA

1.1 Kratka zgodovina podjetja

Začetki podjetja segajo v leto 1947, ko je vlada Ljudske Republike Slovenije ustanovila Trgovsko podjetje Žito Ljubljana. Pod tem imenom je poslovalo do leta 1958, sprva pa se je ukvarjalo z mlinarsko dejavnostjo, kateri sta se kmalu pridružila še pekarska in testeninarska dejavnost. Med leti 1964 in 1970 je podjetje začelo širiti svojo dejavnost, saj je k sebi pripojilo podjetje Šumi, tovarno bonbonov, čokolade in keksov, podjetje Gorenjka Lesce in Imperial Krško, s čimer so posegli v konditorsko dejavnost. V sedemdesetih in osemdesetih letih minulega stoletja je podjetje nadaljevalo svojo širitev, Pekarne Ljubljana so pričele s pripravljanjem zamrznjene hrane, prvi v državi pa so začeli ponujati tudi bio otrobe. Med leti 1998 in 2002 je potekalo lastninsko preoblikovanje in prestrukturiranje poslovnega sistema. Po končanem preoblikovanju je bilo podjetje Žito, d.d. 30. 9. 1998 vpisano v sodni register ljubljanskega Okrožnega sodišča. V tem obdobju so k matičnemu podjetju pripojili Žito PT Pekarstvo in testeninarstvo, d.d., kupovali in povečevali pa so svoje deleže v podjetjih Intes, d.d., Dolenjske pekarnice, d.o.o., Kruh pecivo, d.d., Pekarni Vrhnika, d.d. ter v nekaterih

podjetjih na Hrvaškem in v zdaj nekdanji Srbiji in Črni gori. Med leti 2003 in 2007 je potekala konsolidacija podjetja, s čimer se je večina proizvodnje skoncentrirala pod okriljem matičnega podjetja Žito, d.d. V letu 2007 je bila konsolidacija tudi uspešno zaključena. V letu 2008 so iz Ljubljane preselili proizvodnjo podjetja Žito Šumi, d.o.o. v Krško, poleg tega pa so spremenili tudi lastniško strukturo omenjenega podjetja, saj so z nemškim podjetjem Hitschler International GmbH ustanovili novo skupno podjetje pod imenom Šumi bonboni, d.o.o. Konec leta 2009 so s podjetjem DrogaKolinska podpisali pogodbo o nakupu blagovnih znamk Maestro, 1001 cvet in Zlato polje ter pripadajoče proizvodnje. V preteklem letu je Žito odkupilo 42,5 % delež v podjetjih Šumi bonboni, d.o.o. in Žito Šumi, d.o.o., katere je pred tem obvladovalo skupaj z nemškim partnerjem Hitschler International GmbH, izvedli pa so še reorganizacijo prodajnih segmentov in oblikovali štiri prodajne stebre, in sicer: kruh, sodobna kuhinja, mlinarstvo in konditorstvo.

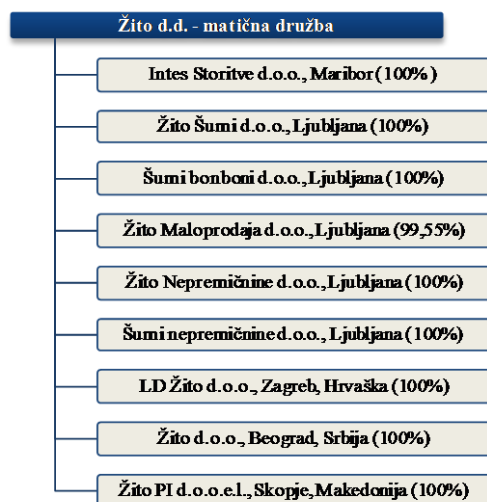
1.2 Opis podjetja

Skupina Žito, d.d., katere krovna in obvladujoča družba je Žito, d.d., je slovensko podjetje, katero posluje v prehrambeni industriji. Njene pomembnejše dejavnosti predstavljajo pekarstvo, slašičarstvo, zamrznjena hrana, bonboni in žvečilna guma, čokolade, biskvitno pecivo, testeninarstvo, z letom 2009 pa so se obstoječim dejavnostim pridružile še začimbe, čaji, riž in mlevski izdelki. V letu 2009 je namreč podjetje Žito od podjetja DrogaKolinska odkupilo blagovne znamke Maestro, 1001 cvet in Zlato polje s čimer so uresničili njihovo strateško usmeritev razširitve palete svojih izdelkov, posledično pa prevzem vpliva tudi razpršitev poslovnih tveganj. V svojem prodajnem programu ima podjetje, poleg že prej omenjenih novih blagovnih znamk, veliko priznanih in uveljavljenih blagovnih znamk. Na področju mlinarstva in pekarstva naj omenim blagovni znamki kruha Jelen in Hribovc, na področju testeninarstva blagovno znamko Grande, poleg tega pa še: Gorenjka (čokolade in pecivo), Zmajčkov butik (slašičarstvo), Šumi in Herba (bonboni), Krex (slani prigrizki), Hokus (zamrznjeni proizvodi), idr. Njihov daleč najpomembnejši prodajni trg je Slovenija, manjši delež pa izvozijo tudi na trge Evropske unije in v jugovzhodno Evropo. Podjetje večinoma prodaja svoje izdelke prek drugih trgovcev pod svojo blagovno znamko, vse več pa tudi pod trgovsko blagovno znamko, nekaj malega pa tudi v svojih maloprodajah. V letu 2010 so dosegli 111,8 milijona EUR čistih prihodkov od prodaje, konec leta pa so imeli 1.305 zaposlenih.

V svoji viziji je podjetje zapisalo, da želijo v prihodnjih letih postati vodilni proizvajalec prehrabnih izdelkov na področju Slovenije, kot tudi na izbranih tujih trgih, želijo pa biti prepoznavni predvsem po inovativni in kvalitetni ponudbi.

Organizacijsko je Skupina Žito, d.d. sestavljena kot prikazuje Slika 1 (glej str. 3), lastniško strukturo pa prikazuje Tabela 1 (glej str. 3).

Slika 1: Organizacijska struktura Skupine Žito, d.d.



Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

Tabela 1: Lastniška struktura na dan 31. 12. 2010

Naziv lastnika	Število delnic	Delež (v %)
Kapitalska družba, d.d.	53.268	15,0
Slovenska odškodninska družba, d.d.	43.636	12,3
KD kapital, d.o.o.	31.740	8,9
Fin Vita, d.o.o.	23.120	6,5
KD ID, delniška ID, d.d.	20.899	5,9
KD Galileo, vzajemni sklad	18.235	5,1
Modra linija holding, d.d.	17.718	5,0
KD Rastko, delniški vzajemni sklad	11.918	3,3
Probanka, d.d.	8.488	2,4
Zveza bank	5.473	1,5
Drugi lastniki	121.297	34,1
Skupaj:	355.792	100,0

Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

1.3 Razmere v panogi in gospodarstvu

Razmere v gospodarstvu so v zadnjih treh letih, kljub rahlemu okrevanju v 2010, izrazito slabe. Leto 2009 je bilo še posebej kritično, saj se Slovenija ni mogla izogniti globalni gospodarski krizi ter zabeležila močan, 8,1-odstotni realni upad bruto domačega proizvoda. V letu 2010 je bila sicer dosežena 1,2-odstotna realna gospodarska rast, a je okrevanje krhko ter sloni predvsem na rasti zunanjega povpraševanja. Davek gospodarske krize je prišel tudi s skokovito rastjo brezposelnosti, saj je stopnja registrirane brezposelnosti ob koncu preteklega leta dosegla že 11,8 % oz. 5,5 odstotne točke več kot v septembru 2008, torej pred nastopom krize. Podobne tendence so bile tudi na pomembnejših izvoznih trgih podjetja. V evropski monetarni uniji je bila v letu 2010, predvsem na plečih Nemčije, dosežena realna gospodarska

rast v višini 1,7 %, zelo nizka rast pa je bila zabeležena tudi na balkanskih trgih, z izjemo Hrvaške, ki je za Žito najpomembnejši posamezni tuji trg v regiji, kjer je gospodarska rast še vedno izkazovala negativen predznak (-1,2 %). Po podatkih Urada za makroekonomske analize in razvoj Republike Slovenije (v nadaljevanju Urad) (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2011, 2011, str. 6), bo sicer gospodarska rast v letošnjem letu znašala 2,2 %, v letu 2012 se pričakuje 2,6-odstotna rast, v obeh letih pa bo nekoliko okrepljeno rast spremljala še vedno visoka stopnja brezposelnosti, in sicer 12,1 % v tekočem in 12,3 % v prihodnjem letu.

Povišana gospodarska aktivnost je prispevala tudi h krepitvi stopnje inflacije. Povprečna stopnja inflacije se je v letu 2010 v letni primerjavi povzpela za 0,9 odstotne točke in znašala 1,8 %, rast pa se pričakuje tudi v tekočem in prihodnjem letu, ko naj bi po projekcijah Urada znašala 2,2 % oz. 3,0 %. Za podjetje Žito je relevanten tudi podatek o rasti cen industrijskih proizvodov v predelovalni dejavnosti. Te so aprila 2010 končale enoletno deflacijo v letni primerjavi, konec decembra pa so v enaki primerjavi izkazovale 4,5-odstotno rast. Pri proizvodnji živil cene niso dosegale takih rasti, prav tako pa je nižanje cen v letni primerjavi trajalo dlje, in sicer od februarja 2009 do vključno z avgustom 2010, ob koncu preteklega leta pa je bila na letni ravni dosežena 1,3-odstotna rast. Da se je slovenska predelovalna industrija nekoliko otresla krize, so pokazali tudi podatki o vrednosti kazalnika zaupanja v predelovalni industriji, saj se je ta ob koncu leta 2010 v primerjavi s koncem leta 2009 okrepil za 10 točk na vrednost -1.

V panogi so v preteklem letu še vedno vladale zaostrene razmere, predvsem zaradi še vedno relativno šibkega gospodarstva, delno pa tudi zaradi vse močnejše konkurence. Zaostreni gospodarski pogoji so pripomogli k podaljšanju plačilnih dob, kjer je podjetje, zaradi visoke stopnje koncentracije trgovine v Sloveniji, že tako v slabšem položaju. Konkurenca prihaja tudi s strani vse večjega števila malih zasebnih pekarn, ki so svoj razmah doživele predvsem v nekaj letih prek začetkom krize, saj so bile takrat cene hrane na izjemno visokih ravneh, manjše pekarnice pa so izkoristile priložnost in trgu ponudile svoje izdelke po nižjih cenah. Konkurenca je vse hujša tudi zaradi razmaha diskontnih trgovin pri nas, kateremu smo priča v zadnjih letih, ko so na naš trg vstopili Lidl, Hofer ter Eurospin in potrošnikom ponudili cenejše izdelke v primerjavi s klasičnimi trgovinami, poleg tega pa imajo v svoji ponudbi izjemno malo slovenskih izdelkov. Diskontne verige podjetju Žito predstavljajo predvsem konkurenco v konditorstvu, saj imajo izjemno velik asortiman omenjenih izdelkov, katere ponujajo po cenah, katerim podjetje Žito težko konkurira.

