UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE TREH DELNIC V PANOGI PROIZVAJALCEV VETRNIH TURBIN

Ljubljana, julij 2008 **JANEZ KRANJC**

IZJAVA

Študent Janez Kranjc izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Marka Košaka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 4.7.2008 Podpis: _____

KAZALO

UVOD **1**

1 VREDNOTENJE PODJETIJ **1**

1.1 PROCES VREDNOTENJA 2
1.2 METODE VREDNOTENJA 2
1.2.1 DCF metoda 3
1.2.2 Relativno vrednotenje 3

2 PANOGA PROZVAJALCEV VETRNIH TURBIN **4**

2.1 PRIHODNOST PANOGE 6
2.2 EVROPA 7
2.3 SEVERNA AMERIKA 7
2.4 AZIJA 7
2.5 OSTALI SVET 8

3 VREDNOTENJE IZBRANIH PODJETIJ **8**

3.1 IZBOR PODJETIJ 8
3.2 VESTAS 9
3.2.1 Analiza poslovanja 9
3.2.2 DCF vrednotenje 10
3.2.3 Relativno vrednotenje 11
3.2.4 Tveganje 12
3.3 GAMESA 13
3.3.1 Analiza poslovanja 13
3.3.2 DCF vrednotenje 14
3.3.3 Relativno vrednotenje 15
3.3.4 Tveganje 16
3.4 SUZLON 16
3.4.1 Analiza poslovanja 17
3.4.2 DCF vrednotenje 18
3.4.3 Relativno vrednotenje 19
3.4.4 Tveganje 19
3.5 SKUPNA PREDSTAVITEV 20
3.5.1 Analiza poslovanja 20
3.5.2 DCF vrednotenje 20
3.5.3 Relativno vrednotenje 21
3.5.4 Priporočilo 22

SKLEP **22**

LITERATURA IN VIRI **24**

PRILOGE

KAZALO TABEL

Tabela 1: Ključni podatki o poslovanju podjetja Vestas v letih 2005, 2006 ter 2007 10
Tabela 2: Cena in izbrani kazalniki relativnega vrednotenja podjetja Vestas na dan 31.12. leta 2006 in 2007 in ocena teh za 2008 in 2009 ter na presečni datum vrednotenja*..... 12
Tabela 3: Ključni podatki o poslovanju podjetja Gamesa v letih 2005, 2006 ter 2007..... 14
Tabela 4: Cena in izbrani kazalniki relativnega vrednotenja podjetja Gamesa na dan 31.12. leta 2006 in 2007 in ocena teh za 2008 in 2009 ter na presečni datum vrednotenja*..... 16
Tabela 5: Ključni podatki o poslovanju podjetja Sulon v poslovnih letih 2006, 2007 ter ocena 2008* 17
Tabela 6: Cena in izbrani kazalniki relativnega vrednotenja podjetja Suzlon na dan 31.3. leta 2007 in ocena teh za 2008, 2009 in 2010 ter na presečni datum vrednotenja*..... 19
Tabela 7: Ključni podatki o poslovanju podjetji Vestas, Gamesa in Suzlon v zadnjih dveh poslovnih letih..... 20
Tabela 8: Izračunana vrednost delnic po DCF metodi, tržna cena ter premija oziroma diskont (%) analiziranih družb..... 21
Tabela 9: Izbrani kazalniki relativnega vrednotenja po zadnjih razpoložljivih podatkih o poslovanju ter ocena teh kazalnikov v naslednjem poslovnem letu vseh treh analiziranih družb*..... 21

KAZALO SLIK

Slika 1: Svetovni tržni delež podjetij v panogi proizvajalcev vetrnih turbin v letu 2007*..... 5
Slika 2: Deleži posameznih kontinentov v svetovni kapaciteti proizvodnje vetrne energije konec leta 2007(levo) in dodatne zmogljivosti v letu 2007(desno)..... 5
Slika 3: Skupna svetovna zmogljivost vetrnih elektrarn od leta 2000 do 2007 ter ocena od 2008 do 2012..... 6
Slika 4: Geografski izvor prihodkov družbe Vestas v letu 2007 10
Slika 5: Segmentni (levo) in geografski (desno) izvor prihodkov družbe Gamesa v letu 2007..... 14
Slika 6: Segmentni izvor prihodkov družbe Suzlon v poslovnem letu 2008 (levo) in geografski v poslovnem letu 2007 (desno) 18

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic 1
Priloga 2: Finančni podatki družbe Vestas in njihova projekcija do leta 2013 2
Priloga 3: Izračun vrednosti delnice podjetja Vestas po metodi DCF 3
Priloga 4: Analiza občutljivosti delnice podjetja Vestas na spremembo dolgoročne stopnje rasti in EBITDA marže po letu 2015 (v DDK) 3
Priloga 5: Analiza občutljivosti delnice podjetja Vestas na spremembo EBITDA marže in WACC po letu 2015 (v DDK) 4
Priloga 6: Finančni podatki družbe Gamesa in njihova projekcija do leta 2013 5
Priloga 7: Izračun vrednosti delnice podjetja Gamesa po metodi DCF 6
Priloga 8: Analiza občutljivosti delnice podjetja Gamesa na spremembo dolgoročne stopnje rasti in EBITDA marže po letu 2015 (v EUR) 6
Priloga 9: Analiza občutljivosti delnice podjetja Gamesa na spremembo EBITDA marže in WACC po letu 2015 (v EUR) 7
Priloga 10: Finančni podatki družbe Suzlon in njihova projekcija do leta 2013 8
Priloga 11: Izračun vrednosti delnice podjetja Suzlon po metodi DCF 9
Priloga 12: Analiza občutljivosti delnice podjetja Suzlon na spremembo dolgoročne stopnje rasti in EBITDA marže po letu 2015 (v RS) 9
Priloga 13: Analiza občutljivosti delnice podjetja Suzlon na spremembo EBITDA marže in WACC po letu 2015 (v RS) 10

UVOD

Danes je energija vetra hitro rastoči energetski vir. Čeprav je panoga še vedno odvisna od političnih spodbud, se je s hitrim tehnološkim razvojem in izdelavo vedno močnejših vetrnih turbin stroškovno zelo približala fosilnim gorivom kot energetskim virom. Zaradi rasti cen nafte, želji mnogih držav po zmanjševanju CO_2 emisij in s tem povezanimi željami po obnovljivih virih energije, rasti porabe električne energije ter zaradi nadaljevanja tehnološkega razvoja lahko pričakujemo visoko rast panoge tudi v prihodnosti. Investitorji na kapitalskih trgih so že spoznali visok potencial panoge, rezultat česar je bila visoka rast cen delnic podjetij, ki poslujejo na tem področju.

V diplomski nalogi se želim postaviti v kožo potencialnega investitorja, ki bi v času izdelave naloge, želel investirati v panogo proizvajalcev vetrnih turbin (panogo energije vetra lahko namreč podrobneje razčlenimo na panogo proizvajalcev vetrnih turbin ter panogo upravljavcev vetrnih elektrarn). V ta namen bom izbral nekaj delnic podjetij v obravnavani panogi, jih primerjal med seboj ter na podlagi lastnih izračunov ocenil, katera delnica bi bila, v času izdelave naloge, najprimernejša za nakup. Ta ocena bo predvsem temeljila na vrednotenju po modelu diskontiranih denarnih tokov ter na podlagi kazalcev relativnega vrednotenja, opravil pa bom tudi krajšo analizo poslovanja izbranih družb ter drugih dejavnikov, ki bi lahko vplivali na nakupni izbor (npr. tržni delež, povezava z drugimi podjetij v vrednostni verigi, itd.).

Namen diplomske naloge je prikazati enega od možnih pristopov k naložbenim odločitvam v primeru naložb v delnice. Za izbrana podjetja v izbrani panogi bo prikazan model diskontiranih denarnih tokov kot eden od načinov vrednotenja delnic ter izračun in primerjava relativnih kazalcev vrednotenja med podjetji. Cilj naloge je na podlagi izbranih metod ugotoviti, katera delnica izbranih podjetij, bi v času izdelave naloge, bila najprimernejša za nakup.

V prvem poglavju bom začel z kratko predstavitvijo vrednotenja podjetij. V naslednjem poglavju se bom posvetil panogi proizvajalcev vetrnih turbin, jo predstavil ter prikazal glavne smeri razvoja v prihodnje. V tretjem poglavju bom analiziral izbrana podjetja v panogi. Naredil bom kratko analizo poslovanja, opravil vrednotenje po metodi diskontiranih denarnih tokov ter izračunal glavne kazalce vrednotenja. Ob koncu tega poglavja bom tudi primerjal izbrana podjetja med seboj ter oblikoval priporočilo, katero podjetje bi bilo najboljši izbor za nakup s strani potencialnega investitorja, ki želi investirati v delnice družb v panogi proizvajalcev vetrnih turbin.

1 VREDNOTENJE PODJETIJ

Namenov vrednotenja podjetij je mnogo in se med seboj razlikujejo predvsem glede na različne potrebe. Najpogosteje se uporablja pri izbiri najprimernejše delnice za nakup, ugotavljanja pričakovanj trga o uspešnosti podjetja, za vrednotenje posameznih dogodkov (kot npr. prevzemi podjetij, združitve podjetij, MBO (angl. *Management Buy-Out*), dokapitalizacija, likvidacija,

stečaj, uvrstitev podjetja na borzo, itd.), za vrednotenje poslovnih strategij in modelov ter za ugotavljanje vrednosti podjetij (Stowe, Robinson, Pinto & McLeavey, 2002, str. 3-4). V diplomski nalogi bom vrednotenje uporabil za namen izbire najprimernejše delnice za nakup.

Zakaj pa je vrednotenje pri izbiri najprimernejše delnice za nakup sploh potrebno? Cilj vrednotenja je ugotoviti pošteno vrednost posamezne delnice (angl. *fair value*), ki je pomembna zato, da ne bi investitor kupil delnice po višji ceni kot je vredna (Damodaran, 2002, str. 1-2).

1.1 Proces vrednotenja

Vsako vrednotenje delnic naj bi bilo sestavljeno iz petih faz (Stowe et al., 2002, str. 6-22):

1. **Razumevanje poslovnega področja.** Ta faza vključuje predvsem ocenjevanje panoge podjetja, njegovega konkurenčnega položaja ter njegovo poslovno strategijo.
2. **Napovedovanje poslovanja družbe.** V sklopu te faze se pripravi projekcije poslovanja družbe v prihodnosti. Napoved se pripravlja ob upoštevanju predvsem dveh vidikov, na eni strani poslovnega okolja podjetja ter na drugi strani za podjetje značilnih karakteristik.
3. **Izbira primernih metod vrednotenja.**
4. **Izvedba vrednotenja.** Na podlagi napovedi se s pomočjo izbranih metod izvede vrednotenje, postopek same izvedbe pa se razlikuje glede na izbrano metodo.
5. **Oblikovanje priporočila.** Proces vrednotenja se poleg določitve poštene vrednosti delnice (angl. *fair value*) konča s priporočilom analitika.

1.2 Metode vrednotenja

Obstaja mnogo metod vrednotenja, ki jih različni avtorji navadno razvrščajo v različne skupine metod s podobnimi značilnostmi. Damodaran (2006, str. 3-74) govori o štirih temeljnih metodah:

1. **Metoda diskontiranega denarnega toka** (angl. *discounted cashflow valuation*) (v nadaljevanju DCF): metoda upošteva, da je družba vredna toliko kot sedanja vrednost vseh njenih bodočih denarnih tokov.
2. **Metoda zasnovana na sredstvih** (angl. *liquidation and accounting valuation*): ugotavlja vrednost lastniškega kapitala tako, da izračuna vrednost sredstev na točno določen dan od katere odšteje vrednost obveznosti na isti dan.
3. **Metoda relativnega vrednotenja** (angl. *relative valuation*): ocenjuje vrednost podjetja tako, da primerja izbrane kazalnike relativnega vrednotenja (ti so izračunani z uporabo tržne cene podjetja in neke ključne finančne postavke) ocenjevalnega podjetja z istimi kazalniki primerljivega podjetja.
4. **Opcijski model vrednotenja** (angl. *contingent claim valuation*): včasih se je model uporabljal za vrednotenje opcij, a se je kasneje razširil tudi na vrednotenje t.i. posrednih opcij (v mislih imam predvsem podjetja v težavah, patente in koncesije ter razna pogodbena določila, ki podjetju omogočajo dodatne investicije).

V diplomski nalogi bom za vrednotenje delnic izbranih podjetij uporabil samo DCF metodo in metodo relativnega vrednotenja, predvsem zato, ker sta ti metodi tudi v praksi največkrat uporabljeni. Ti metodi bom tudi na kratko predstavil v nadaljevanju.

1.2.1 DCF metoda

Metoda DCF temelji na dejstvu, da je vrednost vsakega sredstva enaka sedanji vrednosti bodočih denarnih tokov, ki jih bo to sredstvo ustvarilo (Damodaran, 2002, str. 11-12). V praksi obstaja mnogo različic te metode, vendar bom v tej diplomski nalogi sledil načinu, ki vrednoti podjetje kot celoto (angl. *firm valuation*). Upošteval bom torej denarne tokove pred odplačilom dolga, vendar po reinvestiranju ter uporabil diskontno stopnjo, ki bo upoštevala tako stroške dolga kot stroške lastniškega kapitala (dejansko torej WACC oziroma tehtano povprečje stroškov kapitala pred obdavčitvijo v odstotkih). Poleg tega bom moral pri vključevanju rasti podjetja v izračune upoštevati stopnjo rasti prihodkov (Damodaran, 2002, str. 11-18).

Za izračun vrednosti podjetja po tej metodi potrebujemo vse bodoče denarne tokove podjetja, diskontno stopnjo, z katero bomo prevedli te denarne tokove na sedanjo vrednost ter vrednost vsega dodatnega investiranja in reinvestiranja. Ker je v praksi zelo težko natančno oceniti bodoče denarne tokove, se navadno uporablja pristop, ki razdeli »prihodnost« na napovedljivo obdobje, ki je sestavljeno iz nekaj najbližjih let (vendar vsaj 5) in se zanj lahko sestavi natančne napovedi ter obdobje, ki tem napovedljivemu obdobju sledi.

Kljub temu, da metoda DCF ustreza teoretičnemu idealnemu vrednotenju, ima svoje pomanjkljivosti, katerih se moramo jasno zavedati in izvirajo predvsem iz dejstva, da je prihodnje denarne tokove zelo težko napovedovati, saj je prihodnost po svoji definiciji negotova. Poleg tega imamo lahko težave s pravilno določitvijo diskontne stopnje ter dodatnega investiranja in reinvestiranja.

