

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VREDNOTENJE DRUŽBE GORENJE D.D.

Ljubljana, februar 2010

JUŠ MEDIČ

IZJAVA

Študent **JUŠ MEDIČ** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **dr. SERGEJE SLAPNIČAR** in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 PREDSTAVITEV SKUPINE GORENJE.....	2
2 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA.....	3
2.1 GOSPODARSKA GIBANJA V EVROPI IN SVETU.....	3
2.2 GOSPODARSKA GIBANJA V SLOVENIJI.....	5
3 METODE VREDNOTENJA.....	6
3.1 DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL.....	6
3.2 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV.....	7
3.2.1 <i>Sedanja vrednost bodočih denarnih tokov</i>	7
3.2.2 <i>Preostala vrednost</i>	8
3.2.3 <i>Diskontna stopnja</i>	8
3.3 METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ.....	11
4 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE GORENJA.....	12
4.1 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA PO METODI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV.....	13
4.1.1 <i>Napovedi za ocenjevano obdobje</i>	13
4.1.2 <i>Določitev diskontne stopnje</i>	14
4.1.3 <i>Izračun vrednosti</i>	16
4.2 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA PO DIVIDENDNO DISKONTNI METODI.....	18
4.3 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA PO METODI PRIMERLJIVIH PODJETIJ.....	19
4.3.1 <i>Predstavitev primerljivih podjetij</i>	19
4.3.2 <i>Izbira kazalnikov za vrednotenje</i>	20
5 KONČNA OCENA VREDNOSTI.....	22
SKLEP.....	23
LITERATURA IN VIRI.....	24
PRILOGE	

KAZALO TABEL

TABELA 1: DESET NAJVEČJIH DELNIČARJEV GORENJA	3
TABELA 2: NAPOVED GOSP. RASTI V NAJPOMEMBNEJŠIH ZUNANJETRGOVINSKIH PARTNERICAH SLOVENIJE (v %).....	4
TABELA 3: MAKROEKONOMSKIKAZALCI IN NAPOVEDI ZA SLOVENIJO	5
TABELA 4: IZRAČUN TEHTANEGA POVPREČJA STROŠKOV KAPITALA (WACC).....	15
TABELA 5: DISKONTIRANI DENARNI TOKOVI	16
TABELA 6: OCENA VREDNOSTI DELNICE SKUPINE GORENJE NA DAN 31.12.2008	17
TABELA 7: ANALIZA OBČUTLJIVOSTI.....	17
TABELA 8: NAPOVED DIVIDEND DRUŽBE GORENJE	18
TABELA 9: IZRAČUN VREDNOSTI DELNICE PO DIVIDENDNO DISKONTNI METODI	19
TABELA 10: IZBRANI KAZALNIKI SKUPINE GORENJE V PRIMERJAVI Z PRIMERLJIVIMI PODJETJI IZ TUJINE.....	21
TABELA 11: APLIKACIJA TRŽNIH KAZALNIKOV PRIMERLJIVIH PODJETIJ NA POSLOVNE REZULTATE SKUPINE GORENJE	21
TABELA 12: IZRAČUN OCENE KONČNE VREDNOSTI DELNICE DRUŽBE GORENJE, D.D. (v EUR)	22

UVOD

Vrednotenje oziroma ocenjevanje vrednosti nekega podjetja, delnice podjetja ali dela podjetja je ocenjevanje vrednosti na podlagi preteklih finančnih podatkov s pomočjo različnih metod vrednotenja. Ker se za vrednotenje uporabljajo pretekli finančni podatki in prihodnje napovedi, ne moremo oceniti ali je naša napoved prava in ali je katera druga napoved kakega drugega analitika bolj pravilna. Pravilnost cenitve se pokaže šele v prihodnosti, ko se izkaže cenitev oziroma vrednotenje za pravilno ali napačno.