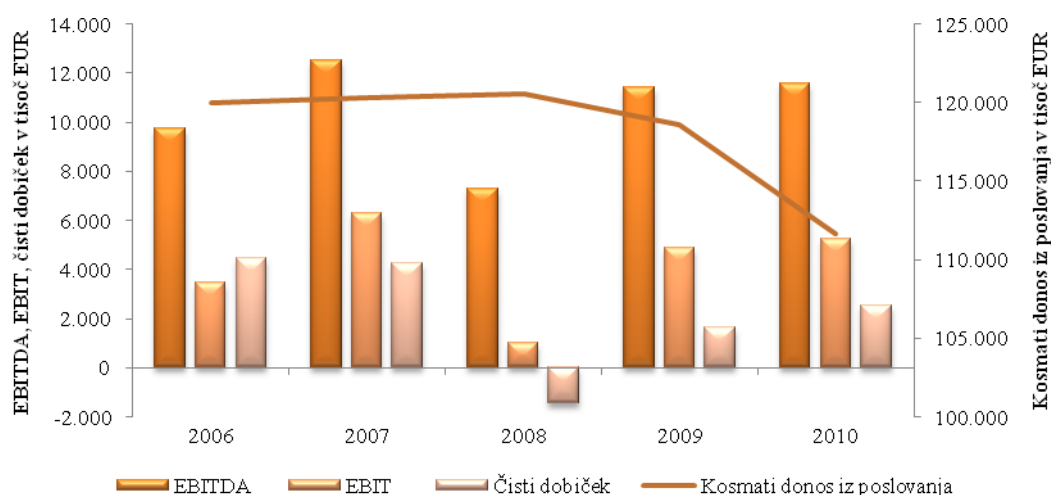
2 FINANČNA ANALIZA

2.1 Analiza izkaza poslovnega izida

Kljub temu, da podjetje Žito, d.d. ne posluje v tipično ciklični panogi gospodarstva, pa je gospodarska kriza vplivala tudi na njegovo poslovanje. Slika 2 (glej str. 5) lepo prikazuje rast EBITDA, EBIT in čistega dobička med leti 2006 in 2007, leto 2008, ko se je gospodarska

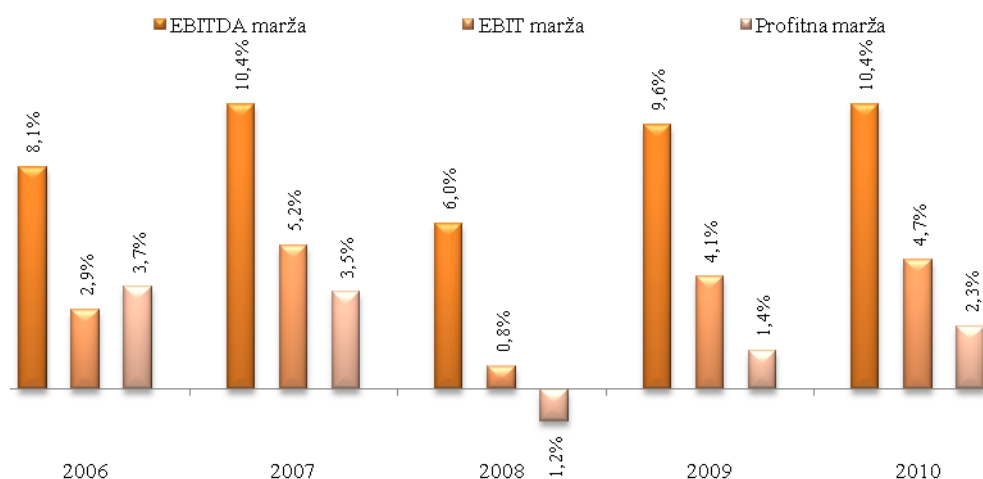
kriza pričela, pa je bilo za podjetje izjemno slabo. EBITDA je upadel za 41,8 % in je znašal 7,29 milijona EUR, EBIT je upadel za 84,1 % in je znašal 997 tisoč EUR, čista izguba pa je znašala 1,42 milijona EUR. Na slabše poslovanje so vplivale tudi visoke cene surovin, saj stroški materiala za podjetje predstavljajo velik del vseh stroškov poslovanja. Da se stanje v panogi in gospodarstvu nekoliko izboljšuje je pokazalo leto 2009, ko so ponovno pozitivno poslovali, saj je čisti dobiček znašal 1,66 milijona EUR, EBIT 4,90 milijona EUR, EBITDA pa 11,44 milijona EUR. Tudi preteklo leto 2010 je bilo za podjetje spodbudno, saj so svoje poslovanje v letni primerjavi, kljub še vedno trajajočem negativnem trendu v prihodkih, uspeli nekoliko izboljšati. Že tri leta trajajoči negativni trend so ublažili z boljšo stroškovno učinkovitostjo. Ob 3,7 % nižjih prihodkih od prodaje in 5,9 % nižjem kosmatem donosu iz poslovanja so uspeli EBITDA povišati za dober odstotek, EBIT za skoraj 8 %, čisti dobiček pa se je, tudi zaradi ugodnejšega davčnega vpliva, povišal za nekaj več kot polovico. V še vedno zaostrenih pogojih poslovanja je to za podjetje relativno ugoden rezultat, predvsem pa gre izpostaviti višje marže, saj se je EBITDA marža okrepila za 0,8 odstotne točke in dosegla 10,4 %, EBIT marža se je povzpela za 0,6 odstotne točke na 4,7 %, profitna marža pa je bila z 2,3 % višja za 0,9 odstotne točke (glej Sliko 3, str. 6).

Slika 2: Kosmati donos iz poslovanja, EBITDA, EBIT in čisti dobiček v obdobju 2006-2010



Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

Slika 3: EBITDA in EBIT marža ter profitna marža v obdobju 2006-2010



Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

2.1.1 Analiza prihodkov

V naslednjih dveh podpoglavjih bom natančneje analiziral prihodke od prodaje na različnih trgih, na katerih podjetje posluje in pa prihodke od prodaje po različnih prodajnih programih, ki jih ima podjetje v svojem prodajnem asortimanu. Potrebno je opozoriti še na to, da se vrednosti prodaje, ki so uporabljene za to analizo, nekoliko razlikujejo od dejanskih vrednosti v izkazu uspeha, saj podjetje v bolj podrobno razdelanem prikazu poslovanja pri podajanju vrednosti ne upošteva dodatnih popustov, superrabatov, cassascontov, prodaje trgovskega blaga v maloprodaji in prihodkov od prodaje storitev. Vrednosti se ne razlikujejo bistveno, zato sem zaradi omogočanja natančnejše analize te podatke tudi upošteval.

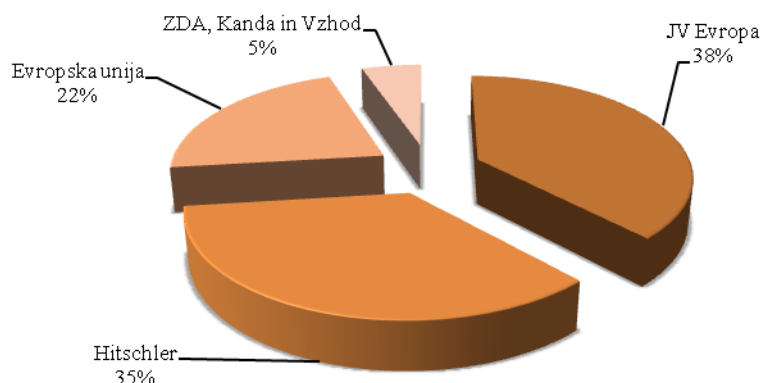
2.1.1.1 Analiza geografske strukture prihodkov

Slika 4: Prodajni trg v letu 2010



Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

Slika 5: Prodaja po izvoznih trgih v letu 2010



Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

Glavni prodajni trg podjetja Žito je Slovenija, kjer so v letu 2010 prodali 85% svojih proizvodov (glej Sliko 4, str. 6). Da je domači trg izjemno pomemben za podjetje se je pokazalo tudi v letu 2010, saj se je domači trg izkazal za nekoliko stabilnejšega v primerjavi s tujino. V Sloveniji jim je vrednostna prodaja upadla za 1,6 %, medtem ko je skupna prodaja upadla za 3,4 %.

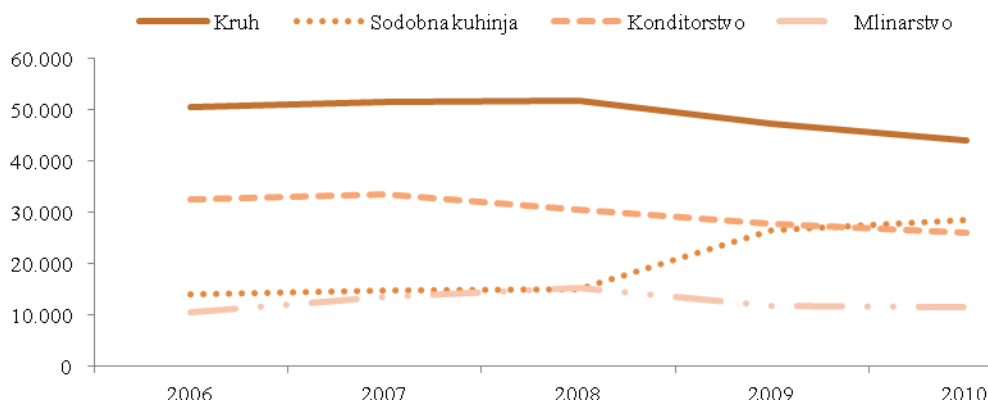
Najpomembnejši izvozni trg za podjetje je regija JV Evrope, kamor so v letu 2010 izvozili 38 % celotnega izvoza (glej Sliko 5), kar je za 2 odstotni točki nižji delež v izvozu v primerjavi z letom 2009, saj jim je prodaja na omenjene trge v minulem letu vrednostno upadla za 16,7 % ter tako nadaljevala močan negativen trend že z leta 2008, ko je prodaja upadla skoraj za tretjino. Najpomembnejši posamezen trg v regiji jugovzhodne Evrope je Hrvaška, ki je v letu 2010 predstavljala okoli polovico izvoza v omenjeno regijo. Poleg izvoza na Hrvaško, podjetje svoje izdelke izvažajo še v Bosno in Hercegovino, Srbijo, Makedonijo, Črno Goro in Kosovo.

Pomemben izvozni partner je tudi nemško podjetje Hirschler, kateremu so v letu 2010 izvozili 35 % vsega izvoza. Prodaja omenjenemu podjetju je predstavljena posebej zaradi same pomembnosti poslovnega partnerja, ki je bil do druge polovice leta 2010 tudi solastnik podjetij Žito bonboni, d.o.o. in Žito Šumi, d.o.o. Tudi tu Žitu v preteklem letu ni uspelo zaustaviti negativnega trenda prodaje, ki je bila v primerjavi z letom 2009 nižja za skoraj 11 %.