1.2.2 Relativno vrednotenje

Kljub temu, da je DCF metoda teoretično bolj ustrezna za določanje vrednosti podjetja, se v praksi pogosteje uporablja relativno vrednotenje, ker je enostavnejše in ga je mogoče izvesti hitreje. Izhaja iz predpostavke, da je podjetje oziroma delnica vredna toliko, kot je trg pripravljen zanjo plačati, zato je samo vrednotenje mogoče izvesti na podlagi primerjave s primerljivimi podjetji oziroma njihovimi tržnimi cenami (Damodaran, 2002, str. 18-19).

Kadar ocenjujemo podjetje tako, da ga primerjamo s podjetji uvrščenimi na borzo, se vrednotenje izvede na tak način, da se najprej izračuna kazalce relativnega vrednotenja skupine primerljivih podjetij. Ti kazalci so sestavljeni iz tržne cene in neke finančne postavke podjetja, kot na primer cena delnice/čisti dobiček, cena delnice/čisti prihodki od prodaje, itd. (Damodaran, 2006, str. 57-62).

Temeljni problem takšnega vrednotenja leži v dejstvu, da dveh popolnoma enakih podjetij ni in je zato težko najti resnično primerljiva podjetja. Poleg tega obstaja realna nevarnost, da je celoten trg vrednoten previsoko ali prenizko in bo tako tudi naše vrednotenje dalo previsoko ali prenizko vrednost.

V diplomski nalogi ne bom naredil celega vrednotenja po tem modelu, kar pomeni, da ne bom izračunal vrednosti podjetja oziroma delnice. Vendar bom izračunal nekatere ključne kazalce relativnega vrednotenja ter nato te kazalce izbranih podjetij primerjal med seboj. Za ta korak sem se odločil, ker menim, da je celotno vrednotenje nepotrebno. Cilj diplomske naloge je namreč ugotoviti, katera delnica v izbrani panogi bi bila najprimernejša za nakup, kar pomeni, da samo primerjanje kazalnikov med seboj lahko ugodi temu cilju.

Kazalniki, ki jih bom v diplomski nalogi izračunal so naslednji:

- Cena na čisti dobiček na delnico (angl. *price to earnings*; v nadaljevanju P/E).
- Cena na čiste prihodke od prodaje (angl. *price to sales*; v nadaljevanju P/S).
- Neto dolg in tržna kapitalizacija na čiste prihodke od prodaje (angl. *Enterprise value to sales*; v nadaljevanju EV/S).
- Neto dolg in tržna kapitalizacija na poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo in depreciacijo (angl. *Enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*; v nadaljevanju EV/EBITDA). Z amortizacijo in depreciacijo v tem kontekstu razumem razporejanje vrednosti sredstev med stroške v ocenjeni dobi njihove koristi, vendar amortizacija pomeni razporejanje vrednosti neopredmetenih sredstev, depreciacija pa razporejanje vrednosti opredmetenih sredstev. V Sloveniji navadno oba izraza kar združujemo pod skupno ime amortizacija.
- Neto dolg in tržna kapitalizacija na poslovni izid iz poslovanja (angl. *Enterprise value to earnings before interest and taxes*; v nadaljevanju EV/EBIT).

2 PANOGA PROZVAJALCEV VETRNIH TURBIN

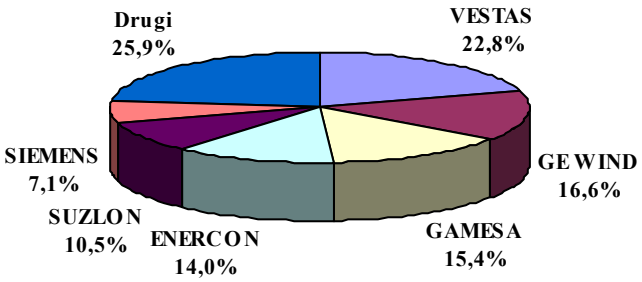
Analiza panoge je eden od ključnih elementov vrednotenja podjetja, predvsem zato, ker se ugotovitve ob njeni analizi kasneje uporabi pri vrednotenju. Za ta namen bom v tem poglavju predstavil panogo proizvajalcev vetrnih turbin, ki je v marsičem specifična in drugačna od drugih panog.

Panoga proizvajalcev vetrnih turbin je sestavni del širše panoge energije vetra, ki poleg omenjenih proizvajalcev vključuje tudi energetska podjetja, ki upravljajo vetrne elektrarne. Slednji so dejansko kupci vetrnih turbin od proizvajalcev in proizvajajo električno energijo. V širšem bi lahko v energijo vetra uvrstili tudi razna podjetja (proizvajalci menjalnikov, vetrnih rezil, itd.), ki so dobavitelji proizvajalcem vetrnih turbin (Lopez, 2007a, str. 10-11).

Kot je razvidno iz Slike 1 (na naslednji strani) je v letu 2007 Vestas še vedno imel največji svetovni tržni delež (slabih 23%), a so se mu v zadnjih letih močno približala tudi druga podjetja.

Iz Slike 1 je tudi lepo vidna koncentracija panoge, saj je v letu 2007 prvih 7 podjetij obvladovalo skoraj 86% svetovnega tržnega deleža (sicer od skupnih 112%, ker so podjetja objavila podatke o dobavljenih turbinah namesto o nameščenih). Zanimiv podatek je tudi, da imajo več kot dve tretjini svetovnega tržnega deleža Evropska podjetja (Krogsgaard & Madsen, 2008, str. 1-2).

*Slika 1: Svetovni tržni delež podjetij v panogi proizvajalcev vetrnih turbin v letu 2007**

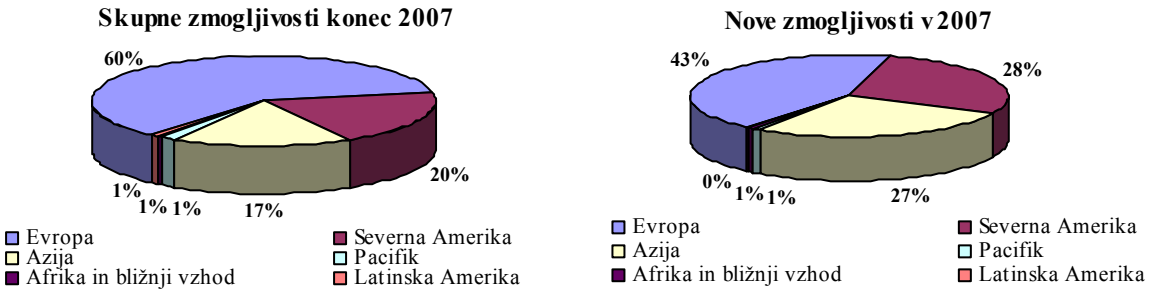


Legenda: * Seštevek odstotnih deležev je 112%, ker so podjetja objavila podatke o dobavljenih turbinah namesto nameščenih.

Vir: P. Krogsgaard & B. Madsen, International Wind Energy Development, World Market Update 2007, Forecast 2008-2012, 2008, str. 2.

Trenutno največji trg za energijo vetra predstavlja Evropa, saj ta, kot je razvidno iz Slike 2, predstavlja 60% vseh svetovnih kapacitet proizvodnje vetrne energije. Po drugi strani pa Global Wind Energy Council (v nadaljevanje GWEC) (2008, str. 6-10) ocenjuje, da se bo ta delež v prihodnosti zmanjševal, saj so se stopnje rasti na tem področju v zadnjih letih močno povečale v Severni Ameriki in Aziji, oziroma bolj natančno v ZDA in Kitajski. Ta trend je tudi razviden iz Slike 2, saj imata ta dva kontinenta v svetovni dodatni (novi) kapaciteti v letu 2007 večji delež kot ga imata pri celotni (skupni) kapaciteti konec leta 2007.

Slika 2: Deleži posameznih kontinentov v svetovni kapaciteti proizvodnje vetrne energije konec leta 2007(levo) in dodatne zmogljivosti v letu 2007(desno)



Vir: A. Pullen & S. Sawyer, Global Wind 2007 Report, 2008, str. 10.

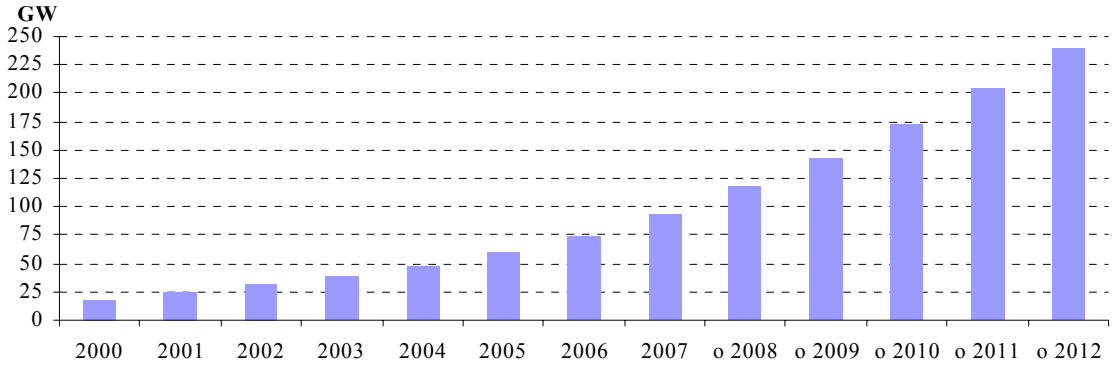
Celotna svetovna kapaciteta vetrnih elektrarn je konec leta 2007 znašala 94 GW (GWEC, 2008, str. 9). Z namenom, da prikažem koliko dejansko to pomeni, lahko znesek primerjam s skupnimi svetovnimi kapacitetami nuklearnih elektrarn, ki po podatkih World Nuclear Association (http://www.world-nuclear.org/info/reactors.html) znašajo 372 GW oziroma skoraj trikrat več od skupnih kapacitet vetrnih elektrarn. Dodatno lahko še navedem podatek o zmogljivosti

Nuklearne Elektrarne Krško, ki predstavlja skoraj 40% proizvedene električne energije v Sloveniji in ima moč na pragu 696 MW (Proizvodnja [Nuklearne Elektrarne Krško], 2008).

2.1 Prihodnost panoge

Global Wind Energy Council (2008, str. 9-13) ocenjuje, kot je tudi razvidno iz Slike 3, da bo skupna kapaciteta vetrnih elektrarn porasla iz 94 GW, kolikor je znašala konec leta 2007, na 240 GW do konca leta 2012. Torej se bo v petih letih povečala za 155% oziroma z 20,6% povprečno letno stopnjo rasti. Ta rast naj bi bila predvsem posledica izjemno visoke rasti v Severni Ameriki in na Kitajskem ter novih dodatnih proizvodnih zmogljivosti na Kitajskem, saj so eden od razlogov, ki upočasnjujejo rast, tudi premajhne proizvodne zmogljivosti (GWEC, 2008, str. 11-13).

Slika 3: Skupna svetovna zmogljivost vetrnih elektrarn od leta 2000 do 2007 ter ocena od 2008 do 2012



Vir: A. Pullen & S. Sawyer, Global Wind 2007 Report, 2008, str. 9,13.

K visoki rasti naj bi močno prispevalo tudi trenutno družbeno-politično okolje v povezavi z aktualnimi okoljevarstvenimi vprašanji, saj vetrna energija predstavlja alternativni obnovljivi vir energije ter se med slednjimi uvršča na drugo mest po ekonomičnosti, takoj za vodno energijo (Lopez, 2007a, str. 9-10).

V panogi proizvajalcev vetrnih turbin se pričakuje hitrejšo rast povpraševanja od ponudbe, saj bo na eni strani povpraševanje raslo z visoko stopnjo rasti, medtem ko bo ponudba omejena, predvsem zaradi težav pri dobavi nekaterih ključnih komponent za proizvodnjo vetrnih turbin (predvsem menjalnikov). Takšne razmere na trgu so lahko dober razlog za visoke marže na trgu proizvajalcev vetrnih turbin v prihodnosti (Lopez, 2007a, str. 3).

Lopez (2007a, str. 3) tudi ocenjuje, da bodo tista podjetja v panogi, ki imajo dobro razdelano celotno vrednostno verigo vse od proizvajalcev osnovnih delov vetrnih turbin do upravljavcev vetrnih elektrarn, najuspešnejša. To pripisuje že omenjenemu pomanjkanju osnovnih delov za proizvodnjo vetrnih turbin in presežnem povpraševanju nad ponudbo.

2.2 Evropa

Celotna zmogljivost vetrne energije v Evropi je podatkih GWEC (2008, str. 7) konec leta 2007 znašala 57.135 MW. Samo v letu 2007 je bilo dodanih 8.662 MW, kar pomeni, da je vetrna energija predstavljala 40% vseh novih energijskih zmogljivosti v tem letu. Med Evropskimi državami je največ k tem novim zmogljivostim prispevala Španija s 3,522 MW, kar jo tudi uvršča na drugo mesto na svetu po novih zmogljivostih (takoj za ZDA). Visoko rast so tudi beležili v Franciji in Italiji ter v novih članicah Evropske Unije, med katerimi je bila vodilna Poljska, sledila sta ji Češka in Bolgarija. Po drugi strani so v letu 2007 zmogljivosti upadle v Nemčiji (za kar 25%), Združenem Kraljestvu ter na Poljskem. Skupno je Evropski trg v letu 2007 zrasel za 11%, kar je manj kot je panoga pričakovala. GWEC (2008, str. 12) tudi ocenjuje, da bosta Nemčija in Španija ostali vodilni državi Evrope na področju vetrne energije.

Evropa naj bi v prihodnosti ostala vodilen trg za vetrno energijo, kjer naj bi v letu 2012 celotna zmogljivost znašala 102 GW, sledila naj bi ji Azija s 66 GW ter Severna Amerika s 61,3 GW, vendar bo Evropa do leta 2012 po dodatnih letnih kapacitetah padla na tretje mesto, za Azijo in Severno Ameriko (GWEC, 2008, str. 12).

2.3 Severna Amerika

Celotna zmogljivost vetrne energije v Združenih Državah Amerike je konec leta 2007 znašala 16,8 GW, samo v letu 2007 pa je bilo dodanih 5.244 MW, kar je enkrat več kot v letu 2006 (GWEC, 2008, str. 6). Visoka rast je predvsem posledica državnih spodbud, dvigovanja cene nafte (kar draži drugačne načine pridobivanja energije) ter obstoja velikih redko poseljenih površin (GWEC, 2008, str. 4).