Namen moje diplomske naloge je bil predstaviti nekaj metod za vrednotenje oziroma ocenjevanje vrednosti in se z njimi bolje spoznati ter jih aplicirati na konkretno podjetje. Za to diplomsko nalogo sem si izbral družbo Gorenje d.d. ter tri največkrat uporabljene metode za vrednotenje. To so metoda diskontiranih denarnih tokov, metoda primerljivih podjetij ter dividendno diskontna metoda.

Cilj diplomske naloge je oceniti vrednost delnice Gorenja d.d. in ugotoviti, ali je cena na trgu precenjena ali podcenjena ter ali se splača nakup delnice ali prodaja.

Na začetku diplomske naloge bom najprej predstavil izbrano podjetje. Nadaljeval bom z predstavitvijo gospodarskih gibanj v Svetu, Evropi in Sloveniji. Sledil bo teoretični del diplomske naloge, ki obravnava različne modele vrednotenja, ki jih bom v nadaljevanju uporabil za ocenjevanje vrednosti. Metode bom uporabil tako, da bom ocenil vrednosti s pomočjo vsakega modela posebej. Posamezne ocene vrednotenja bom s pomočjo uteži pretvoril v skupno končno oceno, ki nam bo pokazala ocenjeno vrednost ene delnice Gorenja d.d.

Cenitev družbe Gorenje d.d. temelji na finančnih podatkih za leto 2008. Ker podatki za leto 2009 še niso na voljo, sem uporabil revidirane finančne podatke za leto 2008 ter nerevidirane polletne rezultate za leto 2009. Ocenjena vrednost delnice je zato primerjana z vrednostjo delnice na dan 27.8.2009, takrat je bila ta cenitev tudi narejena. Delnica je od takrat pridobila na vrednosti. Dne 5.2.2010 je imela delnica Gorenja d.d. vrednost 13,78 EUR.

Na koncu diplomske naloge bom v sklepu povzel celoten potek vrednotenja in podal svoje argumente za nakup ali prodajo delnice Gorenja d.d.

1 PREDSTAVITEV SKUPINE GORENJE

Skupino Gorenje sestavlja krovna družba Gorenje d.d. (v nadaljevanju: Gorenje) ter 90 družb, od katerih jih je 66 v tujini (Nerevidirano polletno poročilo Gorenje d.d. za leto 2009, 2009, str. 15). Gorenje je med največjimi slovenskimi neto izvozniki, saj izvozi kar 90% celotne prodaje. Gorenje je eden izmed osmih največjih proizvajalcev gospodinjskih aparatov v Evropi s 4% tržnim deležom in letno lastno proizvodnjo in prodajo 3,5 milijona velikih gospodinjskih aparatov. Njegovi produkti se prodajajo v več kot 70. državah na vseh celinah, največ pa v Evropi. Delež prodaje pod lastno blagovno znamko znaša 80%. Konsolidirani prihodki od prodaje so v letu 2008 znašali 1,33¹ mrd EUR (Revidirano letno poročilo Gorenje d.d. za leto 2008, 2009, str. 22)

Začetki Gorenja segajo v leto 1950, ko so še izdelovali kmetijske stroje in pridobivali gradbene materiale. Leta 1958 so se preusmerili v proizvodnjo štedilnikov na trda goriva. Sledila je selitev v Velenje, kjer ima podjetje sedež še danes in izgradnja novih lastnih proizvodnih prostorov. Z izgradnjo novih prostorov je sledila razširitev proizvodnje štedilnikov, s katero se je Gorenje usmerilo v panogo bele tehnike. V šestdesetih letih so proizvodnjo razširili še na hladilnike in pralne stroje ter leta 1961 izvozili prvih 200 štedilnikov v Nemčijo. Gorenje se je širilo na nova področja, kot so kuhinjsko pohištvo, keramika, medicinska oprema, telekomunikacije, zabavna elektronika in televizorji. Poslovna filozofija Gorenja se glasi »Vse za dom«.