Pomembnejši delež v izvozu predstavljajo tudi države Evropske unije, kamor je podjetje v letu 2010 izvozilo 22 % celotnega izvoza, vrednost prodaje pa se je znižala za 13 %. Vrednostno manj pomembni izvozni trgi so še vzhodni trgi, kjer sta pomembnejši predvsem Rusija in Ukrajina in v zadnjem času tudi Izrael ter prekomorske države, kjer sta najpomembnejša trga ZDA in Kanada. Ti trgi so v preteklem letu tudi edini, ki so zabeležili pozitivno rast prodaje, in sicer za 7,4 %, a so za podjetje kot celoto z 1 % skupne prodaje minorne pomena.

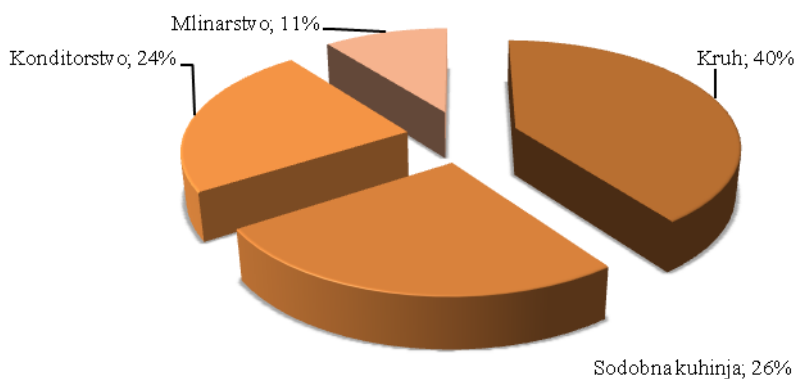
2.1.1.2 Analiza produktne strukture prihodkov

Slika 6: Gibanje prihodkov od prodaje po prodajnih stebrih (v tisoč EUR)



Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

Slika 7: Struktura prodaje po prodajnih stebrih v letu 2010



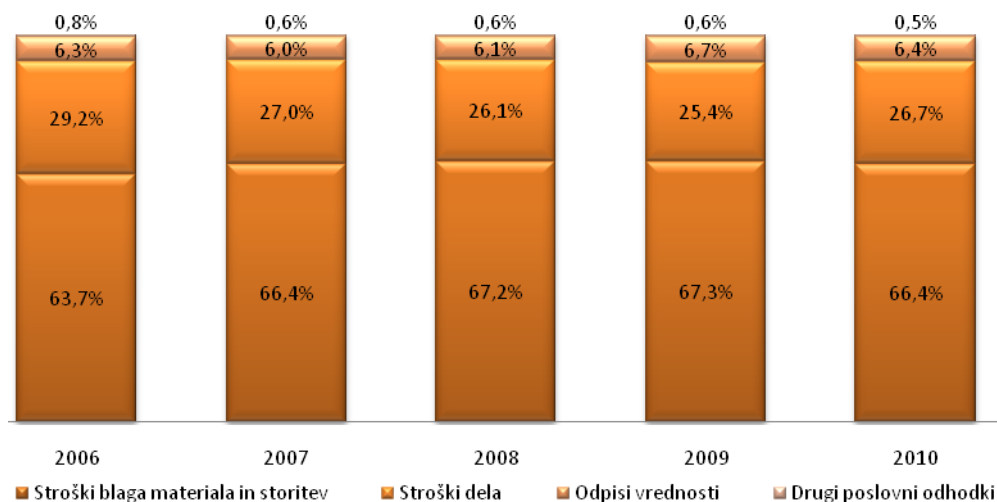
Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

Kot je razvidno iz Slik 6 in 7, so za podjetje najpomembnejši izdelki iz prodajnega stebra Kruh, kjer se je stanje v letu 2010 precej poslabšalo, saj se je vrednostna prodaja skrčila za desetino, večino padca pa gre pripisati močni dopeki kruha na prodajnih mestih največjih dveh trgovskih verig v Sloveniji. Večino prodaje (81 %) v najpomembnejšem stebru predstavljajo kruhi in pekovsko pecivo, vanj pa ima podjetje uvrščene še trajne pekovske izdelke in slašičarsko pecivo, ki predstavljajo okoli desetino prodaje. Drugi najpomembnejši izdelki so izdelki v stebru Sodobna kuhinja, kjer so s petinsko prodajo najpomembnejši čaji, testenine, zamrznjena hrana ter riž, ki k skupni vrednosti prodaje prispevajo vsak po 16 %, manjše deleže pa predstavljajo še začimbe, zdrobi, žita za zajtrk ter bio program. Prevzem blagovnih znamk 1001 Cvet, Zlato polje in Maestro se je Žitu obrestovalo, saj je steber Sodobna kuhinja tudi edini, ki je v preteklem letu dosegel vrednostno rast prodaje, in sicer za 7,9 %. Z nekaj manj kot četrtinskim deležem celotne prodaje sledi steber Konditorstvo, kamor spada tudi blagovna znamka Gorenjka, različna peciva, bonboni ter žvečilna guma.

2.1.2 Analiza stroškov

V podjetju daleč največji del stroškov predstavljajo stroški materiala (glej Sliko 8), saj v povprečju dosegajo dve tretjini vseh stroškov. Tem stroškom po velikosti sledijo stroški dela, ki predstavljajo dobro četrtino vseh stroškov, tem pa še vrednostno nižji stroški odpisov vrednosti in drugi stroški. Najpomembnejši stroški so dodatno razdelani in analizirani v podpoglavju 2.1.2.1 in 2.1.2.2.

Slika 8: Deleži posameznih vrst stroškov v celotnih stroških v obdobju 2006-2010



Vir: Žito, d.d., Letna poročila Skupine Žito in družbe Žito, d.d., 2006-2010, 2007, 2008, 2009, 2010a, 2011a.

2.1.2.1 Stroški materiala

Stroški materiala so za podjetje Žito izjemnega pomena, saj predstavljajo dobršen del celotnih stroškov poslovanja, kar prikazuje Slika 8. Stroški materiala so najbolj odvisni od cen glavnih surovin, ki jih podjetje potrebuje v svoji proizvodnji, ti pa so: pšenica, riž, sladkor, kakavovo maslo, durum zdrob in kakavova masa. V letih pred gospodarsko krizo so se cene surovin na svetovnih trgih, kjer podjetje tudi kupuje večino svojih surovin, močno povišale, kar je posledično vplivalo na višji delež stroškov materiala v celotnih stroških podjetja, s tem pa tudi negativno vplivalo na poslovni izid podjetja. V minulih letih so bile cene surovin zelo volatilne, na kar je vplivalo tudi gospodarsko stanje. Podjetje želi tveganja na tem področju obvladovati, zato si prizadevajo, da bi pri svojih dobaviteljih dosegli fiksne cene, poleg tega pa načrtujejo tudi večje nakupe na svetovnih trgih. Kljub padcu cen surovin, predvsem v kriznem letu 2008 in deloma v 2009, je krepitev svetovnega gospodarstva s seboj prinesla tudi močan skok cen surovin. Močan cenovni odboj je izmed pomembnejših surovin za obravnavano podjetje v drugi polovici leta 2010 zabeležila predvsem pšenica, nezanemarljiv dvig pa je bil dosežen tudi pri ostalih vhodnih surovinah. Glede na gospodarske tendence je lahko nadaljnjo višjo rast cen pričakovati tudi v prihodnjih nekaj letih, kar bo delež stroškov materiala v celotnih stroških še nekoliko povečalo.

2.1.2.2 Stroški dela

Stroški dela so v podjetju Žito izjemno pomembni, saj se gibljejo okrog četrtnine celotnih letnih stroškov, ki jih ima podjetje. V letu 2006 so ti stroški predstavljali še 29,2 %, kar kaže Slika 8 (glej str. 9), v letu 2009 pa le še 25,4 %. Nekoliko so se jim povišali ponovno v preteklem letu, kar pa gre pripisati predvsem enkratnim stroškom, saj so v letu 2010 nadaljevali optimizacijo števila zaposlenih, kar je privedlo do nekoliko povišanih stroškov z naslova odpravnin. Izobrazbena struktura zaposlenih se je v zadnjih dveh letih, predvsem zaradi nakupa novih programov, močno spremenila, saj so zaposleni v letu 2010 s I. do III. stopnjo izobrazbe predstavljali 49 % vseh zaposlenih, še leta 2008 pa 36 %. Z nakupom novih programov je podjetje namreč dobilo tudi večje število zaposlenih, ki delajo v proizvodnji. V Sloveniji je bil 11. 2. 2010 sprejet Zakon o minimalni plači (ZMinP), ki zagotavlja dvig minimalne plače na 734,15 EUR bruto. Ker zakon dopušča tudi postopen dvig minimalne plače, sem to v primeru Žita tudi upošteval, saj predvidevam da je to možnost podjetje tudi izkoristilo. Predpostavil sem, da zaposleni v proizvodnji z najnižjo stopnjo izobrazbe nimajo bistveno višje mesečne plače od uzakonjene minimalne plače in v Tabeli 2 prikazal vpliv postopnega dviga minimalne plače na stroške dela podjetja.

Tabela 2: Vpliv dviga minimalne plače na stroške dela

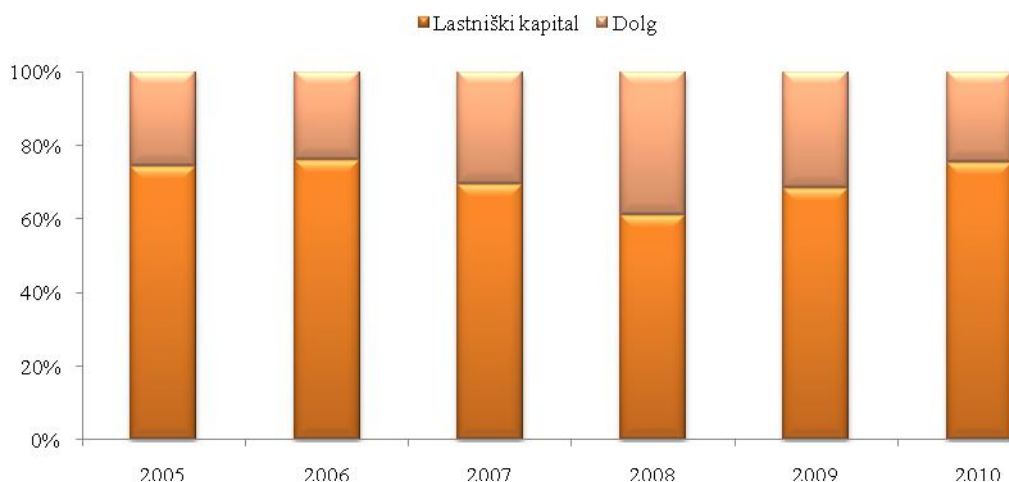
Leto	Število zaposlenih	Letna bruto plača na zaposlenega (v EUR)	Letni stroški plač (v EUR)	Indeks rasti (2010=100)	Absolutna razlika (v EUR)
2010	640	7.742	4.954.726	-	-
2011E	640	8.223	5.262.720	106,2	307.994
2012E	640	8.810	5.638.272	113,8	683.546

Vir: Žito, d.d., Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010, 2011a.