Poglavitna nevarnost trga Združenih Državah Amerike je, da je njegova rast močno odvisna od državnih spodbud, ki ne veljajo za stalno, temveč jih periodično podaljšuje država. Tako bodo trenutne olajšave prenehale veljati že konec leta 2008, Kongres pa jih še vedno ni podaljšal. Če se to kmalu ne bo zgodilo, lahko pričakujemo znatno zmanjšanje rasti, saj je v predhodnih obdobjih, ko te spodbude niso bile podaljšanje dovolj časa vnaprej, prišlo do resnega padca novih inštalacij. V letu 2000 so te ravno zaradi tega problema upadle za 93%, v letu 2002 za 73% in v letu 2004 za 77% (GWEC, 2008, str. 64). Celotne zmogljivosti Severne Amerike naj bi v letu 2012 znašale 61,3 GW, seveda ob pogoju podaljševanja državnih spodbud.

2.4 Azija

Za razliko od Amerike, kjer je energija vetra zelo odvisna od državnih spodbud, je v Aziji rast predvsem posledica vedno večje potrebe po električni energiji. Mnogi verjamejo, da bo ravno Azija, oziroma natančneje Kitajska, postala vodilen trg za vetrno energijo, saj ima Kitajska poleg vedno večje potrebe po elektriki tudi potrebno infrastrukturo in delovno silo za proizvodnjo velikih vetrnih elektrarn. Kljub temu, da je Kitajska vodilna država na tem področju v Aziji, se

zelo visoke rasti pričakuje tudi v Indiji ter na Japonskem, Južni Koreji in Tajvanu (GWEC, 2008, str. 12).

Konec leta 2007 je Kitajska imela 6.000 MW vetrnih energijskih kapacitet, kar jo uvršča na svetovno peto mesto. Samo v letu 2007 je dodala 3.449 MW, kar pomeni da so kapacitete porasle za 156% v zgolj enem letu (GWEC, 2008, str. 7).

V preteklosti so uvožene vetrne turbine prevladovale na Kitajskem trgu, vendar se to hitro spreminja, saj je danes tam 40 podjetij, ki se ukvarja z njihovo proizvodnjo. Skupno so ta podjetja inštalirala 56% vse nove vetrne opreme v letu 2007, kar je vidno več od 41% v letu 2006. Vodilni Kitajski podjetji, Gold Wind in Sinovel, sta v letu 2007 sami imeli skupen tržni delež na Kitajskem v velikosti 42%. Velik del moči domačih podjetij lahko med drugim pripišem državnemu predpisu, ki določa, da mora 70% vse strojne opreme v komercialnih vetrnih elektrarnah priti od Kitajskih proizvajalcev (GWEC, 2008, str. 4).

2.5 Ostali svet

V regiji Pacifik je vodilna Nova Zelandija, ki je v letu 2007 skoraj podvojila svoje zmogljivosti. Avstralija v zadnjem letu skoraj ni dodajala novih kapacitet, vendar je novoizvoljeni predsednik vlade obljubil podpis Kjotskega sporazuma, kar bi državo lahko postavilo na pomembno mesto v obravnavani panogi, saj ima zelo velik vetrni potencial.

Viden ju tudi začetek panoge v Latinski Ameriki, predvsem v Braziliji, Mehiki in Čilu, vendar se predvideva, da bo ta regija ostala manj pomembna s stališča izkoriščanja vetrne energije vsaj do leta 2012. Regija bližnjega vzhoda in Severne Afrike, kjer postaja pomemben Egipt in Maroko, je v letu 2007 povečala svoje kapacitete za 42%. Eden od potencialno pomenih trgov je tudi vzhodna Evropa in Turčija.

3 VREDNOTENJE IZBRANIH PODJETIJ

V tem delu diplomske naloge se bom posvetil vrednotenju podjetij v panogi proizvajalcev vetrnih turbin. Kot sem že pojasnil, bom vrednotenje izvedel po Metodi DCF in metodi relativnega vrednotenja. Presečni datum vrednotenja, ki je pomemben za izbor tržnih cen in podatkov o podjetju in njegovem okolju, je 15.5.2008.

3.1 Izbor podjetij

Kot že rečeno je na obravnavanem trgu prisotnih več podjetji, vendar je panoga vseeno močno koncentrirana. Glavni kriteriji pri izboru podjetij so naslednji:

- Zadostni tržni delež na svetovnem trgu. Ta kriterij je pomemben, ker omogoča primerljivost podjetij (podjetja s podobnim tržnim deležem imajo namreč podoben položaj na trgu) ter govori o njihovem pomenu v obravnavani panogi.

- Podjetje mora biti organizirano kot delniška družba in biti uvrščeno na organiziran borzni trg. Slednje mi namreč omogoča zanesljivejše relativno vrednotenje ter boljšo dostopnost podatkov.
- Podjetje mora večino svojih prihodkov ustvariti s proizvodnjo vetrnih turbin. Pomemben pogoj, saj sicer na vrednotenje močno vplivajo tudi druge dejavnosti podjetja, kar bi onemogočilo resnično vrednotenje proizvajalca vetrnih turbin ter primerjavo med podjetij.

V letu 2007 je skoraj 86% svetovnega tržnega deleža v obravnavani panogi imelo 6 podjetij: Vestas, GE Wind, Gamesa, Enercon, Suzlon in Siemens. To so podjetja, ki ustrezajo prvemu pogoju iz prejšnjega odstavka. Nemško podjetje Enercon je organizirano kot družba z omejeno odgovornostjo ter tako ne ustreza drugemu kriteriju. General Electrics (katerega del je tudi GE Wind) in Simens ne ustrezata tretjemu kriteriju, saj le majhen del svojih prihodkov ustvarita s proizvodnjo vetrnih turbin. Tako mi za analizo po izbranih kriterijih ostanejo zgolj tri podjetja: danski Vestas, španska Gamesa ter indijski Suzlon.

3.2 Vestas

Podjetje Vestas, ki ima sedež na Danskem, je pravi pionir v panogi vetrne energije, saj je prvo vetrno turbino postavil že leta 1979 (About Vestas, 2008). Do danes je beležilo visoke stopnje rasti in z izkoriščanjem svojega pionirskega položaja postalo vodilno podjetje v panogi proizvajalcev vetrnih turbin s skoraj 23% svetovnim tržnim deležem (Krogsgaard & Madsen, 2008, str. 1-2) in je prisotno v državah celega sveta.

Glavna dejavnost podjetja je razvoj, proizvodnja, trženje in vzdrževanje vetrnih energijskih sistemov, ki izkoriščajo vetrno energijo za pridobivanje elektrike (About Vestas, 2008). Tako bi lahko rekel, da je Vestas visoko specializirano podjetje, saj je prisotno skoraj izključno v obravnavani panogi.

3.2.1 Analiza poslovanja

Vestas je v letu 2007 dobavil vetrne turbine s skupno kapaciteto 4.502 MW, kar pomeni, da je v panogi imel 23% svetovni tržni delež, vendar se je ta v primerjavi z letom 2006 zmanjšal iz takratnih 28% predvsem zaradi rasti deležev lokalnih igralcev na posameznih regionalnih trgih, kar je najbolj vidno na Kitajskem, ki je tudi ena najhitrejše rastočih regij za obravnavano panogo (Lopez, 2007b, str. 2).

Kot je razvidno iz Tabele 1 (na naslednji strani) so se čisti prihodki družbe v letu 2007 povečali za 26% glede na predhodno leto. Marža poslovnega izida iz poslovanja pred amortizacijo in depreciacijo (v nadaljevanju EBITDA marža) je znašala 12% in je bila višja kot predhodno leto, enako velja za maržo poslovnega izida iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT marža), ki je znašala 9% in profitno maržo, ki je dosegla 6%. Podjetje je v letu 2007 doseglo čisti dobiček v vrednosti

291 mio EUR, kar je povzročilo, da je dobičkovnost kapitala (v nadaljevanju ROE) znašala visokih 19%.

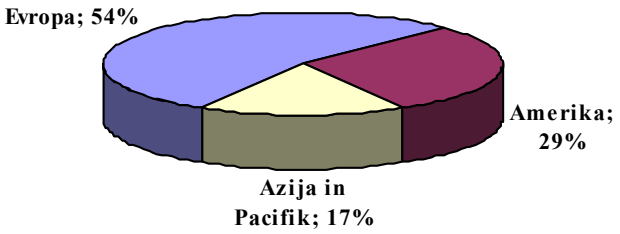
Tabela 1: Ključni podatki o poslovanju podjetja Vestas v letih 2005, 2006 ter 2007

Podatki iz 31.12.	2005	2006	2007
KLJUČNI KAZALNIKI			
Rast čistih prihodkov od prodaje	51,6%	7,6%	26,1%
EBITDA marža	0,3%	8,4%	11,9%
EBIT marža	-3,2%	5,2%	9,1%
Profitna marža	-5,4%	2,9%	6,0%
ROE	-20,0%	8,8%	19,2%
ROA	-6,2%	3,0%	6,8%
Obrat sredstev	1,16	1,05	1,13
IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA (mio EUR)			
Čisti prihodki od prodaje	3.583	3.854	4.861
Čisti dobiček	-192	111	291
BILANCA STANJA (mio EUR)			
Sredstva	3.085	3.654	4.296
Kapital	962	1.262	1.516

Vir: Annual Report 2007, 2008, str. 40-93; Annual Report 2006, 2007, str. 57-84; Lastni izračuni.

V letu 2007 je večino prihodkov družbe Vestas, kot je tudi jasno razvidno iz Slike 4, prišlo iz Evrope, sledita ji Amerika z 29% ter Azija s Pacifikom s 17%.

Slika 4: Geografski izvor prihodkov družbe Vestas v letu 2007



Vir: Annual Report 2007, 2008, str. 21.

3.2.2 DCF vrednotenje

S ciljem ugotoviti vrednost delnice podjetja Vestas sem opravil vrednotenje po DCF metodi. Tako sem najprej pripravil napoved ključnih finančnih podatkov podjetja do vključno leta 2015, ki so potrebni za vrednotenje po izbranem modelu (napovedi prikazujem v Prilogi 2). Predpostavil sem, da se bo rast čistih prihodkov od prodaje v naslednjih treh letih gibala okoli 20% ter se nato pričela zmanjševati proti 15% v letu 2013, kar je predvsem posledica tega, da ne verjamem, da so tako visoke stopnje rasti dolgoročno vzdržne. Predvidevam, da bo EBITDA marža v naslednjih 5 letih nad 13%, a se bo nato pričela zmanjševati, dokler ne bo dosegla 10,5% v letu 2015, kar je tudi moja ocena dolgoročne marže po tem letu.

Večji problem sem imel pri napovedovanju dodatnih investicij podjetja (angl. *Capital Expenditure*; v nadaljevanju CAPEX), saj le to ne objavlja podrobnosti o njih. Znano je le, da naj bi CAPEX v letu 2008 znašal 500 mio EUR, kar sem tudi vključil v svoje napovedi. Po tem letu sem ocenil, da bo ostal na podobni ravni ter se proti letu 2015 postopno približeval skupnim stroškom amortizacije in depreciacije. Predpostavljam tudi, da se bo neto obratni kapital, za vsako odstotno povečanje čistih prihodkov od prodaje, povečal za 1%. To pomeni, da se bo stopnja rasti neto obratnega kapitala skozi čas zmanjševala.

Obdavčitev dobička podjetja na Danskem je 28%, kar je tudi davčna stopnja v mojih napovedih. Obrestno mero za netvegano naložbo sem določil pri 4,2%, kar je enako kot je znašala donosnost desetletne Nemške državne obveznice na presečni datum vrednotenja (German Government Bonds, 2008). Tržno premijo za tveganje sem ocenil pri 4,79%, kar je toliko kot ga prikazuje na svoji spletni strani Damodaran (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) za države z dolgoročno bonitetno oceno »Aaa«.

Beto lastniškega kapitala sem izračunal s pomočjo razmerja med finančnim dolgom in kapitalom, z beto brez zadolženosti (to sem določil na podlogi podatkov, ki jih na svoji spletni strani nudi Damodaran (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) in za panogo električne opreme znaša 0,87) ter z davčno stopnjo za dobiček podjetja (28%). Izračunana beta lastniškega kapitala tako znaša 1,01. Končno sem imel dovolj podatkov za izračun stroškov kapitala, kateri znašajo 9,03% ter s pomočjo stroškov dolga, ki za podjetje znašajo 6% dobil WACC, ki sem ga v izračunu uporabil kot diskontno stopnjo in znaša 8,2%.

Dolgoročno stopnjo rasti (angl. *terminal growth rate*) sem določil pri 3%. Po tem, ko sem odštel neto dolg sem dobil sedanjo vrednost lastniškega kapitala, ki znaša 13.251 mio EUR oziroma 67,8 EUR ali 622,6 DDK na delnico. Izračun po metodi DCF je prikazan v Prilogi 3.

Kot že povedano, sem uporabil dolgoročno stopnjo rasti 3%, EBITDA maržo po letu 2015 sem postavil pri 10,5% ter uporabil sem konstanten WACC pri 8,2%. Ker se zavedam, da je vrednotenje po tej metodi zelo občutljivo na omenjene predpostavke, sem izdelal analizo občutljivosti vrednosti (angl. *Sensitivity analysis*), ki jo predstavljam v Prilogi 4 in Prilogi 5.

Če primerjam izračunano vrednost delnice z njeno povprečno tržno ceno na presečni datum vrednotenja, ki je znašala 595,22 DDK oziroma 79,76 EUR po menjalnem tečaju Evropske centralne banke na isti dan, ugotovim, da je delnica podjetja Vestas na presečni datum kotirala s premijo 12 EUR (89,5 DDK) oziroma 17,7%.

3.2.3 Relativno vrednotenje

Primerjava izbranih podjetij zahteva tudi izračun nekaterih ključnih kazalcev relativnega vrednotenja, ki jih za obdobje od 2006 do 2009 ter na presečni datum vrednotenja prikazujem v Tabeli 2 (na naslednji strani). Kot lahko vidimo so vsi kazalniki na presečni datum bili višji kot

konec leta 2007, kar je predvsem posledica dviga cene delnice podjetja Vestas, česar dobri rezultati v prvem četrtletju 2008 niso uspeli nadoknadili.

*Tabela 2: Cena in izbrani kazalniki relativnega vrednotenja podjetja Vestas na dan 31.12. leta 2006 in 2007 in ocena teh za 2008 in 2009 ter na presečni datum vrednotenja**

Podatki iz 31.12.	2006	2007	TTM**	Oc. 2008	Oc. 2009
Tržna cena (DDK)	238,75	552,00	595,22	595,22	595,22
P/E	52,7	47,1	48,1	35,4	27,4
P/S	1,5	2,8	3,0	2,5	2,1
EV/S	1,4	2,7	2,9	2,5	2,0
EV/EBITDA	17,2	22,6	24,2	19,0	15,0
EV/EBIT	27,8	29,5	31,5	24,8	19,8

Legenda: * Pri oceni za TTM, 2008 in 2009 so uporabljene tržne cene na presečni datum vrednotenja, pri letu 2006 in 2007 pa cene na dan 31.12.