Gorenje je bilo v sedemdesetih letih razširjeno na skoraj vseh območjih takratne Jugoslavije in je zaposlovalo prek 20.000 ljudi. Takrat je potekala tudi izgradnja lastne distribucijske mreže v Zahodni Evropi. Po propadu Jugoslavije je Gorenje izgubilo velik trg. Sledilo je prestrukturiranje in lastninska preobrazba. Za Gorenje je postala značilna močna izvozna usmerjenost. V devetdesetih letih so ustanovili nova podjetja v Vzhodni Evropi. Gorenje je leta 1997 postalo delniška družba. Za ta leta je značilno uvajanje okoljevarstvenih in tehnoloških standardov in vračanje na trge nekdanje Jugoslavije.

Leto 2006 je bilo leto številnih nagrad za Gorenje, kot tudi predstavitev nove linije Gorenje Pininfarina, Gorenje Swarovski in naznanitev sodelovanja z top designerjem Ora Īto-m. Leto 2007 je Gorenje uspešno zaključilo 15% dokapitalizacijo in se uvrstilo med Prvo kotacijo na Ljubljanski borzi.

Leto 2008 je pomembno zaznamovalo zgodovino Gorenja. V ospredju je bila vsekakor recesija v gospodarstvu in upad naročil, ki se je pričel v zadnjem četrtletju. Najpomembnejši dogodek se je zgodil junija 2008, ko je Gorenje prevzelo nizozemskega ponudnika gospodinjskih aparatov Atag (Revidirano letno poročilo Gorenje d.d. za leto 2008, 2009, str.

¹ Konsolidirani prihodki od prodaje vključno z prihodki od prodaje od ATAGa, ki je del skupine Gorenje od 1.7.2008

7). Predstavili so tudi dve nove design linije in sicer Gorenje Pininfarina Black in Gorenje Ora Ito Black. Gorenje je predstavilo tudi inovativni hladilnik »Made for Ipod«.

Dejavnost Gorenja je razdeljena na tri poslovna področja in sicer Gospodinjski aparati, Notranja oprema ter Trgovina in storitve.

V nadaljevanju je navedenih 10 največjih delničarjev Gorenja ob koncu leta 2008 in njihov delež.

Tabela 1: Deset največjih delničarjev Gorenja

Deset največjih delničarjev	31.12.2008	%
KAPITALSKA DRUŽBA, D.D.	3.534.615	25,1933%
HOME PRODUCTS EUROPE B.V.	1.070.000	7,6265%
INGOR, d.o.o., & co. k.d.	782.056	5,5742%
KD GALILEO, VZAJEMNI SKLAD	564.984	4,0270%
RAIFFEISEN ZENTRALBANK OSTERREICH AG	523.199	3,7291%
PROBANKA d.d.	412.276	2,9385%
EECF AG	406.727	2,8990%
KD ID, delniška ID, d.d.	333.957	2,3803%
DELNIŠKI VZAJEMNI SKLAD TRIGLAV STEBER	316.613	2,2567%
KD RASTKO, DELNIŠKI VZAJEMNI SKLAD	232.593	1,6578%
SKUPAJ DESET NAJVEČJIH DELNIČARJEV:	8.177.020	58,2824%
OSTALI DELNIČARJI	5.852.980	41,7176%
SKUPAJ	14.030.000	100%

Vir: Revidirano letno poročilo Gorenje d.d. za leto 2008, str. 36.

Deset največjih delničarjev je imelo konec leta 2008 v lasti 8.177.020 delnic oziroma 58,2824 odstotka vrednosti celotnega kapitala družbe. Na prvi dan leta 2008 je imela družba 1.183.342 lastnih delnic, od katerih jih je 1.070.000 odsvojila dne 26.6.2008 po ceni 36,83 EUR za delnico ali skupno 39.408.100 EUR v korist družbe Home Products Europe B.V. z Nizozemske, oziroma je bil z njimi plačan del kupnine za nakup nizozemske družbe ATAG Europe B.V. (Revidirano letno poročilo Gorenje d.d. za leto 2008, 2009, str. 36).