V Tabeli 2 sem sicer predpostavil, da se število zaposlenih z najnižjo stopnjo izobrazbe v tekočem in prihodnjem letu ne bo spreminjalo, kar pa je manj verjetno, saj podjetje še vedno zmanjšuje število zaposlenih. Verjetno bodo s podobno politiko nadaljevali tudi v naslednjih letih, saj jih v to med drugim sili tudi bistveno višja uzakonjena minimalna plača. Na stroške dela bo višja minimalna plača torej vplivala, vendar verjetno ne v takšni meri kot je prikazana v Tabeli 2.

2.2 Kapitalska struktura

Slika 9: Kapitalska struktura



Vir: Žito, d.d., Letna poročila Skupine Žito in družbe Žito, d.d., 2006-2010, 2007, 2008, 2009, 2010a, 2011a.

Struktura financiranja svojega poslovanja je za podjetje ena vitalnejših nalog, na katero mora biti vodstvo podjetja še posebej pozorno. Kot bom pokazal v naslednjih poglavjih je cena delnice močno odvisna tudi od same strukture financiranja, saj visok dolg na eni strani deluje negativno, saj povečuje tveganje, na drugi strani pa zaradi nižjega stroška dolžniškega financiranja v primerjavi z lastniškim financiranjem, deluje pozitivno. Žal vsaj zaenkrat formula za idealno kapitalsko sestavo še ne obstaja, zato si podjetja večinoma za zgled jemljejo povprečje panoge v kateri poslujejo, pri čemer upoštevajo še določene specifike in tveganja, ki so značilna za posamezno podjetje.

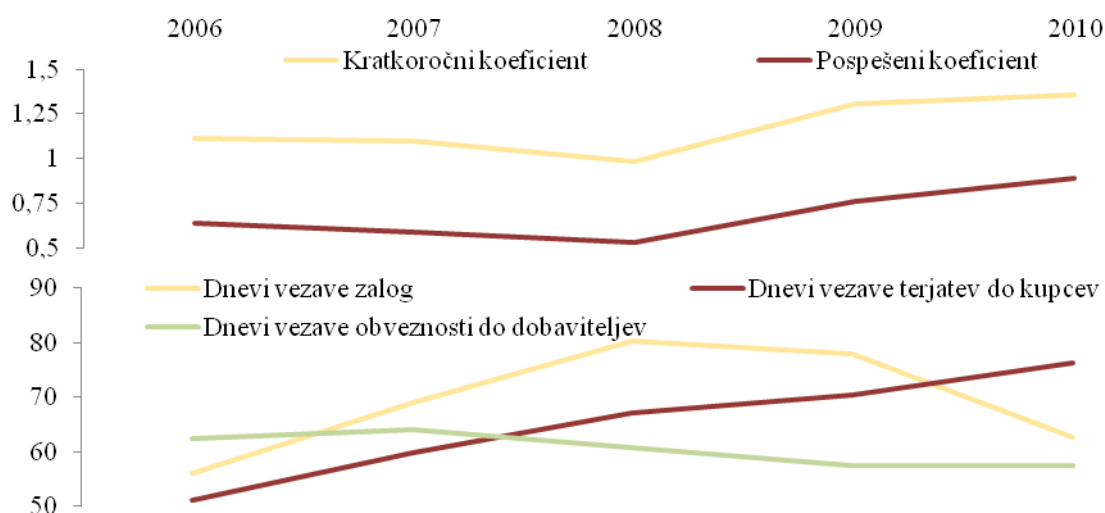
Iz grafičnega prikaza (glej Slika 9) lahko sklepam, da je podjetje Žito, v nasprotju s kopico slovenskih podjetij, v zdravem finančnem stanju, predvsem pa je v zadnjih šestih letih opaziti relativno konstantnost kapitalske strukture. V tem času je delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu variral blizu 70 %, pri čemer je delež dolga nekoliko poskočil v letu 2008, kar gre večinoma pripisati prevzemu nekaterih novih blagovnih znamk s strani DrogaKolinske, delno pa bi kot vzrok lahko navedel tudi pričetek gospodarske krize. Od konca leta 2008 pa do konca leta 2010 je opaziti trend razdolževanja, tako da je dolg v celotni kapitalski strukturi ob koncu preteklega leta znašal le še 25 %, kar bi lahko pripisal izboljššanemu poslovanju, predvsem pa manjši investicijski aktivnosti v zadnjih dveh letih.

2.2.1 Obratni kapital

Obratni kapital (angl. *working capital*) je za finančno zdravje podjetja vitalnega pomena, saj z njim financira vse svoje tekoče poslovanje. Likvidnost podjetja se, merjeno s kratkoročnim in pospešenim koeficientom, od leta 2008 naprej počasi izboljšuje (glej Slika 10, str. 12). S pričetkom negativnega trenda v prihodkih od prodaje so se posledično znižala tudi kratkoročna sredstva in obveznosti do virov sredstev. V zadnjih dveh letih je podjetje relativno uspešno zmanjševalo vrednost zalog, kar je posledica dobre optimizacije, a na drugi

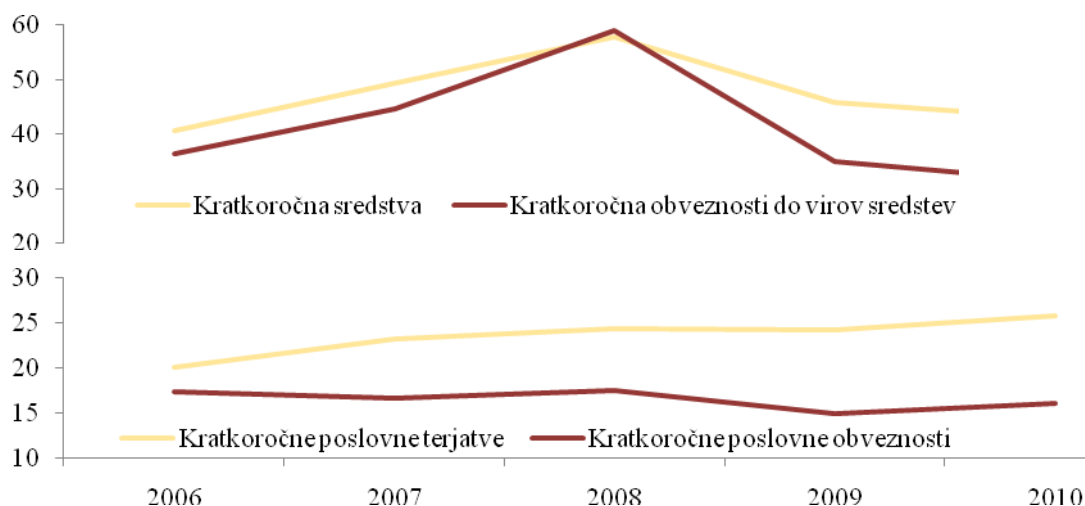
strani je lahko opaziti posledice gospodarske krize in moči trgovskih podjetij. Medtem ko je Žito svojo plačilno disciplino izboljšal, je na strani njegovih kupcev zaznati poslabšanje, kar se kaže v strmi rasti števila dni vezave terjatev do kupcev, ki so v 75 % trgovske verige, ki si lahko zaradi relativno močne koncentracije trgovine v Sloveniji zagotovijo boljše plačilne pogoje. Daljši plačilni roki pa so hkrati, kljub nižji vrednosti prodaje, pripeljali do rasti kratkoročnih poslovnih terjatev. Večji padec vrednosti kratkoročnih obveznosti do virov sredstev v zadnjih dveh letih gre vseeno pripisati nekoliko večji razdolžitvi podjetja, nekaj pa je k znižanju doprineslo tudi znižanje kratkoročnih poslovnih obveznosti.

Slika 10: Pomembnejši kazalniki obratnega kapitala



Vir: Žito, d.d., Letna poročila Skupine Žito in družbe Žito, d.d., 2006-2010, 2007, 2008, 2009, 2010a, 2011a.

Slika 11: Gibanje obratnega kapitala ter poslovnih terjatev in obveznosti



Vir: Žito, d.d., Letna poročila Skupine Žito in družbe Žito, d.d., 2006-2010, 2007, 2008, 2009, 2010a, 2011a.

3 OCENA TRŽNE VREDNOSTI

3.1 Izračun WACC

Kapital ločimo na dolžniški in lastniški kapital, pri čemer lastniški kapital delimo na prednostne delnice in navadni lastniški kapital, ki ga sestavljajo osnovni kapital, zadržani dobički in vplačan presežek kapitala. Da lahko pridemo do ocene WACC, moramo torej analizirati in določiti strošek vsake od vrst kapitala. Te stroške potem pomnožimo z deleži posamezne vrste kapitala v celotnem kapitalu in dobimo WACC (Berk & Lončarski & Zajc, 2002, str. 81).

Ker podjetje Žito nima izdanih prednostnih delnic, formulo za izračun WACC v mojem primeru nekoliko prilagodim in jo zapišem kot kaže enačba (1).

$$WACC = w_d \times r_d (1-t) + w_{lk} \times r_{lk} \quad (1)$$

V zgornji enačbi w_d in w_{lk} predstavljata delež dolžniškega kapitala, oziroma delež lastniškega kapitala, r_d in r_{lk} stroške dolžniškega, oziroma lastniškega kapitala, t pa predstavlja davčno stopnjo.

Za potrebe vrednotenja podjetja Žito bom v obdobju natančnega napovedovanja izračunal in upošteval WACC za vsako leto posebej, saj je WACC odvisen od kapitalne sestave ter stroškov posameznega kapitala, ki se iz leta v leto spreminjajo.

3.1.1 Izračun stroška lastniškega kapitala (CAPM model)

CAPM (angl. *Capital Asset Pricing Model*) je predpostavljen na naslednjih osmih predpostavkah (Brigham, 2004, str. 84):

- Vsi vlagatelji so osredotočeni na le eno časovno periodo držanja vrednostnega papirja in želijo maksimizirati svoje premoženje z izborom med različnimi portfelji, med katerimi izbirajo na podlagi zahtevane stopnje donosa in standardnega odklona portfelja.
- Vsi vlagatelji si lahko sredstva izposojajo ali posojajo drugim v neomejeni vrednosti na osnovi netvegane stopnje donosa (angl. *risk free rate*) in ne obstajajo nikakršni zadržki pri prodajah na kratko¹ (angl. *short sales*).
- Vsi investitorji imajo enake ocene zahtevane stopnje donosa, in kovariance in variance, med vsemi vrednostnimi papirji.
- Vsi vrednostni papirji so popolnoma deljivi in likvidni (lahko se prodajo po ceni na trgu)
- Ni transakcijskih stroškov.
- Ni davkov.

¹ Pri prodaji na kratko si investitor izposodi VP, ga proda na trgu in upa, da bo v prihodnje lahko enak VP kupil ceneje in ga vrnil osebi, katera mu ga je posodila.

- Vsak investitor predpostavlja, da njegovo kupovanje in prodajanje vrednostnega papirja ne bo vplivalo na tržno ceno.
- Količina vrednostnih papirjev je podana in fiksna.