** TTM pomeni, da izračuni temeljijo na razpoložljivih podatkih za poslovanje podjetja v zadnjih 12 mesecih (angl. *trailing twelve months*) ter tako predstavljajo najnovejše podatke.

Vir: Annual Report 2007, 2008, str. 40-93; Share information [Vestas Wind Systems], 2008; Lastni izračuni.

3.2.4 Tveganje

V tem delu predstavljam različna tveganja, ki bi lahko tako pozitivno kot negativno vplivala na vrednotenje delnice. Pozitivno bi lahko vplivalo:

- Marže bi v prihodnosti lahko bile višje.
- Panoga vetrne energije bi lahko rasla hitreje od napovedi, kar se je v preteklosti že dogajalo.
- Podjetje objavlja zelo malo rezultatov o prihodnjih investicijah, kar bi lahko močno vplivalo na ocenjeni CAPEX (kar lahko seveda vpliva tudi negativno).
- V primeru nadaljnjega zviševanja cene nafte bi povpraševanje po obnovljivih virih moralo narasti.

Kot glavna negativna tveganja razumem:

- Panoga vetrne energije beleži zelo visoke rasti povpraševanja, kar ustvarja pritisk na dobavitelje nekaterih osnovnih komponent za proizvodnjo vetrnih turbin. Vestas je slabo vertikalno integriran s temi dobavitelji (ni lastniške povezave), kar bi lahko negativno vplivalo na njegovo poslovanje, če se tak trend nadaljuje.
- Dvigovanje stroškov surovin in transporta.
- Upadanje povpraševanja po vetrni energije v primeru, da trenutni okoljevarstveni trend zamre ali v primeru, če kakšna druga alternativna oblika pridobivanja električne energije poveča ekonomičnost.

3.3 Gamesa

Podjetje je pričelo poslovati leta 1976 ter bilo prisotno na različnih področjih v panogi elektronike, s proizvodnjo vetrnih turbin pa se je pričelo ukvarjati šele leta 1994. Po letu 1997 je sledila koncentracija aktivnosti, tako da je podjetje danes prisotno le še na področju vetrne energije. Pred kratkim se je namreč odločilo tudi prodati hčerinsko podjetje, ki se je ukvarjalo s solarno energijo.

Podjetje ni samo proizvajalec vetrnih turbin, temveč je tudi dobro vertikalno integrirano, saj poleg proizvodnje turbin posluje tudi na področju upravljanja vetrnih elektrarn, opravlja dejavnost raziskav in razvoja na področju vetrne energije ter nudi podporne storitve svojim konkurentom (Lopez, 2007a, str. 10-11). Takšen poslovni sistem razumem kot prednost v razmerah, ko se pričakuje nadaljnja rast povpraševanja po vetrni energiji, katere ponudba ne more dohajati.

Dodatna dobra lastnost Gamese je močen položaj panoge v Španiji, kjer ima podjetje prednost, da posluje na domačem trgu. Španija je namreč v letu 2007 bila drugi največji trg po na novo inštaliranih kapacitetah na svetu (takoj za ZDA) ter tretji po vseh že obstoječih kapacitetah (za Nemčijo in ZDA) (Lopez, 2008, str. 9).

3.3.1 Analiza poslovanja

Španско podjetje Gamesa je bilo v letu 2007 tretji največji svetovni proizvajalec vetrnih turbin s 15,4% tržnim deležem (Krogsgaard & Madsen, 2008, str. 2), vendar je v primerjavi z letom 2006 na račun GE Wind izgubilo drugo mesto.

Kot je razvidno iz Tabele 3 (na naslednji strani) je Gamesa v letu 2007 beležila dobre rezultate, saj so čisti prihodki od prodaje porasli za dobrih 36%. EBIT in EBITDA marža sta se v letu 2007 sicer nekoliko znižali. Nižji kot v letu 2006 so bili tudi profitna marža, ROE in ROA, vendar je potrebno poudariti, da je Gamesa v letu 2006 prodala odvisno družbo Gamesa Energia Servicios, S.A. za 176,8 mio EUR (Gamesa, 2007, str. 227), kar je zelo pozitivno vplivalo na čisti dobiček, zato bi ob izključitvi tega dogodka, vsi trije omenjeni kazalniki bili v letu 2007 višji kot v letu 2006.

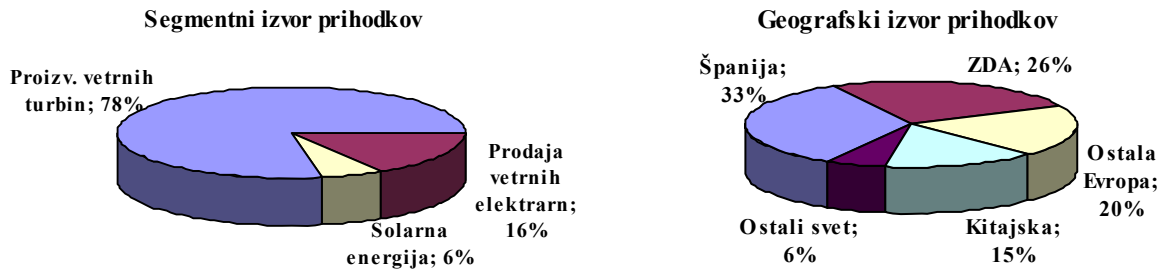
Tabela 3: Ključni podatki o poslovanju podjetja Gamesa v letih 2005, 2006 ter 2007

Podatki iz 31.12.	2005	2006	2007
KLJUČNI KAZALNIKI			
Rast čistih prihodkov od prodaje	-2,6%	37,1%	36,4%
EBITDA marža	15,7%	13,6%	10,1%
EBIT marža	13,1%	11,0%	7,7%
Profitna marža	7,8%	6,3%	6,8%
ROE	16,9%	13,8%	17,7%
ROA	3,9%	4,1%	5,1%
Obrat sredstev	0,50	0,65	0,75
IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA (mio EUR)			
Čisti prihodki od prodaje	1.744	2.390	3.260
Čisti dobiček	135	150	223
BILANCA STANJA (mio EUR)			
Sredstva	3.467	3.702	4.365
Kapital	799	1.085	1.259

Vir: Legal Report 2007, 2008, str. 47-48; Legal Report 2006, 2007, str. 197-198; Lastni izračuni.

Kot je razvidno iz Slike 5 (levo) je Gamesa v letu 2007 ustvarila 78% vseh svojih prihodkov s proizvodnjo vetrnih turbin, čemur je sledila prodaja vetrnih elektrarn s 16% ter proizvodnja solarnih komponent s 6% (vendar kot že rečeno, slednji del družbe je Gamesa prodaja). Iz Slike 5 (desno) je tudi razvidno, da je bila Španija v letu 2007 za podjetje najpomembnejše tržišče, saj je tam ustvarilo kar 33% vseh prihodkov, skupno pa je v Evropi ustvarilo 53% prihodkov. Iz ZDA izvira 26% prihodkov ter iz Kitajske 15%.

Slika 5: Segmentni (levo) in geografski (desno) izvor prihodkov družbe Gamesa v letu 2007



Vir: Legal Report 2007, 2008, str. 69-70.

3.3.2 DCF vrednotenje

Na podlagi podatkov o panogi in značilnosti podjetja Gamesa sem pripravil projekcijo finančnih podatkov, ki se nahaja v Prilogi 6 in so bili osnova za DCF vrednotenje. Za leto 2008 sem ocenil nižjo rast prihodkov od prodaje (15%) zaradi napovedane prodaje hčerinske družbe Gamesa Solar, ki se ukvarja s proizvodnjo komponent za pridobivanje solarne energije. Predvidevam, da bo od leta 2009 do leta 2012 ta rast ponovno višja oziroma vsaj nad 20%, a bo kasneje pričela padati, saj ne verjamem, da so tako visoke stopnje rasti dolgoročno vzdržne. Ocenjujem, da se bo EBITDA marža v obdobju od 2008 do 2012 gibala med 14% in 15%, a kasneje pričela postopno

padati proti 11%, kot sem ocenil tudi dolgoročno EBITDO maržo po tem letu. Razvidno je torej, da sem za Gemeso izbral za 0,5 odstotne točke višjo dolgoročno EBITDA maržo, ker verjamem, da se bo njena vertikalna integriranost na dolgi rok izkazala kot konkurenčna prednost.

Zaradi prodaje družbe Gamesa Solar bo CAPEX v letu 2008 pozitiven (večji prilivi iz investicij kot odlivi). Po temu letu bo imel podobno vrednot kot v preteklih letih ter se bo zaradi rasti podjetja skozi čas povečeval. Po letu 2015 sem predvidel, da bo enak vrednosti amortizacije in depreciacije. Kot pri podjetju Vestas predpostavljam, da se bo neto obratni kapital, za vsako odstotno povečanje čistih prihodkov od prodaje, povečal za 1%.

Obrestno mero za netvegano naložbo, tržno premijo za tveganje in beto brez zadolženosti sem izbral enako kot pri podjetju Vestas. Izračunana beta lastniškega kapitala znaša 1,14, stroški kapitala 9,6%, WACC pa 8,2%.

Dolgoročno stopnjo rasti (angl. *terminal growth rate*) po letu 2015 sem tako kot pri družbi Vestas ocenil pri 3%. Po odštetju neto dolga sem dobil vrednost lastniškega kapitala, ki znaša 9.025 mio EUR oziroma 31,7 EUR na delnico. Celoten izračun prikazujem v Prilogi 7.

Ponovno sem pripravil analizo občutljivosti vrednosti delnice na spremembe dolgoročne stopnje rasti, EBITDA marže po letu 2015 ter stopnje WACC po 2015. Ta analiza se nahaja v Prilogi 8 in Prilogi 9.

Primerjava izračunane vrednosti delnice z njeno zaključno tržno ceno na presečni datum vrednotenja, ki je znašala 32,35 EUR, pokaže, da je delnica Gamese na presečni datum kotirala z diskontom 4,7 EUR oziroma 12,8%.

3.3.3 Relativno vrednotenje

Izračunani kazalci relativnega vrednotenja so za obdobje od leta 2006 do leta 2009 ter na presečni datum vrednotenja prikazani v Tabeli 4 (na naslednji strani). Kot je iz nje razvidno so se skoraj vsi prikazani kazalci na presečni datum v primerjavi z koncem leta 2007 znižali kljub povišanju cene, kar pomeni, da cena delnice ni porasla toliko, kot so se, s pomočjo prvega četrtletja, izboljšali rezultati podjetja za zadnjih 12 mesecev.

*Tabela 4: Cena in izbrani kazalniki relativnega vrednotenja podjetja Gamesa na dan 31.12. leta 2006 in 2007 in ocena teh za 2008 in 2009 ter na presečni datum vrednotenja**

Podatki iz 31.12.	2006	2007	TTM**	Oc. 2008	Oc. 2009
Tržna cena (EUR)	20,97	31,74	32,35	32,35	32,35
P/E	34,0	34,6	32,7	26,2	20,5
P/S	2,1	2,4	2,3	2,1	1,7
EV/S	2,4	2,4	2,4	2,1	1,7
EV/EBITDA	17,6	23,9	21,9	14,7	11,3
EV/EBIT	21,8	31,5	28,9	17,1	13,2

Legenda: * Pri oceni za TTM, 2008 in 2009 so uporabljene tržne cene na presečni datum vrednotenja, pri letu 2006 in 2007 pa cene na dan 31.12.

** TTM pomeni, da izračuni temeljijo na razpoložljivih podatkih za poslovanje podjetja v zadnjih 12 mesecih (angl. *trailing twelve months*) ter tako predstavljajo najnovejše podatke.

Vir: Legal Report 2007, 2008, str. 47-48, Company data [Gamesa A.S.], 2008; Lastni izračuni.

3.3.4 Tveganje

Ocenjujem, da so glavna tveganja, ki lahko vplivajo na vrednotenje, zelo podobna kot pri podjetju Vestas (z razliko od negativnega tveganja slabe vertikalne integracije podjetja Vestas, ki pri Gamesi ni tako pomembno), saj jih je večina povezanih s celotno panogo proizvajalcev vetrnih turbin, zato se v temu delu ne bom ponavljal.

3.4 Suzlon

Suzlon, podjetje s sedežem v Indiji, je vstopil na trg vetrne energije v letu 1995 ter nato beležil zelo visoke stopnje rasti ter tako v letu 2007 postalo že peti največji proizvajalec vetrnih turbin na svetu po tržnem deležu. Danes je podjetje prisotno v državah celega sveta.

Podjetje ima od leta 2006 naprej v lasti tudi skoraj 74% Belgijskega podjetja Hansen Transmissions, ki je drugi največji svetovni proizvajalec menjalnikov za vetrne turbine (Suzlon History, 2008). Poleg tega je pred kratkim zmagalo v prevzemni bitki z Arevo Group za nemško podjetje Repower, ki se ukvarja s proizvodnjo vetrnih turbin. Suzlon ima trenutno v last 33,85% podjetja Repower, po dogovoru z Arevo, ki je odstopila od prevzemne namere, pa obvladuje 87,1% glasovalnih pravic v podjetju. Tudi predsednik uprave prevzete družbe je pozdravil Suzlonov vstop v lastniško strukturo.

Pozitivna lastnost Suzlona je, da je z lastništvom v podjetju Hansen zelo dobro vertikalno integriran, saj se predvideva, da bo ravno dobava ključnih komponent za proizvodnjo vetrnih turbin v prihodnosti beležila pomanjkanje. Naslednja prednost Suzlona je njegova prisotnost na trgih JV Azije, kjer se v prihodnosti predvideva visoke stopnje rasti.

3.4.1 Analiza poslovanja

Suzlon je bil v letu 2007 peti največji proizvajalec vetrnih turbin z 10,5% svetovnim tržnim deležem (Krogsgaard & Madsen, 2008, str. 2), medtem ko je v letu 2006 imel zgolj 3,6% delež, vendar je potrebno poudariti, da se mu je tržni delež povečal tudi zaradi prevzema družbe Repower, ki je v letu 2006 imela 2,7% svetovni tržni delež.

Na tem mestu bi opozoril, da podjetje konča poslovno leto 31.3., zato v času izdelave diplomske naloge še ni objavilo celotnega letnega poročila za poslovno leto 2008 (ki se je končalo 31.3.2008) oziroma je zgolj objavilo podatke o izkazu poslovnega izida.