2 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA

2.1 GOSPODARSKA GIBANJA V EVROPI IN SVETU

V letu 2008 se je tako svetovna gospodarska rast, kot tudi gospodarska rast v območju evra in v celotni EU precej upočasnila. Po podatkih Mednarodnega denarnega sklada (IMF) je bila svetovna gospodarska rast v letu 2008 2,2%. V območju evra je bila rast 0,8%, v celotni EU pa 0,9%. K negativnemu obratu rasti sta dodatno prispevala visoka rast cene nafte in primarnih (kmetijskih) surovin ter začetek gospodarske krize. Rast se je zmanjšala tudi zaradi

posledic finančne krize, ki se je preko zaostrenih posojilnih pogojev, dražjih posojil ter padca zaupanja med gospodarskimi subjekti, prenesla na druge sektorje gospodarstva.

Za leto 2009 je Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) napovedala upad svetovne gospodarske rasti za 2,75 % ter upad obsega svetovne trgovine med 10 in 15 %. Gospodarska rast naj bi se v EU, po napovedih OECD, začela ponovno krepiti od druge polovice leta 2009.

Inflacijski pritiski v EU se hitro zmanjšujejo. Po podatkih Eurostata je decembra 2008 znašala 2,2 %, v evro območju 1,6 %. Zaradi nižanja cen blaga, povečevanja brezposelnosti in padca BDP, se bodo tudi v letu 2009 inflacijski pritiski zmanjševali.

Na svetovnem trgu surove nafte je cena za 159-litrski sod, na začetku leta 2008 znašala okrog 100 USD, konec leta pa manj kot 40 USD. V začetkuleta 2009 so se cene gibale okoli 40 USD in so bile dokaj stabilne. Cena za sod pa je v poletnih mesecih 2009 precej narasla in se giblje že okoli 70 USD za sod.

Tečaj evra je decembra 2008 pridobil na vrednosti. V letnem povprečju je znašal 1,47 dolarja za evro, kar je za 7,3 % več kot leta 2007. ECB je svojo ključno obrestno mero s 4,25 % v novembru 2008 znižala decembra na 2,5 %, marca 2009 pa na 1,5 %.

Tabela 2: Napoved gosp. rasti v najpomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah Slovenije (v %)

Država	2007	2008	2009(n) ²	2010(n)	2010(n)
EU	2,9	0,9	-3,9	-0,3	1,9
Območje EU	2,7	0,8	-4,1	-0,3	1,8
Nemčija	2,5	1,3	-5,1	0,1	1,6
Italija	1,5	-1,0	-4,2	-0,4	1,2
Avstrija	3,1	1,8	-3,5	-0,3	1,8
Francija	2,2	0,7	-3,3	0,0	1,7
V. Britanija	3,1	0,7	-3,5	-0,2	2,1
Češka	6,5	3,5	-1,8	1,7	3,8
Madžarska	1,3	0,5	-4,0	0,7	3,0
Poljska	6,5	5,4	0,2	2,3	3,8
Hrvaška	5,6	2,2	-3,0	1,0	4,0
BIH	6,0	5,6	-2,0	-1,0	0,0
Srbija	7,5	5,6	-3,0	0,0	2,0
Makedonija	5,1	4,6	-2,0	0,0	2,0
ZDA	2,0	1,1	-4,0	0,0	3,3
Rusija	8,1	5,6	-4,0	2,5	4,6

Vir: UMAR, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, str. 17.

Družba Gorenje večino svoje proizvodnje izvozi, zato moramo pogledati tudi kako se povezujejo BDP v zunanjetrgovinskih partnericah Slovenije in prihodki od prodaje omenjene družbe. Leta 2007 je bila gospodarska rast še visoka, kar lahko pri obravnavani družbi opazimo po visoki rasti prihodkov v letu 2007. Že naslednje leto se je v večini držav, v katere

² (n) pomeni napoved

Gorenje izvaža, rast zelo upočasnila. Navedeno se odraža na prihodkih od prodaje, ki so znašali le 2,88 %³ več kot v letu 2007. Prav tako se v prodaji kaže trenutno stanje na trgu in uresničuje napovedi o padcu.