Dejstvo, da ima vsak vlagatelj v svojem portfelju del netveganih vrednostnih papirjev in del tveganih vrednostnih papirjev, pripelje do ugotovitve, da je stopnja zahtevanega donosa linearno povezana z beto določenega vrednostnega papirja. Tako lahko zahtevano stopnjo donosa nekega vrednostnega papirja izrazimo kot funkcijo med stopnjo donosa netvegane vrednostnega papirja in beto vrednostnega papirja, za katerega želimo izračunati zahtevano stopnjo donosa (Damodaran, 2002, str. 71).

V osnovi lahko zahtevano stopnjo donosa izračunamo z uporabo CAPM modela po naslednji enačbi (2):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad (2)$$

$E(R_i)$ = pričakovana stopnja donosa

R_f = stopnja donosa netvegane vrednostnega papirja

$E(R_m)$ = pričakovana tržna stopnja donosa

β_i = beta vrednostnega papirja

Za izboljšanje osnovnega CAPM modela Damodaran (Damodaran, 2010, prosojnica 29) napeljuje na dodajanje premije za državno tveganje (angl. *country risk premium*) v izračun pričakovane stopnje donosa. Enačba (2) se tako bistveno ne spremeni, le na koncu se prišteje še premijo za državno tveganje za določeno podjetje. Za podjetje Žito, d.d. so upoštevani podatki o premiji za državno tveganje (Damodaran, 2010, prosojnica 28) za vsako državo ali za vsako regijo posebej in primerno ponderirani glede na odstotek prodaje na posamezen trg.

V primeru vrednotenja podjetja Žito, d.d., sem strošek lastniškega kapitala v obdobju natančne napovedovanja, izračunal za vsako leto posebej, kar je prikazano v Tabeli 4 (glej str. 18), saj je CAPM model močno odvisen tudi od kapitalne strukture podjetja, ki pa se v obdobju spreminja. Za dolgoročni strošek lastniškega kapitala je upoštevan strošek kapitala v letu 2020. V Tabeli 4 je izračunana tudi prilagojena beta za vsako leto posebej, za osnovo katere sem upošteval neprilagojeno beto v panogi predelave hrane (angl. *food processing*), katero sem našel na Damodaranovi spletni strani² ter jo z uporabo Hamada enačbe, o kateri je več govora v podpoglavju 3.1.1.2, ustrezno prilagodil.

3.1.1.1 Določanje netvegane stopnje donosa

Netvegano donosnost (angl. *riskfree rate*) imajo vrednostni papirji, katerih zahtevana stopnja donosa je enaka dejanski stopnji donosa. Posledično zahtevana stopnja donosa nima variance. Da bo nek vrednostni papir imel netvegano donosnost, mora izpolnjevati dva kriterija in sicer,

² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

ne sme obstajati tveganje neplačila (angl. *default risk*) in ne sme obstajati tveganje reinvestiranja (angl. *reinvestment risk*). Poleg naštetega mora vrednosti papir biti dolgoročen in v isti valuti, v kateri posluje podjetje. (Damodaran, 2010, prosojnica 17).

Običajno se za potrebe vrednotenja podjetij, ki poslujejo v evrih, kot netvegani vrednostni papir izbere 10-letno nemško obveznico, oziroma njeno donosnost do dospelja (angl. *yield to maturity*). Tudi za potrebe tega vrednotenja sem netvegano donosnost enačil z donosnostjo do dospelja 10-letne nemške obveznice, ki je na dan 4. 5. 2011 znašala 3,30 %.

3.1.1.2 Beta

Beta podjetja je mera sistematičnega tveganja, saj zrcali občutljivost donosnosti delnice podjetja v primerjavi z donosnostjo celotnega trga. (Madura, 2006, str. 173)

Tveganje kateregakoli vrednostnega papirja, ki ga prinaša investitorju je tisto tveganje, ki ga doprinese k celotnemu tveganju portfelja vlagatelja. V kolikor se vrednost vrednostnega papirja giblje neodvisno od vrednosti tržnega portfelja, bo dodatno tveganje, zaradi uvrstitve tega papirja v portfelj, minimalno. V kolikor pa se bo vrednost vrednostnega papirja gibala v skladu z gibanjem trga, bo to prineslo dodatno tveganje tržnemu portfelju. Statistično gledano, je tveganje merjeno kot kovarianca vrednostnega papirja s celotnim tržnim portfeljem. (Damodaran, 2002, str. 70)

Ker je kovarianca vrednostnega papirja izražena v odstotkih, je samo z njeno vrednostjo težko določiti kakšno tveganje dejansko prinaša vrednostni papir, saj ne moremo vedeti ali papir prinaša višje ali nižje tveganje od povprečja papirjev v tržnem portfelju. Zato mero tveganja standardiziramo z vpeljavo bete, ki je izračunana kot razmerje med kovarianco vrednostnega papirja in tržnega portfelja in varianco tržnega portfelja, kar prikazuje tudi enačba (3).

$$Beta\ VP = \frac{Kovarianca\ VP\ s\ tržnim\ portfeljem}{Varianca\ tržnega\ portfelja} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (3)$$

Glede na to, da je kovarianca tržnega portfelja s samim seboj enaka varianci, sledi, da je beta tržnega portfelja in s tem povprečna beta vrednostnega papirja zajetega v njem, enaka ena. Vrednostni papirji, ki so bolj tvegani, bodo tako imeli beto višjo od ena in vrednostni papirji, ki so manj tvegani, posledično nižjo od ena. Popolnoma netvegani vrednostni papirji imajo beto enako nič. (Damodaran, 2002, str. 71)

V modelih vrednotenja se največkrat uporablja t.i. temeljna beta (angl. *fundamental beta*), ki jo v svojem delu zagovarja tudi Damodaran (Damodaran, 2006, str. 35), saj je njena vrednost odvisna tudi od trenutnega poslovanja podjetja. Predvsem se izkaže za boljšo izbiro zaradi dejstva, da je izračunana iz povprečja bet večjega števila podjetij znotraj enake gospodarske panoge in prilagojena za finančni vzvod. Izračun prilagojene bete za finančni vzvod (angl. *financial leverage*) prikazuje enačba (4) (glej str. 16), imenovana tudi Hamada enačba.

$$\beta_L = \beta_U(1+(1-t)(D/E)) \quad (4)$$

V Hamada enačbi (4) tako β_L predstavlja beto prilagojeno za finančni vzvod, β_U je neprilagojena beta, t predstavlja davčno stopnjo, D/E pa predstavlja razmerje med dolžniških in lastniškim kapitalom v podjetju.

3.1.2 Strošek dolžniškega kapitala

Pri financiranju z dolgom moramo upoštevati tudi davke, ki imajo z vidika podjetja ugoden učinek na strošek dolga. Obresti na dolg so namreč odbitna postavka od davčne osnove in znižujejo davčno breme podjetja (Berk et al., 2002, str. 82).

Način izračunavanja stroška dolžniškega kapitala je prikazana v enačbi (5).

$$r_{d, at} = r_d x (1-t) \quad (5)$$

V enačbi (5) $r_{d, at}$ predstavlja strošek dolžniškega kapitala po davkih, r_d strošek dolžniškega kapitala pred davki, t pa predstavlja davčno stopnjo.

Strošek dolžniškega kapitala sem za konkretno podjetje izračunal sintetično, saj podjetje nima izdanih obveznic, hkrati pa v njihovih javnih objavah ni bilo zaslediti višine obrestne mere, po kateri bi se lahko dolgoročno zadolžili. Za izračun stroška dolga sem izračunal obrestno pokritje³ v zadnjem letu (angl. *interest coverage ratio*) ter na ta način določil bonitetno oceno Žita. Na podlagi bonitetne ocene sem lahko določil pribitek⁴ na netvegano obrestno mero (YTM 10-letne nemške obveznice), ki za manjša podjetja znaša 1,10 %, nato pa sem na podlagi bonitetne ocene Slovenije s strani bonitetne hiše S&P, dodal še pribitek za državno kreditno tveganje, ki pri oceni AA znaša 0,65 %. Če k trenutni zahtevani donosnosti nemške 10-letne obveznice prištejemo oba navedena pribitka, pridemo do stroška dolžniškega kapitala, ki v primeru Žita znaša 5,05 %.

3.2 Dividendno diskontni model

Vrednost podjetja ocenjeno s pomočjo diskontiranja prihodnjih dividend bom prikazal na dva načina. Prvi način je preprosta Gordonova enačba (6) za izračun vrednosti s pomočjo dividend.

$$P_0 = \frac{Div_0(1+g)}{k-g} = \frac{Div_1}{k-g} \quad (6)$$

³ Obrestno pokritje je razmerje med dobičkom iz poslovanja (EBIT) in stroški obresti.

⁴ Tabelaričen prikaz pribitkov sem pridobil na spletni strani Aswatha Damodarana.

V enačbi (6) Div_0 predstavlja zadnjo izplačano dividendo, Div_1 je dividenda, ki bo izplačana v naslednjem letu, k je diskontna stopnja, oziroma zahtevana donosnost, g pa je stopnja rasti dividend v neskončnost.

V letošnjem letu je Skupina Žito že določila višino dividende, katera bo znašala 3,50 EUR in jo bom uporabil kot višino dividende v zadnjem letu. V kolikor predpostavim dolgoročno letno rast dividende 1,75 % in dolgoročno zahtevano stopnjo donosa 7,73 % (glej Tabela 4, str. 18) lahko iz enačbe (6) izračunam vrednost delnice podjetja.

$$P_0 = \frac{3,50(1+0,0175)}{0,0773-0,0175} = \frac{3,56125}{0,0598} = 59,55 \text{ EUR}$$

Ker sem za potrebe modela diskontiranih denarnih tokov za vsako leto do leta 2020 napovedal tudi dividende (glej Tabela 3), lahko z večjo natančnostjo izračunam tudi ceno delnice po večstopenjskem modelu prikazanem v enačbi (7).

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Div_9}{(1+r)^9} + \frac{Div_{10}(1+g)}{(r-g)(1+r)^{10}} \quad (7)$$

V kolikor v enačbo (7) vstavimo podatke iz Tabele 3, pri tem pa upoštevamo še dolgoročno zahtevano stopnjo donosa 7,73 % (glej Tabela 4, str. 18) in dolgoročno rast dividend 1,75 %, pridemo do sedanje vrednosti delnice 120 EUR.

Tabela 3: Izplačane dividende zadnjih 4 let ter napoved za obdobje 2011-2020

Leto	Vrednost dividende (v EUR)	Verižni indeks	Leto	Vrednost dividende (v EUR)	Verižni indeks
2007	4,20	-	2014E	6,36	109,7
2008	4,60	109,5	2015E	7,37	115,9
2009	3,05	66,3	2016E	7,79	105,7
2010	4,20	137,7	2017E	8,41	108,0
2011E	3,50	83,3	2018E	8,61	102,4
2012E	5,60	160,0	2019E	8,81	102,2
2013E	5,80	103,5	2020E	9,00	102,2

Vir: Žito, d.d., Letna poročila Skupine Žito in družbe Žito, d.d., 2007-2010, 2008, 2009, 2010a, 2011a.