Kot je razvidno iz Tabele 5 je Suzlon v zadnjih treh poslovnih letih (poslovno leto se konča 31.3.) beležil zelo dobre poslovne rezultate. Povprečna letna stopnja rasti prihodkov od leta 2005 do 2008 je znašal 90%. Nekoliko zaskrbljujoči sta EBITDA in EBIT marža, ki sta skozi celotno obdobje konstantno upadali. ROE je v letu 2008 predvidoma (podjetje še ni objavilo bilance stanja za poslovno leto 2008, zato je višina kapitala zgolj ocenjena) znašal 15%.

*Tabela 5: Ključni podatki o poslovanju podjetja Suzlon v poslovnih letih 2006, 2007 ter ocena 2008**

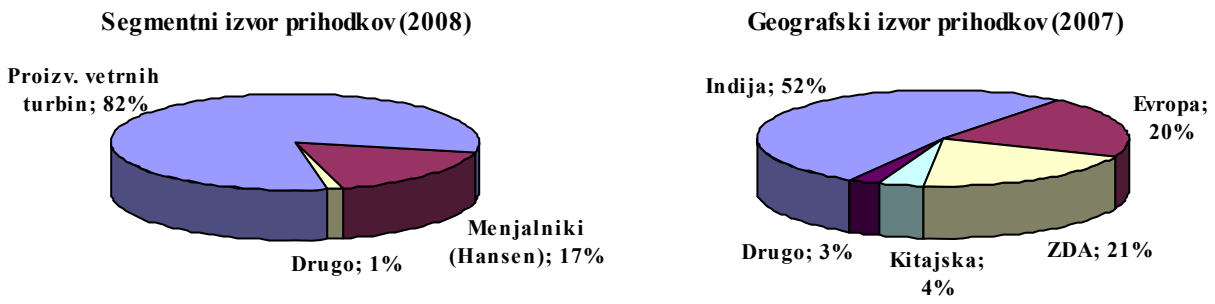
Podatki iz 31.3.	2006	2007	Oc. 2008
KLJUČNI KAZALNIKI			
Rast čistih prihodkov od prodaje	95,4%	107,9%	70,9%
EBITDA marža	23,4%	16,3%	14,1%
EBIT marža	21,5%	14,1%	11,9%
Profitna marža	2,0%	10,8%	7,5%
ROE	2,8%	24,5%	14,9%
ROA	2,4%	9,9%	6,6%
Obrat sredstev	1,20	0,92	0,87
IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA (mio EUR)			
Čisti prihodki od prodaje	728	1.365	2.248
Čisti dobiček	14	148	170
BILANCA STANJA (mio EUR)			
Sredstva	606	1.489	2.587
Kapital	521	603	1.141

Legenda: * Suzlon konča poslovno leto 31.3, vendar še ni objavilo celotnih poslovnih rezultatov poslovnega leta 2007-08. Podatki za leto 2008, ki izvirajo iz izkaza poslovnega izida so tako dejanski objavljeni, pri podatkih, ki izvirajo iz bilance stanja pa sem pripravil lastno oceno.

Vir: Annual Report 2006-07, 2007, str. 70-98; Financial Results Q4 2007-08, 2008, str. 2-3; Lastni izračuni.

Kot je razvidno iz Slike 6 (na naslednji strani) (levo) je 82% prihodkov podjetja v poslovnem letu 2008 izviralo iz naslova proizvodnje vetrnih turbin, čemur je s 17% sledila proizvodnja menjalnikov (predvsem prihodki odvisne družbe Hansen). Iz Slike 6 (na naslednji strani) (desno) je tudi razvidno, da je Suzlon v poslovnem letu 2007 ustvaril 52% vseh prihodkov v Indiji, sledi ZDA s 21%, Evropa z 20% ter Kitajska z zgolj 4%.

Slika 6: Segmentni izvor prihodkov družbe Suzlon v poslovnem letu 2008 (levo) in geografski v poslovnem letu 2007 (desno)



Vir: Annual Report 2006-07, 2007, str. 98; Financial Results Q4 2007-08, 2008, str. 3; Lastni izračuni.

3.4.2 DCF vrednotenje

S ciljem ugotoviti vrednost delnice podjetja Suzlon sem opravil DCF vrednotenje. Postopek sem izpeljal tako, da sem pripravil projekcijo poslovanja podjetja v prihodnosti, ki se nahaja v Prilogi 10. To projekcijo sem pripravil kot konsolidirane izkaze podjetja Suzlon in Hansen, v katerem je Suzlon večinski lastnik. Podjetja Repower (v njem ima Suzlon skoraj 34% delež ter ga bo v prihodnosti najverjetneje tudi prevzel) v te denarne tokove nisem vključeval, ker Suzlon trenutno še ni večinski lastnik, vendar sem vrednost 34% podjetja na koncu prištel k vrednosti lastniškega kapitala. Kot vrednost za delnico podjetja Repower sem vzel povprečno ceno iz obeh nedavnih ponudb za prevzem podjetja (Areva je za delnico ponujala 140 EUR, Suzlon pa 150 EUR).

Predpostavil sem, da bodo čisti prihodki od prodaje tudi v bližnji prihodnosti rasli z visokimi stopnjami rasti, vendar se bodo te postopno zmanjševale. Kot dolgoročno stopnjo rasti sem vzel 3,3%, torej za tri odstotne točke več kot pri Vestasu in Gamesi, ker verjamem, da bo podjetje v prihodnosti lahko beležilo nekoliko višjo rast zaradi njegovega položaja v jugovzhodni Aziji, kjer se predvideva hitrejša rast panoge. EBITDA maržo za poslovno leto 2010 in 2011 sem ocenil pri 15%, nato pa predvidevam, da se bo pričela zmanjševati proti 11%, toliko kot sem tudi ocenil, da bo znašala dolgoročno.

Obrestno mero za netvegano naložbo sem vzel enako kot pri Vestasu in Gamesi, tržno premijo za tveganje sem ocenil pri 7,31% (ocenjena je tako, da sem vzel Damodaranovo (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) premijo za tveganje v državah z dolgoročno bonitetno oceno »Aaa«, ki znaša 4,79% in jo pomnožil z deležem podjetja Hansen v konsolidiranih prihodkih ter premijo istega avtorja za tveganje v državah »Ba2«, ki naša 8,54% in jo pomnožil z deležem Suzlona v celotnih prihodkih ter končno oba rezultata med seboj seštel). Izračunani stroški kapitala znašajo 16,57%, stroški dolga 8% ter izračunan WACC znaša 11,1%.

Po odštetju neto dolga sem dobil vrednost lastniškega kapitala (brez podjetja Repower), ki znaša 7,697 mio EUR oziroma 4,4 EUR ali 278 RS na delnico. Suzlon ima trenutno v last 7,8 mio delnic podjetja Repower, katerih vrednost sem ocenil na 145 EUR. Celotna vrednost lastniškega

kapitala tako znaša 8,828 mio EUR oziroma 5,2 EUR ali 325 RS na delnico. Celoten izračun je tudi prikazan v Prilogi 11.

Ponovno sem tudi pripravil analizo občutljivosti vrednosti delnice (angl. *Sensitivity analysis*) na spremembe WACC in EBITDA marže po napovedljivem obdobju ter na spremembe dolgoročne stopnje rasti. Ta analiza občutljivosti se nahaja v Prilogi 12 in Prilogi 13.

Na presečni datum vrednotenja je zaključna tržna cena delnice podjetja Suzlon znašala 292,55 RS. Če primerjam izračunano vrednost delnice z njeno tržno ceno ugotovim, da je Suzlon na presečni datum kotiral z diskontom 33 RS (0,5 EUR) ali 10,1%.

3.4.3 Relativno vrednotenje

V Tabeli 6 prikazujem tržno ceno delnice Suzlona ter izbrane kazalnike relativnega vrednotenja na dan 31.3. leta 2007 in oceno teh za leta 2008, 2009, 2010 ter na presečni datum vrednotenja. Kot je iz tabele razvidno so se vsi kazalniki od 31.3.2008 do presečnega datuma povišali, kar je posledica višje tržne cene delnice.

*Tabela 6: Cena in izbrani kazalniki relativnega vrednotenja podjetja Suzlon na dan 31.3. leta 2007 in ocena teh za 2008, 2009 in 2010 ter na presečni datum vrednotenja**

Podatki iz 31.3.	2007	Oc. 2008	TTM**	Oc. 2009	Oc. 2010
Tržna cena (EUR)	200,30	263,80	292,55	292,55	292,55
P/E	34,7	38,3	42,5	24,5	16,3
P/S	3,8	2,9	3,2	2,0	1,3
EV/S	4,1	3,0	3,4	2,2	1,5
EV/EBITDA	25,0	21,6	23,9	14,6	10,0
EV/EBIT	28,8	25,6	28,3	17,1	11,7

Legenda: * Pri oceni za TTM, 2009 in 2010 so uporabljene tržne cene na presečni datum vrednotenja, pri letu 2007 in 2008 pa cene na dan 31.3.

** TTM pomeni, da izračuni temeljijo na razpoložljivih podatkih za poslovanje podjetja v zadnjih 12 mesecih (angl. *trailing twelve months*) ter tako predstavljajo najnovejše podatke.

Vir: Annual Report 2006-07, 2007, str. 70-98; Financial Results Q4 2007-08, 2008, str. 2-3; Suzlon historical share price, 2008; Lastni izračuni.

3.4.4 Tveganje

Glavna tveganja, ki lahko vplivajo na vrednotenje, so po moji oceni, zelo podobna pri vseh podjetjih v obravnavani panogi. Pri podjetju Suzlon bi posebej opozoril še na nevarnost, da se že viden trend padanja marž nadaljuje. Na vrednotenje lahko vpliva tudi ocenjena vrednost delnice podjetja Repower (uporabljena je namreč bila cena iz prevzemne bitke, ki je lahko vsebovala tudi prevzemno premijo). Opozoril bi tudi na večni problem sposobnosti integracije prevzetega podjetja v poslovanje celotne skupine.

3.5 Skupna predstavitev

V tem delu diplomske naloge bom med seboj primerjal vsa tri izbrana podjetja ter ugotovil, katero bi bilo s strani potencialnega investitorja najprimernejši izbor za nakup delnice.

3.5.1 Analiza poslovanja

Kot je razvidno iz Tabele 7 je v zadnjih dveh letih daleč največjo rast prihodkov beležil Suzlon, ki je poleg tega imel tudi najvišje marže. Vendar moram opozoriti, da sta tako Suzlon kot Gamesa v zadnjih treh letih beležila padanje marž, medtem ko so Vestasu porasle. ROE in ROA je najvišji pri Vestasu, obrat sredstev pa najugodnejši pri Gamesi.

Tabela 7: Ključni podatki o poslovanju podjetji Vestas, Gamesa in Suzlon v zadnjih dveh poslovnih letih

	Vestas		Gamesa		Suzlon	
Poslovno leto	**2006**	**2007**	**2006**	**2007**	**2007**	**Oc. 2008**
KLJUČNI KAZALNIKI						
Rast čistih prihodkov od prodaje	7,6%	26,1%	37,1%	36,4%	107,9%	70,9%
EBITDA marža	8,4%	11,9%	13,6%	10,1%	16,3%	14,1%
EBIT marža	5,2%	9,1%	11,0%	7,7%	14,1%	11,9%
Profitna marža	2,9%	6,0%	6,3%	6,8%	10,8%	7,5%
ROE	8,8%	19,2%	13,8%	17,7%	24,5%	14,9%
ROA	3,0%	6,8%	4,1%	5,1%	9,9%	6,6%
Obrat sredstev	1,05	1,13	0,65	0,75	0,92	0,87
IPI (mio EUR)						
Čisti prihodki od prodaje	3.854	4.861	2.390	3.260	1.365	2.248
Čisti dobiček	111	291	150	223	148	170
BS (mio EUR)						
Sredstva	3.654	4.296	3.702	4.365	1.489	2.587
Kapital	1.262	1.516	1.085	1.259	603	1.141
Tržni delež	28,2%	22,8%	15,6%	15,4%	3,6%	10,5%

Vir: Annual Report 2007, 2008, str. 40-93; Legal Report 2007, 2008, str. 47-48; Annual Report 2006-07, 2007, str. 70-98; Financial Results Q4 2007-08, 2008, str. 2-3; Lastni izračuni.

Vestas ima od analiziranih podjetij najvišji svetovni tržni delež, sledi mu Gamesa ter nato Suzlon, vendar je slednji edini od treh, ki je v letu 2007 beležil dvig tržnega deleža v primerjavi s predhodnim letom (delno tudi zaradi vstopa v podjetje Repower), medtem ko je Vestasu ta delež močno upadel, Gamesin pa je ostal skoraj nespremenjen (glej Tabelo 7). Po drugi strani je Vestas zelo specializirano podjetje, ki se ukvarja samo s proizvodnjo vetrnih turbin. Gamesa in Suzlon sta dobro vertikalno integrirana, kar lahko razumem kot njuno prednost.

3.5.2 DCF vrednotenje

V Tabeli 8 (na naslednji strani) predstavljam tržne cene na presečni datum vrednotenja (15.5.2008) ter izračunano vrednost delnice po metodi DCF vseh treh izbranih družb. Iz nje je lepo razvidno, da je bil Vestas edini, ki je trgoval s premijo 17,7% nasproti izračunane vrednosti.

Gamesa in Suzlon sta trgovala z diskontom, ki je pri prvi znašal 12,8%, pri drugem pa 10,1%. Po metodi DCF bi torej bila najustreznejša za nakup s strani potencialnega investitorja Gamesa, kateri bi zelo blizu sledil Suzlon.

Tabela 8: Izračunana vrednost delnic po DCF metodi, tržna cena ter premija oziroma diskont (%) analiziranih družb

	DCF vrednotenje	Tržna cena	Tržna cena / vrednotenje
Vestas	505,7	595,2	17,7%
Gamesa	37,1	32,4	-12,8%
Suzlon	325,4	292,6	-10,1%

Vir: Share information [Vestas Wind Systems], 2008; Company data [Gamesa A.S.], 2008; Suzlon historical share price, 2008; Lastni izračuni.