Dividendno diskontni model ima svoje slabosti, saj lahko privede do napačne ocene vrednosti podjetja, bodisi zaradi predpostavljene višine dividende v prihodnjem letu ali pa zaradi napačno izbrane stopnje rasti dividende ali pa tudi zaradi napačno predpostavljene zahtevane stopnje donosa (Madura, 2006, str. 170).

3.3 Model diskontiranih denarnih tokov

Model diskontiranih denarnih tokov je med analitiki najpogostejši, saj praviloma daje najbolj natančno oceno sedanje vrednosti podjetja. Pri samem modelu je najpomembnejše, da se zelo podrobno seznanimo s poslovanjem podjetja, analiziramo preteklo stanje in izkaze uspeha, poleg tega pa moramo pridobiti čim več podrobnih podatkov o stanju v podjetju, kar nam daje dobro podlago za napovedi poslovanja v prihodnjih letih. Pri napovedih poslovanja upoštevamo tako preteklo podatke poslovanja podjetja, kot tudi napovedi vodilnih v podjetju, poleg tega pa moramo upoštevati tudi napovedi gospodarskih gibanj v prihodnjih letih. Pri napovedi poslovanja se najprej lotimo napovedi prihodkov v naslednjih letih, pri čemer nam je v veliko pomoč tudi napoved podjetja, vendar moramo biti tudi pri teh napovedih nekoliko skeptični, saj so lahko včasih tudi preveč optimistične. Ko napovemo prihodke, se lahko lotimo še postavk v izkazih podjetja, saj večina postavk temelji na odstotkih prihodkov, ali pa na odstotkih sredstev, oziroma na odstotkih obveznosti do virov sredstev. Ko imamo izdelano bilanco stanja (glej Prilogo 2, str. 1) in izkaz uspeha (glej Prilogo 3, str. 2) podjetja za leta v katerih napovedujemo poslovanje, lahko izračunamo še proste denarne tokove za posamezna leta (glej Tabelo 5, str. 19) in napovemo še višino prostih denarnih tokov v neskončnost.

Tabela 4: Prikaz izračuna stroška lastniškega in dolžniškega kapitala in WACC po letih

Postavka/leto	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
% dolga	27,5	29,6	31,4	30,6	30,4	30,3	30,3	30,2	30,1	30,0
% lastniškega kapitala	72,5	70,4	68,6	69,4	69,6	69,7	69,7	69,8	69,9	70,0
Nepriilagojena beta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Prilagojena beta	0,65	0,67	0,68	0,68	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Strošek lastniškega kapitala (v %)	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Strošek dolga (v %)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Davek (v %)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Strošek dolga po davkih (v %)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Premija za državno tveganje (v %)	0,97	0,98	0,99	1,01	1,03	1,05	1,07	1,07	1,07	1,07
WACC (v %)	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6

Tabela 5: Prikaz izračuna prostih denarnih tokov podjetju (FCFF) in diskontiranih prostih denarnih tokov podjetju (PV FCFF) po letih (v tisoč EUR)

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	5.226	5.191	5.407	6.021	6.288	6.947	7.098	7.255	7.417	7.580
Davek na EBIT	1.045	1.038	1.081	1.204	1.258	1.389	1.420	1.451	1.483	1.516
NOPAT	4.181	4.153	4.325	4.817	5.030	5.558	5.678	5.804	5.934	6.064
Amortizacija*	7.110	7.494	7.763	7.511	7.561	7.518	7.628	7.736	7.843	7.955
Δ obratnega kapitala**	1.575	833	898	-289	536	518	527	536	546	556
Investicije	10.360	11.086	10.961	7.909	8.059	8.571	8.725	8.819	8.913	9.074
Skupaj FCFF	-644	-272	229	4.707	3.996	3.987	4.054	4.185	4.318	4.390
Diskontni faktor	0,96	0,90	0,85	0,80	0,75	0,70	0,66	0,62	0,58	0,54
PV FCFF	-621	-246	194	3.748	2.985	2.794	2.664	2.579	2.496	2.380

*upoštevana so tudi prevrednotenja neopredmetenih dolgoročnih in opredmetenih osnovnih sredstev

**obratni kapital ne upošteva denarnih sredstev in njegovih ekvivalentov

Vsota sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov v obdobju napovedovanja znaša 18.919.297 EUR. Potrebno je izračunati še sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov po obdobju natančnega napovedovanja.

Za izračun prihodnjih denarnih tokov po obdobju natančnega napovedovanja, za katere bom predpostavil konstantno rast 1,75 %, potrebujem izračunati še stopnjo reinvestiranja, ki je izračunana na način, kot ga prikazuje enačba (8), pri kateri g predstavlja dolgoročno rast FCFF, ROIC pa donosnost na investiran kapital.

$$\text{Stopnja reinvestiranja pri stabilni rasti FCFF} = \frac{g}{ROIC} \quad (8)$$

Za dolgoročno stopnjo reinvestiranja sem upošteval ROIC v letu 2020, ki znaša 5,51 % in že prej določeno stopnjo dolgoročne rasti 1,75 %. Če podatke vstavim v enačbo (8), pridem do izračuna stopnje reinvestiranja 31,8 %.

Sedaj lahko izračunam še FCFF v letu 2020, ki bo služil kot osnova za vse prihodnje FCFF v neskončnosti. NOPAT bo po oceni v 2020 znašal 6.064.223 EUR in ker je stopnja reinvestiranja enaka 31,8 % bo še neprilagojen FCFF za rast v 2020 po enačbi (9) znašal 4.135.800 EUR .

$$FCFF = NOPAT \times (1 - \text{reinvestment rate}) \quad (9)$$

Izračunan FCFF moramo še prilagoditi za stopnjo rasti ($g = 1,75 \%$), s čimer izračunamo FCFF v letu 2021. Prilagojen FCFF za stopnjo rasti v letu 2021 tako znaša 4.208.177 EUR.

Sedaj imamo vse potrebno za izračun vrednosti podjetja v letu 2020, ki ga bom izračunal z uporabo enačbe (10) (glej str. 20).

$$Vrednost\ podjetja = \frac{FCFF_{2021}}{WACC-g} \quad (10)$$

Z vstavljanjem podatkov v zgornjo enačbo, pri čemer za WACC uporabim dolgoročni WACC, ki znaša 6,62 % izračunam vrednost podjetja v letu 2020. Ta znaša 86.410.205 EUR. Ker pa me zanima današnja vrednost podjetja, moram dobljeno vrednost diskontirati na današnji dan. Za diskontni faktor uporabim diskontni faktor v letu 2020 prikazan v Tabeli 5 (glej str. 19). Od vrednosti podjetja, v obdobju napovedovanja in po obdobju napovedovanja, odštejem še neto dolg, s čemer sem izračunal vrednost lastniškega kapitala. Če to vrednost delim še z številom vseh delnic, zmanjšanih za delnice, ki jih ima podjetje v lasti, pridem do vrednosti delnice. Celoten izračun je prikazan v Tabeli 6.

Tabela 6: Prikaz izračuna vrednosti delnice

Postavka	Vrednost (v EUR)
Sedanja vrednost podjetja v obdobju natančnega napovedovanja	18.919.297
Sedanja vrednost podjetja po obdobju natančnega napovedovanja	46.706.998
Sedanja vrednost podjetja	65.626.295
Neto dolg	21.638.065
Sedanja vrednost lastniškega kapitala	43.988.230
Število delnic	355.792
Število lastnih delnic	3.046
Število delnic brez lastnih delnic	352.746
Vrednost delnice	125

Tabela 7: Odvisnost cene delnice od dolgoročnega WACC in dolgoročne rasti FCFF

		Dolgoročni WACC				
		5,6 %	6,1 %	6,6 %	7,1 %	7,6 %
Dolgoročna rast FCFF	1,3 %	140	125	112	102	94
	1,5 %	150	133	118	108	98
	1,8 %	160	141	125	113	103
	2,0 %	173	151	133	120	108
	2,3 %	187	161	141	126	114

Tabela 7 prikazuje odvisnost cene delnice danes od dolgoročne rasti prostih denarnih tokov in dolgoročnega WACC.

Tabela 8: Odvisnost cene delnice od EBITDA marže in dolgoročne rasti FCFF

		Dolgoročna EBITDA marža				
		10,5 %	11,0 %	11,5 %	12,0 %	12,5 %
Dolgoročna rast FCFF	1,3 %	90	102	112	125	136
	1,5 %	96	108	118	131	143
	1,8 %	101	114	125	139	151
	2,0 %	108	121	133	147	160
	2,3 %	114	128	141	156	170

EBITDA marža je za ocenjevanje podjetja izjemno pomembna, na kar kaže tudi analiza občutljivosti, prikazana v Tabeli 8. Višina EBITDA marže namreč vpliva na dobiček iz poslovanja (EBIT) po obdobju napovedovanja, posledično pa tudi na stopnjo reinvestiranja, katera je pomembna pri izračunavanju prihodnjih denarnih tokov.

3.4 Izračun s pomočjo relativnih tržnih kazalnikov vrednotenja

Vrednotenje podjetja na podlagi relativnih tržnih kazalnikov vrednotenja primerljivih podjetij (angl. *peer comparison*) je med analitiki zelo priljubljen, saj zahteva najmanj časa, je zelo preprost in nam tako hitro poda vrednost podjetja, katerega analiziramo. Med kazalniki so najpogosteje uporabljeni kazalniki EV/sales, EV/EBITDA, EV/EBIT in P/E, katere sem za izračun vrednosti podjetja uporabil tudi sam.

Izračun kazalnikov je preprost, saj za kazalnike, kateri imajo v števcu EV (angl. *enterprise value*) pomeni, da v samem števcu k tržni kapitalizaciji podjetja prištejemo neto dolg podjetja, v imenovalcu pa imamo izbrano računovodsko postavko (sales, EBITDA, oziroma EBIT). Kazalnik P/E je nekoliko drugačen, saj ima v števcu trenutno ceno delnice, v imenovalcu pa čisti dobiček podjetja.

Pri izbiri podjetij je potrebno biti pozoren, da so podjetja med seboj čimbolj primerljiva, tako z vidika velikosti, kot tudi z vidika prodajne palete proizvodov in trga, kjer svoje proizvode tudi prodajajo. Velikokrat se zgodi, da je težje izbrati primerljiva podjetja v enaki industriji, saj se ali močno razlikujejo v velikosti ali pa imajo strukturo prodajnega programa nekoliko drugačno od podjetja, ki ga želimo vrednotiti.

Izbrana podjetja in njihovi kazalniki vrednotenja so predstavljeni v Tabeli 9 in Tabeli 10 (glej str. 22), izračunane pa so tudi mediane, ki bodo služile za izračun vrednosti delnice Žita, d.d.