3.5.3 Relativno vrednotenje

Tabela 9 prikazuje izbrane kazalnike relativnega vrednotenja po zadnjih razpoložljivih podatkih o poslovanju ter oceno teh kazalnikov v naslednjem poslovnem letu vseh treh analiziranih družb. V izračunih je uporabljena cena iz presečnega datuma vrednotenja. Kot je iz tabele razvidno ima Vestas v obeh prikazanih obdobjih najvišje kazalnike od izbranih družb, kar pomeni, da bi bil na presečni datum s strani potencialnega investitorja najmanj primeren za nakup. Gamesa je imela na presečni dan po podatkih o poslovanju za zadnjih 12 mesecev (TTM) najnižje kazalnike, vendar bi ob nespremenjenih cenah delnic v primeru, da se napovedi za poslovanje v prihodnosti uresničijo, Suzlon imel čez eno leto ugodnejše oziroma nižje kazalnike, kar je predvsem posledica njegove bistveno višje rasti. Vendar je potrebno opozoriti, da ti kazalniki ne vsebujejo višjega tveganja, ki ga prinaša nakup delnice Suzlon, ki ustvari več kot polovico prihodkov v Indiji (po metodi DCF je to tveganje vračunano v tržno premijo za tveganje, katere rezultat je višji WACC, ki sem ga uporabil kot diskontno stopnjo).

*Tabela 9: Izbrani kazalniki relativnega vrednotenja po zadnjih razpoložljivih podatkih o poslovanju ter ocena teh kazalnikov v naslednjem poslovnem letu vseh treh analiziranih družb**

	Vestas		Gamesa		Suzlon	
Poslovno leto	TTM**	Oc. 2008	TTM**	Oc. 2008	TTM**	Oc. 2009
Tržna cena (DDK)	595,22	595,22	32,35	32,35	292,55	292,55
P/E	48,1	35,4	32,7	26,2	42,5	24,5
P/S	3,0	2,5	2,3	2,1	3,2	2,0
EV/S	2,9	2,5	2,4	2,1	3,4	2,2
EV/EBITDA	24,2	19,0	21,9	14,7	23,9	14,6
EV/EBIT	31,5	24,8	28,9	17,1	28,3	17,1

Legenda: * Pri izračunih so uporabljene tržne cene na presečni datum vrednotenja (15.5.2008).
** TTM pomeni, da izračuni temeljijo na razpoložljivih podatkih za poslovanje podjetja v zadnjih 12 mesecih (angl. *trailing twelve months*) ter tako predstavljajo najnovejše podatke.

Vir: Annual Report 2007, 2008, str. 40-93; Legal Report 2007, 2008, str. 47-48; Financial Results Q4 2007-08, str. 2-3; Share information [Vestas Wind Systems], 2008; Company data [Gamesa A.S.], 2008; Suzlon historical share price, 2008; Lastni izračuni.

3.5.4 Priporočilo

Po opravljeni analizi bi ocenil, da je najmanj ugodna izbira s strani potencialnega investitorja podjetje Vestas, saj (1) ima nekoliko slabše poslovne rezultate, (2) je slabše vertikalno integriran, (3) metoda DCF je pokazala, da trguje z relativno visoko premijo ter (4) ima najvišje kazalnike relativnega vrednotenja. Edino kar ostaja na njegovi strani, je največji svetovni tržni delež med proizvajalci vetrnih turbin, vendar je tudi ta v letu 2007 v primerjavi s predhodnim letom upadel za več kot pet odstotnih točk.

Ko primerjam Gameso in Suzlona je izbor nekoliko težji. Oba sta dobro vertikalno integrirana in po metodi DCF sta pokazala zelo podoben diskont v primerjavi s tržno ceno na datum vrednotenja. Na strani Suzlona so zelo visoke stopnje rasti prihodkov od prodaje zaradi prisotnosti na hitro rastočih trgih jugovzhodne Azije, ter nekoliko višje marže. Po drugi strani je Suzlonova močna prisotnost v Aziji lahko upoštevana tudi kot slabost, saj pomeni za investitorja višje tveganje. Gamesa ima višji ROE ter večji svetovni tržni delež in trenutno vidno boljše kazalnike relativnega vrednotenja, vendar bi se ti zaradi višje rasti Suzlona ob nespremenjenih cenah delnic lahko obrnili njemu v prid (ampak tu ponovno opozarjam, da relativni kazalci ne vsebujejo višje premije za tveganje, ki jo pripisujem Suzlonu).

Izbor med Gameso in Suzlonom bi tako prepustil posameznemu investitorju, saj ocenjujem, da je Suzlon primernejši za posameznika, ki je bolj nagnjen k tveganju in je pripravljen vstopiti na indijski delniški trg. Gameso bi priporočil investitorju, ki je nekoliko manj nagnjen tveganju in bi želel investirati v evropsko družbo, ki posluje v panogi vetrnih turbin.

Na tem mestu moram opozoriti, da izbrane tri delnice še zdaleč niso edine, ki jih je mogoče kupiti na svetovnih borznih trgih, niti edine, ki poslujejo v izbrani panogi. Izračunani diskonti vseeno niso visoki, kar pomeni, da obstaja potencialna velika verjetnost, da je na trgu mogoče kupiti cenovno ugodnejše delnice.

SKLEP

V diplomski nalogi sem predstavil enega od možnih način pristopa k investicijskim odločitvam v primeru naložb v delnice na primeru potencialnega investitorja, ki želi investirati v panogo proizvajalcev vetrnih turbin.

Predstavil sem, kaj vrednotenje sploh je ter zakaj je pomembno. Prikazan je bil teoretičen proces vrednotenja ter klasični modeli pristopov k vrednotenju med katerimi sem nekoliko natančneje predstavil model diskontiranih denarnih tokov ter relativnega vrednotenja.

V analizi panoge proizvajalcev vetrnih turbin sem panogo analiziral in predstavil. Ugotovil sem, da gre za panogo z visokim potencialom, ki je v preteklosti videla zelo visoke stopnje rasti ter ima tudi svetle napovedi za prihodnost; odpirajo se novi trgi, trenutno vodilno Evropo na tem področju dohiteva Severna Amerika ter Azija, oziroma natančneje Kitajska. Tudi Avstralija bi

lahko v bližnjih letih praktično »poletela«. Panoga je zelo koncentrirana, saj je na trgu prisotnih zelo malo podjetij, vendar se jim z razcvetom novih trgov postopno pridružujejo nova.

Za analizo sem izbral tri podjetja v panogi, katera sem na kratko predstavil, opravil analizo poslovanja, jih vrednotil po metodi diskontiranih denarnih tokov ter izračunal glavne kazalce relativnega vrednotenja. Ko sem med seboj primerjal izračune sem ugotovil, da je Vestas na presečni datum vrednotenja (15.5.2008) kotiral s premijo v primerjavi s tržno ceno, medtem ko sta Gamesa in Suzlon trgovala z diskontom. Tudi relativno vrednotenje je pokazalo, da Gamesa in Suzlon trgujeta z ugodnejšimi kazalniki, zato sem potencialnemu investitorju, ki bi izbiral med analiziranimi tremi podjetji, raje priporočil nakup slednjih dveh. Izbiro med Suzlonom in Gameso sem prepustil posameznemu investitorju, saj je pomembna razlika med njima ta, da je Suzlon Indijsko podjetje, ki več kot polovico prihodkov ustvari na domačem trgu, Gamesa pa Špansko podjetje z močno prisotnostjo v Evropi. Suzlonova višja rast na potencialno ugodnejšem Azijskem trgu je tako zelo privlačna, vendar pomeni tudi višje tveganje. Zato menim, da je izbor med tema dvema podjetjema močno odvisen od posameznikove nagnjenosti k tveganju.

LITERATURA IN VIRI

1. *About Vestas*. Najdeno 16. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.vestas.com/en/about-vestas.

2. *Annual Report 2004-05*. (2005). Navrangpura: Suzlon.

3. *Annual Report 2005-06*. (2006). Navrangpura: Suzlon.

4. *Annual Report 2005*. (2006). Randers: Vestas.

5. *Annual Report 2006-07*. (2007). Navrangpura: Suzlon.

6. *Annual Report 2006*. (2007). Randers: Vestas.

7. *Annual Report 2007*. (2008). Randers: Vestas.

8. *Company data [Gamesa A.S.]*. Najdeno 19. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.bolsamadrid.es/ing/contenido.asp?enlace=/ing/mercados/acciones/accind1_1.htm.

9. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (2nd edition). New York: John Wiley & Sons, Inc.

10. Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. b.k.: Stern School of Business.

11. *Financial Results Q4 2007-08*. (2008). Navrangpura: Suzlon.

12. *German Government Bonds*. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.bloomberg.com/markets/rates/germany.html.

13. Krogsgaard, P. & Madsen, B. (2008). *International Wind Energy Development, World Market Update 2007, Forecast 2008-2012*. Ringkobing: BTM Consult ApS.

14. *Legal Report 2007*. (2008). Vitoria – Gasteiz: Gamesa.

15. *Legal Report 2006*. (2007). Vitoria – Gasteiz: Gamesa.

16. *Legal Report 2005*. (2006). Vitoria – Gasteiz: Gamesa.

17. Lopez, D. (2007a). *European Wind Energy: A high growth industry*. London: Deutsche Bank AG London.

18. Lopez, D. (2007b). *Vestas: Target Price raised to Euro 485*. London: Deutsche Bank AG London.

19. Lopez, D. (2008). *Gamesa: Time to enter the stock, again!*. London: Deutsche Bank AG London.

20. *Proizvodnja [Nuklearne elektrarne Krško]*. Najdeno 12. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.nek.si/sl/o_nek/proizvodnja/.

21. Pullen, A. & Sawyer, S. (2008). *Global Wind 2007 Report*. Brussels: Global Wind Energy Council.

22. *Risk Premiums for Other Markets*. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/.

23. *Share information [Vestas Wind Systems]*. Najdeno 17. maja 2008 na spletnem naslovu http://omxnordicexchange.com/priceinformation/shares/.

24. Stowe, J., Robinson, T., Pinto, J. & McLeavey, D. (2002). *Analysis of Equity Investments: Valuation*. Baltimore: United Book Press, Inc.

25. *Suzlon historical share price*. Najdeno 22. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.suzlon.com/StockPerformance.html?cp=3_2.

26. *Suzlon History.* Najdeno 21. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.suzlon.com/history.html?cp=1_5.

27. *World Nuclear Power Reactors 2007-08.* Najdeno 12. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.world-nuclear.org/info/reactors.html.

PRILOGE

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic

BS		Bilanca stanja
CAPEX	Capital Expenditure	Investicije v osnovna sredstva
DCF	Discounted Cashflow	Diskontiran denarni tok
EBIT	Earnings before interest and taxes	Poslovni izid iz poslovanja
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization	Poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo in depreciacijo
EV	Enterprise Value	Tržna kapitalizacija povečana za neto dolg
GWEC	Global Wind Energy Council	
IPI		Izkaz poslovnega izida
E	Earnings	Čisti poslovni izid
P	Price	Cena
ROA	Return on Assets	Dobičkovnost sredstev
ROE	Return on Equity	Dobičkovnost lastniškega kapitala
S	Sales	Čisti prihodki od prodaje
TTM	Trailing twelve months	Zadnjih dvanajst mesecev
WACC	Weighted Average Cost of Capital	Tehtano povprečje stroškov kapitala pred obdavčitvijo

Priloga 2: Finančni podatki družbe Vestas in njihova projekcija do leta 2013

Podatki iz 31.12.	2004	2005	2006	2007	Oc. 2008	Oc. 2009	Oc. 2010	Oc. 2011	Oc. 2012	Oc. 2013
P/E (x)	-23,0	-12,7	52,7	47,1	35,4	27,4	22,3	19,9	18,1	16,7
P/S (x)	0,6	0,7	1,5	2,8	2,5	2,1	1,7	1,5	1,2	1,1
EV/S (x)	0,7	0,8	1,4	2,7	2,5	2,0	1,7	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA (x)	27,6	310,6	17,2	22,6	19,0	15,0	12,0	10,5	9,3	8,7
EV/EBIT (x)	-36,1	-24,1	27,8	29,5	24,8	19,8	16,0	13,9	12,4	11,5
P/B (x)	1,2	2,5	4,6	9,0	7,6	6,2	5,0	4,1	3,5	3,0
Neto obratni kapital (mio EUR)	1.000	704	165	320	387	472	567	669	779	896
Neto dolg (mio EUR)	389	366	-271	-614	-212	-252	-282	-330	-441	-483
Investiran kapital (mio EUR)	1.744	1.454	1.436	1.666	2.360	2.919	3.616	4.392	5.172	6.009
Capex (mio EUR)	89	95	153	265	500	450	450	440	430	420
Povprečno število delnic (mio)	151	175	183	185	185	185	185	185	185	185
Tržna kapitalizacija (mio EUR)	1.378	2.429	5.849	13.702	14.772	14.772	14.772	14.772	14.772	14.772
Neto dolg + tržna kapit. (mio EUR)	1.768	2.795	5.578	13.088	14.559	14.520	14.490	14.441	14.330	14.288
DPS (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
EPS (EUR)	-0,4	-1,1	0,6	1,6	2,3	2,9	3,6	4,0	4,4	4,8
BVPS (EUR)	7,7	5,5	6,9	8,2	10,4	12,9	16,0	19,4	23,1	26,9
Rast čistih prihodkov od prodaje	n.p.	51,6%	7,6%	26,1%	21,0%	22,0%	20,0%	18,0%	16,5%	15,0%
Rast čistega dobička na delnico	n.p.	175,9%	-155,3%	158,6%	43,5%	28,9%	23,2%	11,9%	10,1%	8,3%
EBITDA marža	2,7%	0,3%	8,4%	11,9%	13,0%	13,5%	14,0%	13,5%	13,0%	12,0%
EBIT marža	-2,1%	-3,2%	5,2%	9,1%	10,0%	10,2%	10,5%	10,2%	9,8%	9,1%
Profitna marža	-2,5%	-5,4%	2,9%	6,0%	7,1%	7,5%	7,7%	7,3%	6,9%	6,5%
ROE	-5,2%	-20,0%	8,8%	19,2%	21,6%	22,5%	22,4%	20,6%	19,1%	17,7%
Capex/Čisti prihodki od prodaje	3,8%	2,7%	4,0%	5,5%	8,5%	6,3%	5,2%	4,3%	3,6%	3,1%
Capex/Amortizacijo	80,2%	77,2%	124,4%	192,0%	283,4%	190,0%	149,3%	131,2%	113,5%	106,4%
Neto dolg/kapital	33,5%	38,1%	-21,5%	-40,5%	-11,0%	-10,5%	-9,5%	-9,2%	-10,3%	-9,7%
IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA (mio EUR)										
Čisti prihodki od prodaje	2.363	3.583	3.854	4.861	5.882	7.176	8.611	10.161	11.838	13.613
Amortizacija	111	123	123	138	176	237	301	335	379	395
EBITDA	64	9	324	579	765	969	1.206	1.372	1.539	1.634
EBIT	-49	-116	201	443	588	732	904	1.036	1.160	1.239
Čisti dobiček	-60	-192	111	291	418	538	663	742	817	885
BILANCA STANJA (mio EUR)										
Dolgoročna sredstva	930	1.100	1.152	1.313	1.754	2.063	2.438	2.800	3.320	3.911
Neopredmetena sredstva	449	477	478	507	550	597	657	733	895	1.071
Nepremičnine, naprave in oprema	469	466	490	638	962	1.175	1.363	1.548	1.699	1.824
Dolgoročne finančne naložbe	3	3	0	1	1	1	1	1	1	1
Drugo	9	154	184	167	241	290	416	518	725	1.015
Kratkoročna sredstva	1.951	1.985	2.502	2.983	3.323	4.055	4.866	5.761	6.746	7.718
Zaloge	436	698	881	1.107	1.339	1.634	1.961	2.314	2.696	3.100
Kratkoročne poslovne terjatve	1.365	1.160	1.177	1.112	1.346	1.642	1.970	2.324	2.708	3.114
Kratkoročna finančna sredstva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Denar in denarni ustrezniki	193	126	445	764	638	779	935	1.123	1.342	1.504
Drugo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SREDSTVA	2.881	3.085	3.654	4.296	5.077	6.117	7.304	8.561	10.066	11.629
Kapital	1.162	962	1.262	1.516	1.934	2.392	2.963	3.599	4.271	4.988
Kapital večinskega lastnika	1.162	962	1.262	1.516	1.934	2.392	2.963	3.599	4.271	4.988
Kapital manjšinskega lastnika	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne obveznosti in rezervacije	562	534	268	237	259	258	342	341	389	449
Dolgoročne finančne obveznosti	472	441	163	125	140	173	215	261	289	326
Drugo	89	93	105	112	119	85	127	80	100	123
Kratkoročne obveznosti	1.158	1.589	2.124	2.543	2.884	3.467	3.999	4.622	5.406	6.193
Kratkoročne poslovne obveznosti	801	1.154	1.893	1.899	2.298	2.803	3.364	3.969	4.624	5.318
Kratkoročne finančne obveznosti	110	51	11	25	286	354	438	532	612	694
Drugo	247	384	220	619	300	310	197	120	170	180

Vir: Annual Report za obdobje od 2005 do 2007; Lastni izračuni.