Tabela 9: Relativni kazalniki vrednotenja primerljivih podjetij na evropskih razvitih trgih

Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija (v mio EUR)	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/sales
Associated British Foods PLC	9.084	14,6	10,4	7,1	0,9
Aryzta AG	3.039	18,7	19,5	11,5	1,2
Barry Callebaut AG	3.130	15,6	13,3	n.p.	1,0
Lotus Bakeries	313	13,6	9,6	7,4	1,3
VK Muehlen AG	126	n.p.	n.p.	n.p.	0,5
Josef Manner & Co AG	88	23,3	27,5	8,6	0,6
Skane-Mollan AB	50	21,7	16,0	11,5	2,6
Halloren Schokoladenfabrik AG	32	21,7	18,2	9,9	1,1
Elbisco Holding SA	33	n.p.	34,2	n.p.	0,8
Loulis Mills SA	31	7,4	9,5	6,7	0,8
Landshuter Kunstmuehle AG	15	29,5	18,2	12,7	1,3
Finsbury Food Group PLC	12	3,2	5,5	4,1	0,3
Mlinotest, d.d.	11	11,8	13,2	4,9	0,4
Karamolengos Bakery SA	7	4,8	11,5	6,2	1,0
Premier Foods PLC	846	n.p.	6,0	4,4	0,8
Povprečje	1.121	15,5	15,2	7,9	1,0
Mediana	50	15,1	13,2	7,2	0,9

Vir: Bloomberg Professional, 2011.

Tabela 10: Relativni kazalniki vrednotenja primerljivih podjetij na razvijajočih evropskih trgih ter skupno evropsko povprečje

Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija (v mio EUR)	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/sales
Podravka d.d.	233	n.p.	14,1	7,8	0,8
Wawel SA	173	14,3	11,3	9,5	1,7
Jutrzenka Holding SA	130	16,7	13,8	8,5	0,9
Kraš d.d.	84	32,4	19,7	8,8	0,7
Čakovečki mlinovi d.d.	53	17,3	13,9	7,9	0,5
Mlinar d.d.	17	14,3	14,0	6,5	1,0
Makarony Polskie SA	17	20,8	23,3	9,8	0,6
Koestlin d.d.	5	n.p.	n.p.	n.p.	0,6
Brionka d.d.	2	10,0	6,9	3,1	0,2
Povprečje	79	18,0	14,6	7,7	0,8
Mediana	53	16,7	13,9	8,2	0,7
Povprečje skupaj:	730	16,4	15,0	7,8	0,9
Mediana skupaj:	52	15,6	13,8	7,9	0,8
Žito, d.d.	36	14,0	10,9	5,0	0,5

Glede na mediane kazalnikov primerljivih podjetij je izračunana tudi cena delnice Žita, d.d., kar je prikazano v Tabeli 11.

Tabela 11: Vrednost delnice glede na mediano tržnih kazalnikov vrednotenja

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/sales	Cena (v EUR)
	Ponder				
	0,25	0,25	0,25	0,25	
Evropa-razviti trgi	109	135	175	225	161
Evropa-trgi v razvoju	120	146	206	169	160
Skupaj	112	144	195	198	162

3.5 Skrita vrednost – nepremičnine

Podjetje Žito ima v svoji bilanci sredstva, ki bi lahko v prihodnosti predstavljala velik katalizator za rast delnice; njegove nepremičnine. Tu gre izpostaviti predvsem veliko zemljišče na Šmartinski cesti v neposredni bližini ljubljanskega nakupovalnega središča BTC. Podjetje ima v svojih bilancah navedeno, da ima v lasti za 41,5 milijonov EUR zemljišč in zgradb, pri čemer naložbenih nepremičnin nisem upošteval. Ta vrednost seveda ne odraža tržne vrednosti nepremičnin, predvsem zemljišč, saj so ta vrednotena po nabavni ceni.

Vodstvo podjetja je nedavno dejalo, da želijo do leta 2013 postopoma izprazniti vse objekte, ki stojijo na prej omenjenem zemljišču ter nepremičnino ponuditi trgu. Zgodba o selitvi in prodaji tega zemljišča je stara že skoraj desetletje, zato sem v prej prikazanem modelu vrednotenja z uporabo diskontiranih denarnih tokov upošteval denarne tokove brez odprodaje osnovnih sredstev, vpliv le-teh pa bom prikazal v tem podpoglavju.

Zemljišče v bližini nakupovalnega središča BTC, kjer ima podjetje trenutno tudi sedež, meri 96 tisoč kvadratnih metrov, pri čemer trenutni prostorski načrti dopuščajo gradnjo na 64 tisoč kvadratnih metrih, ostalo pa morajo ostati zelene površine. Po podatkih cenitev nepremičnin, ki jo je pred kratkim izvedla Geodetska uprava RS, povprečna cena zazidljivega zemljišča v Mostah-BTC znaša 265 EUR/m². Za nekoliko izboljšano oceno vrednosti Žitovega zemljišča, sem upošteval še povprečne oglaševane cene zazidljivih zemljišč, ki jih spremlja in objavlja spletni portal SLONEP. Po podatkih portala je povprečna oglaševana cena zazidljivega zemljišča v Ljubljani v marcu 2011 znašala 321 EUR/m². Portal podatke pridobiva na spletnem oglaševalnem portalu Nepremicnine.net, zato sem s pregledom oglaševane ponudbe na tej strani ocenil še oglaševane cene v Mostah-BTC. Povprečne cene objavljene na dan 3. 5. 2011, so se gibale okoli 350 EUR/m².

Pri vrednotenju podjetja, sem zaradi same velikosti zemljišča in posledično dolgotrajnejšega iskanja kupca predpostavil prodajo zemljišča v letu 2015. Za vrednotenje sem uporabil model diskontiranih denarnih tokov, pri čemer sem ohranil identične predpostavke, kot v že prej predstavljenem modelu, le da sem v letu 2015 upošteval še denarni tok od prodaje osnovnih

sredstev, torej v tem primeru zemljišča v BTC-ju. Vpliv različnih doseženih cen za kvadratni meter zemljišča ob prodaji je predstavljen v Tabeli 12.

Tabela 12: Vpliv višine dosežene prodajne cene na vrednost delnice

Cena m ² zemljišča (v EUR)	300	350	400	450	500	550	600	650	700
Vrednost kupnine (v mio EUR)	28,8	33,6	38,4	43,2	48,0	52,8	57,6	62,4	67,2
Cena delnice (v EUR)	185	196	206	216	226	236	246	256	266

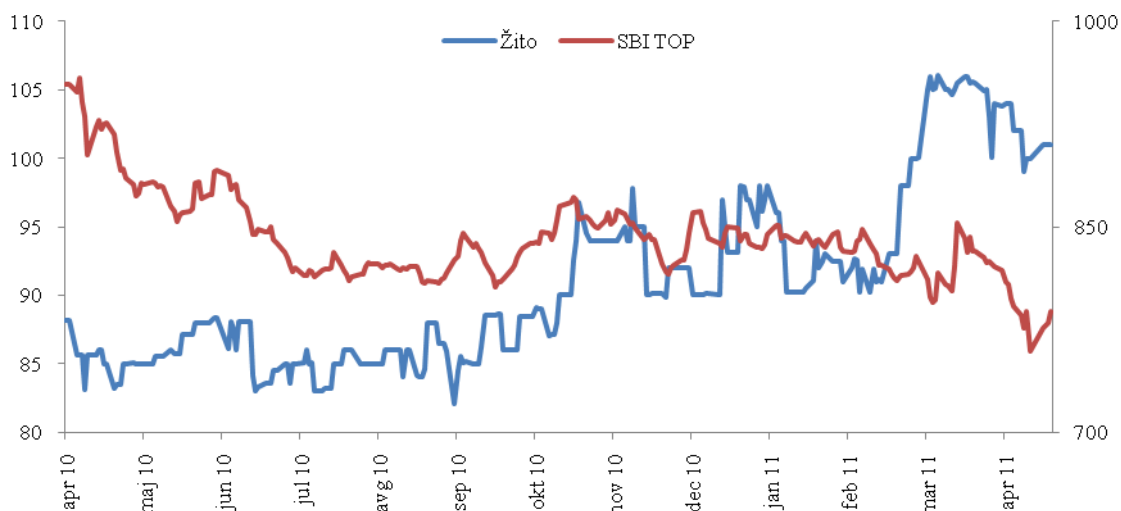
3.6 Pregled vrednotenja in kritična ocena

V Tabeli 13 sem zbral vrednosti podjetja ocenjene z uporabo različnih metod vrednotenja, katere pa sem tudi ustrezno ponderiral in s tem ocenil povprečno vrednost delnice Žita, d.d. na dan 4. 5. 2011. Z uporabo različnih metod vrednotenja in s povprečjem vrednosti le-teh sem poskušal zmanjšati vpliv različnih pristopov, saj ima vsak model svoje prednosti in slabosti. Slabost dividendno-diskontnega modela se kaže v tem, da je dejansko težko napovedati prihodnje vrednosti dividend, poleg tega pa obstaja verjetnost tudi v napačni upoštevanji vrednosti zahtevane stopnje donosa. Še najmanj subjektivnosti vsebuje model relativnih tržnih kazalnikov, ki pa je močno odvisen tudi od izbire podjetij, kajti za nekatera podjetja je težje najti primerljiva podjetja, saj imajo lahko precej različen asortiman izdelkov, ki jih proizvajajo. Za najbolj zanesljiv in med analitiki tudi najbolj pogosto uporabljen model, se je izkazal model diskontiranih denarnih tokov, kateri zahteva najbolj podrobno analizo izmed vseh. Po modelu diskontiranih denarnih tokov vrednost delnice znaša 125 EUR, kar je 23,8 % višje od cene na Ljubljanski borzi na dan 4. 5. 2011. Povprečna ocenjena vrednost delnice znaša 130 EUR, kar je 28,7 % več od zadnje tržne cene. Po ocenjeni povprečni vrednosti lahko zaključim in svetujem pozicijo »kupi.«

Tabela 13: Pregled vrednotenja

	Cena (v EUR)	Ponder	Ponderirana cena (v EUR)
Dividendno diskontni model	120	0,15	
Model relativnih tržnih kazalnikov vrednotenja	162	0,15	130
Model diskontiranih denarnih tokov	125	0,70	

Slika 12: Gibanje indeksa SBI TOP in delnice Žita, d.d. v zadnjem letu



Vir: Arhiv vrednosti VP in indeksov, 2011.

SKLEP

Vrednotenje podjetja je zahteven in dolgotrajen proces, ki zahteva podrobno analizo preteklih izkazov poslovanja podjetja, na bazi katerih si moramo ustvariti sliko o prihodnjem poslovanju podjetja. Poleg tega je potrebno upoštevati tudi ekonomske napovedi za okolje, v katerem podjetje bo ali že posluje in napovedi vodstva podjetja o njihovem videnju prihodnjega poslovanja podjetja.

V tej diplomski nalogi sem največji poudarek namenil sami analizi poslovanja in modelu diskontiranih denarnih tokov, saj je za ta model bistveno dobro poznavanje podjetja, katerega skušamo ovrednotiti, kar nam omogoča tudi natančnejšo oceno. Poleg omenjenega modela sem uporabil še dividendno diskontni model in model relativnih tržnih kazalnikov, kar je pri končni oceni služilo za boljšo in objektivnejšo oceno vrednosti, saj je bila izračunana ponderirana vrednost delnice podjetja Žito, s čimer sem želel zmanjšati vpliv vrednotenja po le enem modelu, saj ima vsak model tudi svoje slabosti.

Glede na količino postavk, ki sem jih za potrebe vrednotenja moral oceniti, obstaja možnost, da vrednost podjetja ni popolnoma natančna, vendar sem tekom vrednotenja skušal biti pri napovedovanju postavk čim bolj objektivni in menim, da mi je to tudi uspelo.

Namen in cilj diplomske naloge sta bila dosežena, saj sem uspel prikazati način vrednotenja podjetja, na koncu pa prišel tudi do končne vrednosti podjetja, pri čemer sem posledično lahko presodil o morebitni precenjenosti ali podcenjenosti delnice Žita, d.d., kar pa je bil tudi glavni cilj te diplomske naloge.

LITERATURA IN VIRI

1. *Arhiv vrednosti VP in indeksov*. Najdeno 4. maja 2011 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289>
2. Berk, A., Lončarski, I., & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Bernstein, P.L., & Damodaran, A. (1998) *Investment Management*. New York: John Wiley & Sons.
4. Bloomberg Professional. Podatki zajeti 4. maja 2011.
5. Brigham, E.F., & Daves, P. (2004). *Intermediate financial management*. Ohio: Thompson Corporation, South-Western.
6. Brigham, E.F., & Houston J.F (2009): *Fundamentals of Financial Management* (6th Edition). Ohio: South-Western.
7. Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1996). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (2nd Edition). New York: J. Wiley.
8. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
9. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2nd Edition). New York: John Wiley & Sons.
10. Damodaran, A. (b.l.). *The Free Cashflow to Firm Model*. Najdeno 28. marca 2011 na spletni strani <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
11. Damodaran, A. (2010). *Value: More than a Number*. Najdeno 3. aprila 2011 na spletni strani <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
12. Francis, J.K. (1988): *Management of Investments* (2nd Edition). New York: McGraw-Hill.
13. *Indeksi cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih*. Najdeno 23. aprila 2011 na spletni strani <http://www.stat.si/>
14. *Kreditna bonitetna ocena Slovenije*. Najdeno 1. maja 2011 na spletni strani <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/us/?rpqSearch=YES&pageNav=No&searchField=Entity&searchText=Slovenia+%28Republic+of%29>
15. *Levered and Unlevered Betas by Industry-Europe*. Najdeno 1. aprila 2011 na spletni strani <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
16. Madura, J. (2006). *Financial institutions and markets*. Ohio: Thompson Corporation, South-Western.
17. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
18. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. *Nepremičnine.net – Nepremičninski spletni oglasnik*. Najdeno 1. maja na spletni strani <http://www.nepremicnine.net/>
20. Penman, S.H. (2007): *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (3rd Edition). New York: McGraw-Hill.
21. *Slonep.net – Nepremičninski portal*. Najdeno 2. maja 2011 na spletni strani <http://www.slonep.net/info/cene-nepremicnin/preglednica-cetrletnih-cen-zemljisc-v-ljubljani-in-ok>

22. *Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2011* (2011). Najdeno 4. junija na spletni strani http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/spoml2011/PNGG_2011_11maj.pdf
23. *Uveljavitev zakona o minimalni plači*. Najdeno na 17. aprila 2011 na spletni strani http://www.gzs.si/slo/panoge/podjetnisko_trgovska_zbornica/48705
24. White, G.I., Sondhi, A., & Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements* (3rd Edition). New York: John Wiley & Sons.
25. Zakon o minimalni plači (ZMinP). *Uradni list RS* št. 13/2010
26. *Zbirka vrednotenja nepremičnin*. Najdeno 23. aprila 2011 na spletni strani <http://prostor3.gov.si/zvn/zvn/ZVN.html>
27. *Zgodovina Žita, d.d.* Najdeno 23. marca 2011 na spletni strani <http://www.zito.si/index.php?id=25>
28. Žito, d.d. (2006). Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2005: Žito, d.d.
29. Žito, d.d. (2007). Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2006: Žito, d.d.
30. Žito, d.d. (2008). Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2007: Žito, d.d.
31. Žito, d.d. (2009). Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2008: Žito, d.d.
32. Žito, d.d. (2010a). Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2009: Žito, d.d.
33. Žito, d.d. (2010b). Medletno poročilo družbe Žito d.d. in Skupine Žito, d.d. za obdobje 1-3 2010: Žito, d.d.
34. Žito, d.d. (2010c). Medletno poročilo družbe Žito d.d. in Skupine Žito, d.d. za obdobje 1-6 2010: Žito, d.d.
35. Žito, d.d. (2010d). Medletno poročilo družbe Žito d.d. in Skupine Žito, d.d. za obdobje 1-9 2010: Žito, d.d.
36. Žito, d.d. (2011a). Letno poročilo Skupine Žito in družbe Žito, d.d. za leto 2010: Žito, d.d.
37. Žito, d.d. (2011b). Žito – informacijski memorandum: Žito, d.d.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic in izrazov	1
Priloga 2: Bilanca stanja (v tisoč EUR)	1
Priloga 3: Izkaz poslovnega izida (v tisoč EUR)	2

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic in izrazov

EBIT	Earnings Before Interest and Tax	Dobiček iz poslovanja pred davki
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization	Dobiček iz poslovanja pred davki in amortizacijo
FCFF	Free Cash Flow to Firm	Prosti denarni tok podjetju
NOPAT sales	Net Operating Profit After Tax sales	Dobiček iz poslovanja po davkih Prodaja, prihodki
WACC	Weighted Average Cost of Capital	Tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala
P/E	Price to Earnings ratio	Razmerje med ceno in dobičkom
EV	Enterprise Value	Tržna kapitalizacija povečana za neto dolg
ROIC	Return On Invested Capital	Donosnost vloženega kapitala

Priloga 2: Bilanca stanja (v tisoč EUR)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
DOLGOROČNA SREDSTVA	76.627	72.045	75.231	78.911	82.287	82.893	83.566	84.789	86.059	87.318	88.567	89.867
Neopredmetena dolgoročna sredstva	643	530	531	537	547	560	571	581	591	602	613	624
Opredmetena osnovna sredstva	67.522	62.664	65.914	69.500	72.688	73.074	73.560	74.603	75.690	76.762	77.821	78.928
Naložbene nepremičnine	522	794	784	792	808	826	842	857	873	888	904	921
Dolgoročne finančne naložbe	7.022	6.668	6.608	6.674	6.808	6.964	7.097	7.224	7.354	7.487	7.621	7.759
Dolgoročne poslovne terjatve	80	60	112	113	115	118	120	122	125	127	129	132
Odložene terjatve za davek	838	1.328	1.281	1.294	1.320	1.351	1.376	1.401	1.426	1.452	1.478	1.505
KRATKOROČNA SREDSTVA	45.816	42.967	44.375	45.392	46.653	46.779	47.662	48.519	49.392	50.290	51.193	52.120
Zaloge	19.088	15.010	16.800	18.099	19.384	19.830	20.207	20.571	20.941	21.318	21.702	22.092
Sredstva za prodajo	1.050	1.058	1.008	1.018	1.038	1.062	1.083	1.102	1.122	1.142	1.163	1.184
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	24.238	25.766	25.200	24.887	24.808	24.434	24.898	25.346	25.802	26.267	26.740	27.221
Kratkoročne finančne naložbe	28	30	23	30	38	37	31	30	31	40	38	45
Dobroimetje pri bankah, čeki, gotovina	1.412	1.104	1.344	1.357	1.385	1.416	1.443	1.469	1.496	1.523	1.550	1.578
Aktivne časovne razmejitev	0	0	11	11	12	12	12	12	12	13	13	13
SREDSTVA SKUPAJ	122.443	115.012	119.617	124.314	128.951	129.684	131.240	133.320	135.464	137.620	139.772	142.001
KAPITAL	68.484	69.002	70.129	71.342	72.419	73.499	74.642	75.939	77.266	78.626	80.020	81.448
Dolgoročne rezervacije	6.771	6.608	6.608	6.608	6.608	6.608	6.608	6.608	6.608	6.608	6.608	6.608
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	11.376	7.282	9.893	11.314	12.948	12.062	11.353	9.260	8.861	8.279	7.619	7.655
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	11.375	7.281	9.892	11.313	12.947	12.061	11.352	9.259	8.859	8.278	7.618	7.654
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	35.081	31.539	32.427	34.484	36.399	36.925	38.035	40.900	42.105	43.472	44.879	45.632
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	20.179	15.491	16.746	18.647	20.245	20.399	21.195	23.758	24.654	25.707	26.794	27.222
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	14.903	16.049	15.680	15.837	16.154	16.525	16.839	17.142	17.451	17.765	18.085	18.410
Pasivne časovne razmejitve	731	581	560	566	577	590	601	612	623	634	646	658
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	122.443	115.012	119.617	124.314	128.951	129.684	131.240	133.320	135.464	137.620	139.772	142.001

Vir: Žito, d.d., Letna poročila Skupine Žito in družbe Žito, d.d., 2009-2010, 2010a, 2011a.

Priloga 3: Izkaz poslovnega izida (v tisoč EUR)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	116.098	111.778	112.001	113.121	115.384	118.038	120.280	122.445	124.649	126.893	129.177	131.502
Sprememba vrednosti zalog	993	-1.313	560	566	577	590	601	612	623	634	646	658
Drugi prihodki iz poslovanja	2.477	-139	1.696	1.712	1.747	1.787	1.821	1.854	1.887	1.921	1.956	1.991
Stroški blaga, materiala in storitev	76.491	70.605	72.017	72.624	73.961	75.603	76.979	78.120	79.526	80.958	82.415	83.899
Stroški dela	28.869	28.387	27.888	28.054	28.500	29.155	29.709	30.122	30.664	31.216	31.778	32.350
Odpisi vrednosti	6.826	6.796	7.110	7.494	7.763	7.511	7.561	7.518	7.628	7.736	7.843	7.955
Prevr. odh. pri obratnih sredstvih	793		784	792	808	826	842	857	873	888	904	921
Drugi odhodki poslovanja	700	579	672	679	692	708	722	735	748	761	775	789
Drugi poslovni odhodki	700											
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	4.895	5.273	5.226	5.191	5.407	6.021	6.288	6.947	7.098	7.255	7.417	7.580
Prihodki od financiranja	99	155	112	113	115	118	120	122	125	127	129	132
Stroški obresti in drugi odh. fin.	1.371	2.769	1.345	1.513	1.676	1.639	1.644	1.667	1.692	1.716	1.738	1.761
DOBIČEK IZ RED. DELOVANJA	3.623	2.658	3.993	3.791	3.846	4.500	4.764	5.402	5.530	5.665	5.809	5.951
Davek iz dobička	925	539	799	758	769	900	953	1.080	1.106	1.133	1.162	1.190
Odloženi davki	1.040	-426										
ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA	1.659	2.546	3.194	3.033	3.077	3.600	3.811	4.322	4.424	4.532	4.647	4.760

Vir: Žito, d.d., Letna poročila Skupine Žito in družbe Žito, d.d., 2009-2010, 2010a, 2011a.