Priloga 3: Izračun vrednosti delnice podjetja Vestas po metodi DCF

Ocena (mio EUR)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čisti prihodki od prodaje	5.882	7.176	8.611	10.161	11.838	13.613	15.247	16.924
EBITDA	765	969	1.206	1.372	1.539	1.634	1.677	1.777
EBITDA margin	13,0%	13,5%	14,0%	13,5%	13,0%	12,0%	11,0%	10,5%
NOPLAT	423	527	651	746	835	892	933	938
Amortizacija in depreciacija	176	237	301	335	379	395	381	474
Sprememba neto obratnega kapit.	67	85	94	102	110	117	108	110
Capex	500	450	450	440	430	420	400	474
Prosti denarni tok	33	229	408	539	674	750	807	828
WACC	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Dolgoročna stopnja rasti	3,0%							
Sedanja vredn. napovedljivega obd.	2.863							
Sed. vredn. po napovedljivem obd.	9.072							
Skupna sedanja vrednost	11.935							
Neto dolg	-614							
Vrednost kapitala	12.549							
Število delnic (mio)	185							
Vredn. kapit. na delnico (EUR)	**67,8**							
Vredn. kapit. na delnico (DDK)	**505,7**							

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 4: Analiza občutljivosti delnice podjetja Vestas na spremembo dolgoročne stopnje rasti in EBITDA marže po letu 2015 (v DDK)

EBITDA marža poletu 2015 \ Dolgoročna stopnja rasti	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%	4,0%
9,0%	372,5	380,9	389,8	399,5	409,8	420,9	432,9	446,0	460,1	475,6	492,5
9,2%	382,0	390,7	400,0	409,9	420,7	432,2	444,7	458,2	472,9	488,9	506,5
9,4%	391,4	400,5	410,1	420,4	431,5	443,5	456,4	470,5	485,7	502,3	520,5
9,6%	400,9	410,2	420,2	430,9	442,4	454,8	468,2	482,7	498,5	515,7	534,5
9,8%	410,4	420,0	430,4	441,4	453,3	466,1	480,0	494,9	511,3	529,0	548,5
10,0%	419,9	429,8	440,5	451,9	464,2	477,4	491,7	507,2	524,0	542,4	562,5
10,5%	443,5	454,3	465,8	478,1	491,4	505,7	521,1	537,8	556,0	575,8	597,6
11,0%	467,2	478,8	491,1	504,4	518,6	533,9	550,5	568,4	588,0	609,2	632,6
11,2%	476,7	488,6	501,3	514,9	529,5	545,2	562,2	580,7	600,7	622,6	646,6
11,4%	486,2	498,4	511,4	525,4	540,4	556,5	574,0	592,9	613,5	636,0	660,6
11,6%	495,6	508,1	521,5	535,9	551,3	567,8	585,8	605,2	626,3	649,4	674,6
11,8%	505,1	517,9	531,6	546,3	562,1	579,1	597,5	617,4	639,1	662,7	688,6
12,0%	514,6	527,7	541,8	556,8	573,0	590,4	609,3	629,7	651,9	676,1	702,6
12,2%	524,1	537,5	551,9	567,3	583,9	601,7	621,0	641,9	664,7	689,5	716,6

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 5: Analiza občutljivosti delnice podjetja Vestas na spremembo EBITDA marže in WACC po letu 2015 (v DDK)

WACC po letu 2015 \ EBITDA marža po letu 2015	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
7,0%	437,6	474,4	511,2	547,9	584,7	621,5	658,3	695,0	731,8	768,6	805,4
7,2%	422,5	457,5	492,5	527,5	562,5	597,6	632,6	667,6	702,6	737,6	772,7
7,4%	408,7	442,2	475,6	509,0	542,4	575,8	609,2	642,7	676,1	709,5	742,9
7,6%	396,2	428,2	460,1	492,1	524,0	556,0	588,0	619,9	651,9	683,8	715,8
7,8%	384,7	415,3	446,0	476,6	507,2	537,8	568,4	599,1	629,7	660,3	690,9
8,0%	374,1	403,5	432,9	462,3	491,7	521,1	550,5	579,9	609,3	638,7	668,1
8,2%	364,4	392,7	420,9	449,2	477,4	505,7	533,9	562,2	590,4	618,7	647,0
8,4%	355,4	382,6	409,8	437,0	464,2	491,4	518,6	545,8	573,0	600,2	627,4
8,6%	347,0	373,2	399,5	425,7	451,9	478,1	504,4	530,6	556,8	583,1	609,3
8,8%	339,2	364,5	389,8	415,2	440,5	465,8	491,1	516,5	541,8	567,1	592,4
9,0%	331,9	356,4	380,9	405,4	429,8	454,3	478,8	503,2	527,7	552,2	576,7
9,2%	325,1	348,8	372,5	396,2	419,9	443,5	467,2	490,9	514,6	538,3	561,9
9,4%	318,7	341,7	364,6	387,6	410,5	433,4	456,4	479,3	502,3	525,2	548,1
9,6%	312,8	335,0	357,2	379,5	401,7	424,0	446,2	468,5	490,7	512,9	535,2

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 6: Finančni podatki družbe Gamesa in njihova projekcija do leta 2013

Podatki iz 31.12.	2004	2005	2006	2007	Oc. 2008	Oc. 2009	Oc. 2010	Oc. 2011	Oc. 2012	Oc. 2013
P/E (x)	11,3	22,2	34,0	34,6	26,2	20,5	16,5	13,9	11,9	10,7
P/S (x)	1,4	1,7	2,1	2,4	2,1	1,7	1,4	1,1	0,9	0,8
EV/S (x)	2,0	2,3	2,4	2,4	2,1	1,7	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA (x)	10,5	14,9	17,6	23,9	14,7	11,3	9,1	7,7	6,5	5,8
EV/EBIT (x)	13,1	17,9	21,8	31,5	17,1	13,2	10,6	8,9	7,5	6,7
P/B (x)	3,6	3,8	4,7	6,1	5,4	4,6	3,9	3,3	2,8	2,5
Neto obratni kapital (mio EUR)	1.146	1.084	955	682	784	980	1.215	1.483	1.779	2.046
Neto dolg (mio EUR)	1.079	1.070	617	162	13	-15	-48	-84	-126	-151
Investiran kapital (mio EUR)	1.831	2.020	1.993	2.099	2.063	2.424	2.863	3.363	3.913	4.452
Capex (mio EUR)	110	141	100	129	-111	150	162	178	188	195
Povprečno število delnic (mio)	243	243	243	243	243	243	243	243	243	243
Tržna kapitalizacija (mio EUR)	2.506	3.007	5.102	7.722	7.871	7.871	7.871	7.871	7.871	7.871
Neto dolg + tržna kapit. (mio EUR)	3.585	4.077	5.719	7.884	7.884	7.855	7.823	7.786	7.745	7.720
DPS (EUR)	0,30	0,16	0,16	0,23	0,35	0,52	0,67	0,86	1,11	1,43
EPS (EUR)	0,9	0,6	0,6	0,9	1,2	1,6	2,0	2,3	2,7	3,0
BVPS (EUR)	2,9	3,3	4,5	5,2	6,0	7,1	8,4	9,9	11,5	13,0
Rast čistih prihodkov od prodaje	n.p.	-2,6%	37,1%	36,4%	15,0%	25,0%	24,0%	22,0%	20,0%	15,0%
Rast čistega dobička na delnico	n.p.	-38,8%	11,0%	48,6%	34,5%	28,1%	24,0%	19,0%	17,0%	10,6%
EBITDA marža	19,2%	15,7%	13,6%	10,1%	14,3%	14,8%	14,8%	14,3%	14,0%	13,5%
EBIT marža	15,3%	13,1%	11,0%	7,7%	12,3%	12,7%	12,7%	12,3%	12,1%	11,8%
Profitna marža	12,3%	7,8%	6,3%	6,8%	8,0%	8,2%	8,2%	8,0%	7,8%	7,5%
ROE	31,7%	16,9%	13,8%	17,7%	20,4%	22,2%	23,3%	23,6%	23,7%	23,1%
Capex/Čisti prihodki od prodaje	6,1%	8,1%	4,2%	4,0%	-3,0%	3,2%	2,8%	2,5%	2,2%	2,0%
Capex/Amortizacijo	159,4%	306,5%	158,7%	161,3%	-148,0%	152,4%	132,7%	125,5%	116,3%	117,2%
Neto dolg/kapital	154,9%	133,9%	56,8%	12,9%	0,9%	-0,9%	-2,3%	-3,5%	-4,5%	-4,7%
IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA (mio EUR)										
Čisti prihodki od prodaje	1.790	1.744	2.390	3.260	3.749	4.687	5.811	7.090	8.508	9.784
Amortizacija	69	46	63	80	75	98	122	142	162	166
EBITDA	343	274	325	330	536	694	860	1.014	1.191	1.321
EBIT	274	228	262	250	461	595	738	872	1.029	1.155
Čisti dobiček	221	135	150	223	300	384	477	567	664	734
BILANCA STANJA (mio EUR)										
Dolgoročna sredstva	912	1.008	871	977	873	946	1.007	1.065	1.124	1.203
Neopredmetena sredstva	541	487	507	519	539	551	565	576	587	599
Nepremičnine, naprave in oprema	319	246	301	279	93	144	184	223	253	284
Dolgoročne finančne naložbe	47	5	28	68	68	68	68	68	68	68
Drugo	5	270	35	111	174	182	190	197	216	252
Kratkoročna sredstva	1.783	2.458	2.831	3.387	3.757	4.636	5.668	6.840	8.139	9.321
Zaloge	443	353	521	702	808	1.010	1.252	1.527	1.833	2.108
Kratkoročne poslovne terjatve	1.184	1.427	1.783	1.811	2.082	2.603	3.227	3.937	4.725	5.433
Kratkoročna finančna sredstva	38	3	29	50	50	50	50	50	50	50
Denar in denarni ustrezniki	18	148	262	628	526	657	815	995	1.194	1.373
Drugo	101	527	237	197	291	316	323	330	337	357
SREDSTVA	2.695	3.467	3.702	4.365	4.631	5.582	6.675	7.904	9.263	10.524
Kapital	696	799	1.085	1.259	1.474	1.731	2.045	2.402	2.795	3.180
Kapital večinskega lastnika	695	797	1.085	1.256	1.471	1.728	2.041	2.398	2.790	3.174
Kapital manjšinskega lastnika	1	2	1	2	3	3	4	4	5	6
Dolgoročne obveznosti in rezervacije	1.056	1.173	1.003	858	716	813	906	1.007	1.117	1.222
Dolgoročne finančne obveznosti	801	819	796	549	385	452	534	627	730	831
Drugo	256	354	208	310	331	361	372	379	387	391
Kratkoročne obveznosti	943	1.494	1.613	2.248	2.441	3.037	3.725	4.496	5.350	6.122
Kratkoročne poslovne obveznosti	480	696	1.349	1.831	2.106	2.632	3.264	3.982	4.778	5.495
Kratkoročne finančne obveznosti	334	401	112	292	205	240	284	333	388	441
Drugo	128	397	153	125	131	165	177	181	184	186

Vir: Legal Report za obdobje od 2005 do 2007; Lastni izračuni.

Priloga 7: Izračun vrednosti delnice podjetja Gamesa po metodi DCF

Ocena (mio EUR)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čisti prihodki od prodaje	3.749	4.687	5.811	7.090	8.508	9.784	11.056	12.272
EBITDA	536	694	860	1.014	1.191	1.321	1.382	1.350
EBITDA margin	14,3%	14,8%	14,8%	14,3%	14,0%	13,5%	12,5%	11,0%
NOPLAT	352	454	563	665	785	881	911	927
Amortizacija in depreciacija	75	98	122	142	162	166	188	135
Sprememba neto obratnega kapit.	102	196	235	267	297	267	266	254
Capex	-111	150	162	178	188	195	196	197
Prosti denarni tok	436	207	288	362	463	585	637	611
WACC	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Dolgoročna stopnja rasti	3,0%							
Sedanja vredn. napovedljivega obd.	2.521							
Sed. vredn. po napovedljivem obd.	6.666							
Skupna sedanja vrednost	9.187							
Neto dolg	162							
Vrednost kapitala	9.025							
Število delnic (mio)	243							
Vredn. kapit. na delnico (EUR)	**37,1**							

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 8: Analiza občutljivosti delnice podjetja Gamesa na spremembo dolgoročne stopnje rasti in EBITDA marže po letu 2015 (v EUR)

EBITDA marža poletu 2015 \ Dolgoročna stopnja rasti	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%	4,0%
9,5%	26,9	27,5	28,2	28,9	29,7	30,5	31,4	32,3	33,4	34,5	35,8
9,7%	27,6	28,3	29,0	29,7	30,5	31,4	32,3	33,3	34,4	35,6	36,9
9,9%	28,4	29,0	29,8	30,5	31,4	32,2	33,2	34,2	35,4	36,6	37,9
10,1%	29,1	29,8	30,6	31,3	32,2	33,1	34,1	35,2	36,4	37,6	39,0
10,3%	29,9	30,6	31,3	32,2	33,1	34,0	35,0	36,2	37,4	38,7	40,1
10,5%	30,6	31,3	32,1	33,0	33,9	34,9	36,0	37,1	38,4	39,7	41,2
11,0%	32,4	33,3	34,1	35,0	36,0	37,1	38,2	39,5	40,9	42,3	44,0
11,5%	34,3	35,2	36,1	37,1	38,2	39,3	40,5	41,9	43,4	44,9	46,7
11,7%	35,0	35,9	36,9	37,9	39,0	40,2	41,5	42,8	44,3	46,0	47,8
11,9%	35,8	36,7	37,7	38,7	39,9	41,1	42,4	43,8	45,3	47,0	48,9
12,1%	36,5	37,5	38,5	39,5	40,7	42,0	43,3	44,8	46,3	48,1	50,0
12,3%	37,3	38,2	39,3	40,4	41,6	42,8	44,2	45,7	47,3	49,1	51,1
12,5%	38,0	39,0	40,0	41,2	42,4	43,7	45,1	46,7	48,3	50,2	52,2
12,7%	38,7	39,8	40,8	42,0	43,3	44,6	46,1	47,6	49,3	51,2	53,3

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 9: Analiza občutljivosti delnice podjetja Gamesa na spremembo EBITDA marže in WACC po letu 2015 (v EUR)

EBITDA marža poletu 2015 \ Dolgoročna stopnja rasti	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%	4,0%
9,5%	26,9	27,5	28,2	28,9	29,7	30,5	31,4	32,3	33,4	34,5	35,8
9,7%	27,6	28,3	29,0	29,7	30,5	31,4	32,3	33,3	34,4	35,6	36,9
9,9%	28,4	29,0	29,8	30,5	31,4	32,2	33,2	34,2	35,4	36,6	37,9
10,1%	29,1	29,8	30,6	31,3	32,2	33,1	34,1	35,2	36,4	37,6	39,0
10,3%	29,9	30,6	31,3	32,2	33,1	34,0	35,0	36,2	37,4	38,7	40,1
10,5%	30,6	31,3	32,1	33,0	33,9	34,9	36,0	37,1	38,4	39,7	41,2
11,0%	32,4	33,3	34,1	35,0	36,0	37,1	38,2	39,5	40,9	42,3	44,0
11,5%	34,3	35,2	36,1	37,1	38,2	39,3	40,5	41,9	43,4	44,9	46,7
11,7%	35,0	35,9	36,9	37,9	39,0	40,2	41,5	42,8	44,3	46,0	47,8
11,9%	35,8	36,7	37,7	38,7	39,9	41,1	42,4	43,8	45,3	47,0	48,9
12,1%	36,5	37,5	38,5	39,5	40,7	42,0	43,3	44,8	46,3	48,1	50,0
12,3%	37,3	38,2	39,3	40,4	41,6	42,8	44,2	45,7	47,3	49,1	51,1
12,5%	38,0	39,0	40,0	41,2	42,4	43,7	45,1	46,7	48,3	50,2	52,2
12,7%	38,7	39,8	40,8	42,0	43,3	44,6	46,1	47,6	49,3	51,2	53,3

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 10: Finančni podatki družbe Suzlon in njihova projekcija do leta 2013

Podatki iz 31.3.	2004	2005	2006	2007	Oc. 2008	Oc. 2009	Oc. 2010	Oc. 2011	Oc. 2012	Oc. 2013
P/E (x)	n.p.	n.p.	513,3	34,7	38,3	24,5	16,3	11,9	9,4	8,2
P/S (x)	n.p.	n.p.	10,1	3,8	2,9	2,0	1,3	1,0	0,7	0,6
EV/S (x)	n.p.	n.p.	10,0	4,1	3,0	2,2	1,5	1,1	0,8	0,7
EV/EBITDA (x)	n.p.	n.p.	42,6	25,0	21,6	14,6	10,0	7,5	6,0	5,2
EV/EBIT (x)	n.p.	n.p.	46,3	28,8	25,6	17,1	11,7	8,6	6,9	5,9
P/B (x)	n.p.	n.p.	14,2	8,5	5,7	5,6	4,5	3,6	2,8	2,3
Neto obratni kapital (mio EUR)	33	84	251	320	527	812	1.218	1.705	2.217	2.708
Neto dolg (mio EUR)	-1	-14	-131	413	334	624	837	967	998	1.018
Investiran kapital (mio EUR)	112	226	606	1.486	2.587	2.730	3.392	4.382	5.450	6.400
Capex (mio EUR)	n.p.	n.p.	77	-259	321	226	204	213	216	219
Povprečno število delnic (tiosč)	n.p.	n.p.	1.497	1.497	1.497	1.497	1.497	1.497	1.497	1.497
Tržna kapitalizacija (tisoč EUR)	n.p.	n.p.	7.393	5.126	6.505	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946
Neto dolg + tržna kapit. (mio EUR)	n.p.	n.p.	7.262	5.540	6.839	7.570	7.783	7.913	7.945	7.964
DPS (EUR)	n.p.	5,00	6,00	5,00	5,00	5,50	6,00	6,55	7,14	7,79
EPS (EUR)	n.p.	n.p.	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
BVPS (EUR)	n.p.	n.p.	0,3	0,4	0,8	0,8	1,0	1,3	1,7	2,0
Rast čistih prihodkov od prodaje	n.p.	118,3%	114,4%	87,4%	64,6%	60,0%	50,0%	40,0%	30,0%	20,0%
Rast čistega dobička na delnico	n.p.	n.p.	n.p.	925,7%	14,9%	67,3%	50,0%	36,6%	26,8%	15,4%
EBITDA marža	18,6%	25,1%	23,4%	16,3%	14,1%	15,0%	15,0%	14,6%	14,0%	13,5%
EBIT marža	17,0%	22,5%	21,5%	14,1%	11,9%	12,8%	12,8%	12,6%	12,1%	11,8%
Profitna marža	16,6%	18,6%	2,0%	10,8%	7,5%	8,2%	8,2%	8,0%	7,8%	7,5%
ROE	37,1%	40,1%	2,8%	24,5%	14,9%	22,7%	27,7%	29,7%	29,7%	28,2%
Capex/Čisti prihodki od prodaje	n.p.	n.p.	10,6%	-19,0%	14,3%	6,5%	3,9%	2,9%	2,3%	1,9%
Capex/Amortizacijo	n.p.	n.p.	567,0%	-870,5%	656,4%	296,7%	178,4%	146,7%	120,1%	113,5%
Neto dolg/kapital	-2,1%	-9,2%	-25,2%	68,5%	29,3%	49,8%	54,5%	49,3%	40,2%	33,8%
IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA (mio EUR)										
Čisti prihodki od prodaje	156	340	728	1.365	2.248	3.463	5.194	7.272	9.454	11.344
Amortizacija	2	9	14	30	49	76	114	145	180	193
EBITDA	29	85	170	222	316	519	779	1.062	1.324	1.531
EBIT	26	77	157	192	267	443	665	916	1.144	1.339
Čisti dobiček	26	63	14	148	170	284	426	582	737	851
BILANCA STANJA (mio EUR)										
Dolgoročna sredstva	33	55	123	698	947	1.063	1.154	1.223	1.262	1.322
Neopredmetena sredstva	1	2	5	5	6	7	8	9	10	12
Nepremičnine, naprave in oprema	30	51	116	690	937	1.052	1.142	1.210	1.248	1.306
Dolgoročne finančne naložbe	3	1	1	3	4	4	4	4	4	4
Drugo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročna sredstva	79	171	483	790	1.639	1.667	2.238	3.159	4.188	5.078
Pozitivni presežek neto obr. kap.	33	84	251	320	527	812	1.218	1.705	2.217	2.708
Kratkoročna finančna sredstva	32	56	112	206	218	210	210	210	210	210
Denar in denarni ustrezniki	12	27	105	263	894	644	809	1.243	1.759	2.159
Drugo	2	4	16	1	0	1	1	1	1	1
SREDSTVA	112	226	606	1.489	2.587	2.730	3.392	4.382	5.450	6.400
Kapital	70	157	521	603	1.141	1.252	1.535	1.962	2.482	3.013
Kapital večinskega lastnika	70	156	519	601	1.136	1.247	1.529	1.954	2.472	3.001
Kapital manjšinskega lastnika	0	1	1	2	5	5	6	8	10	12
Dolgoročne obveznosti in rezervacije	37	68	79	717	1.063	1.087	1.355	1.768	2.204	2.531
Dolgoročne finančne obveznosti	37	68	79	717	1.063	1.087	1.355	1.768	2.204	2.531
Drugo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne obveznosti	5	0	6	169	383	392	502	652	763	856
Negativni presežek neto obr. kap.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne finančne obveznosti	5	0	6	166	383	392	502	652	763	856
Drugo	0	0	0	177	0	0	0	0	0	0

Vir: Annual Report za obdobje od 2005 do 2007 ter lastni izračuni.

Priloga 11: Izračun vrednosti delnice podjetja Suzlon po metodi DCF

Ocena (mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Čisti prihodki od prodaje	3.463	5.194	7.272	9.454	11.344	13.046	14.807	16.436
EBITDA	519	779	1.062	1.324	1.531	1.631	1.703	1.808
EBITDA margin	15,0%	15,0%	14,6%	14,0%	13,5%	12,5%	11,5%	11,0%
NOPLAT	355	532	733	915	1.071	1.138	1.185	1.262
Amortizacija in depreciacija	76	114	145	180	193	209	222	230
Sprememba neto obratnega kapit.	305	406	487	512	491	351	413	382
Capex	226	204	213	216	219	222	225	230
Prosti denarni tok	-100	36	178	367	554	773	768	880
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Dolgoročna stopnja rasti	3,3%							
Sedanja vredn. napovedljivega obd.	1.831							
Sed. vredn. po napovedljivem obd.	5.148							
Skupna sedanja vrednost	6.979							
Neto dolg	383							
Vrednost kapitala	6.596							
Število delnic (mio)	1.497							
Vredn. kapit. na delnico (EUR)	**4,4**							
Vredn. kapit. na delnico (RS)	**277,8**							
Št. delnic Repower (mio)	7,8							
Vrednost delnice Repower	145							
Skupna vrednost kapitala	7.727							
Število delnic (mio)	1.497							
Vredn. kapit. na delnico (EUR)	**5,2**							
Vredn. kapit. na delnico (EUR)	**325,4**							

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 12: Analiza občutljivosti delnice podjetja Suzlon na spremembo dolgoročne stopnje rasti in EBITDA marže po letu 2015 (v RS)

EBITDA marža poletu 2015 \ Dolgoročna stopnja rasti	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%	3,5%	3,7%	3,9%	4,1%	4,3%
9,5%	252,6	256,3	260,2	264,3	268,7	273,2	278,0	283,0	288,4	294,0	300,0
9,7%	258,7	262,6	266,7	271,0	275,5	280,2	285,1	290,4	295,9	301,8	307,9
9,9%	264,9	268,9	273,2	277,6	282,2	287,1	292,3	297,7	303,5	309,5	315,9
10,1%	271,1	275,3	279,6	284,2	289,0	294,1	299,4	305,1	311,0	317,3	323,9
10,3%	277,2	281,6	286,1	290,8	295,8	301,1	306,6	312,4	318,6	325,0	331,9
10,5%	283,4	287,9	292,6	297,5	302,6	308,0	313,7	319,7	326,1	332,8	339,9
11,0%	298,8	303,7	308,7	314,0	319,6	325,4	331,6	338,1	345,0	352,2	359,9
11,5%	314,3	319,4	324,9	330,6	336,6	342,9	349,5	356,5	363,8	371,6	379,9
11,7%	320,4	325,8	331,3	337,2	343,4	349,8	356,6	363,8	371,4	379,4	387,9
11,9%	326,6	332,1	337,8	343,8	350,1	356,8	363,8	371,1	378,9	387,2	395,9
12,1%	332,8	338,4	344,3	350,4	356,9	363,7	370,9	378,5	386,5	394,9	403,9
12,3%	338,9	344,7	350,7	357,1	363,7	370,7	378,1	385,8	394,0	402,7	411,9
12,5%	345,1	351,0	357,2	363,7	370,5	377,7	385,2	393,2	401,6	410,5	419,9
12,7%	351,3	357,3	363,7	370,3	377,3	384,6	392,4	400,5	409,1	418,2	427,9

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 13: Analiza občutljivosti delnice podjetja Suzlon na spremembo EBITDA marže in WACC po letu 2015 (v RS)

WACC po letu 2015 \ EBITDA marža po letu 2015	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
9,9%	265,1	285,7	306,3	326,9	347,5	368,1	388,7	409,3	429,8	450,4	471,0
10,1%	260,0	280,0	300,0	319,9	339,9	359,9	379,9	399,9	419,9	439,9	459,8
10,3%	255,2	274,6	294,0	313,4	332,8	352,2	371,6	391,0	410,5	429,9	449,3
10,5%	250,6	269,5	288,4	307,2	326,1	345,0	363,8	382,7	401,6	420,4	439,3
10,7%	246,3	264,7	283,0	301,4	319,7	338,1	356,5	374,8	393,2	411,5	429,9
10,9%	242,2	260,1	278,0	295,9	313,7	331,6	349,5	367,4	385,2	403,1	421,0
11,1%	238,4	255,8	273,2	290,6	308,0	325,4	342,9	360,3	377,7	395,1	412,5
11,3%	234,7	251,7	268,7	285,6	302,6	319,6	336,6	353,5	370,5	387,5	404,5
11,5%	231,2	247,8	264,3	280,9	297,5	314,0	330,6	347,1	363,7	380,3	396,8
11,7%	227,9	244,1	260,2	276,4	292,6	308,7	324,9	341,0	357,2	373,4	389,5
11,9%	224,7	240,5	256,3	272,1	287,9	303,7	319,4	335,2	351,0	366,8	382,6
12,1%	221,7	237,1	252,6	268,0	283,4	298,8	314,3	329,7	345,1	360,5	376,0
12,3%	218,8	233,9	249,0	264,1	279,2	294,2	309,3	324,4	339,5	354,6	369,6
12,5%	216,1	230,8	245,6	260,3	275,1	289,8	304,6	319,3	334,1	348,8	363,6

Vir: Lastni izračuni.