Gorenje prav sedaj, ko na trgu veljajo težki časi, išče nove priložnosti in nove trge, na katerih bi se lahko uveljavilo. V takih časih se to lahko izkaže za dobro potezo, saj si s tem zagotovijo nove posle za prihodnost. Tako je Gorenje nedavno sklenilo sodelovanje z največjim regijskim distributerjem za belo tehniko, zabavno elektroniko in mobilne aparate na Bližnjem vzodu Jumbo Electronics. Ta posel predstavlja 20 do 25 % prodaje Gorenja v tej regiji. Za Gorenje je ta regija zelo perspektivna, saj na tem območju živi okoli 300 milijonov prebivalcev. V regiji pa se vsako leto poveča prodaja izdelkov višjega cenovnega razreda in dizajnerskih linij. Prav tako si Gorenje prizadeva prodreti z njihovimi najdražjimi produkti na Kitajski trg. Na Kitajskem je njihova strategija prodaja dražjih izdelkov in dizajnerskih linij bogatim v mestih. (Matejčič K., Petrov S., Finance 2009)

2.2 GOSPODARSKA GIBANJA V SLOVENIJI

V Sloveniji se je gospodarska rast v letu 2008 občutno upočasnila in je znašala 3,5 %. Predvidena gospodarska rast za leto 2009 je negativna in sicer -4 % za 2010 pa 1%, kar je posledica močno oslABLJENE izvozne in investicijske dejavnosti.

Tabela 3: Makroekonomskikazalci in napovedi za Slovenijo

Makroekonomski kazalci	2007	2008	2009(n)	2010(n)	2011(n)
BDP (rast v %)	6,1	3,5	-4,0	1,0	2,7
Rast cen življenskih potrebščin (rast v %)	5,6	2,1	1,4	2,2	3,0
Zaposlenost po SNA (rast v %)	2,7	2,9	-5,4	-1,7	-0,4
Stopnja registrirane brezposelnosti (v %)	7,7	6,7	8,9	10,3	10,2
Stopnja brezposelnosti - ILO (v %)	4,9	4,4	6,0	7,0	7,0
Produktivnost (BDP na zaposlenega - rast v %)	3,3	0,6	1,5	2,8	3,1
Bruto plača na zaposlenega (rast v %)	2,2	2,5	2,2	2,6	1,6
Izvoz proizvodov in storitev (rast v %)	13,0	3,3	-8,6	1,7	5,4
Uvoz proizvodov in storitev (rast v %)	14,1	3,5	-10,3	1,6	5,2
Investicije v osnovna sredstva (rast v %)	17,2	6,2	-12,0	1,0	4,0

Vir: UMAR Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, str. 5 in 2008, str. 6.

Rast izvoza v letu 2008 je znašala samo 3,3 % v primerjavi s 13 % leta 2007, to pa je predvsem posledica upada tujega povpraševanja v avtomobilski industriji. Predvidena je tudi nižja rast izvoza v nove države članice EU, v države nekdanje Jugoslavije in v Rusko federacijo. Predvidena je upočasnitev rasti izvoza storitev transporta in turizma. Opaziti je tudi negativne vplive na domačo investicijsko dejavnost, predvsem v industriji.

³ Za leto 2008 so v konsolidiranem izkazu poslovnega izida upoštevani tudi prihodki družbe ATAG, ki je del Skupine Gorenje od 1.7.2008. Prihodki od prodaje bi bili brez ATAG-a leta 2008 nižji kot v letu 2007

Nedavno je v anketi v zvezi z gospodarsko krizo sodelovalo dvajset slovenskih podjetij, ki največ prispevajo v delež BDP ter še nekatera druga podjetja iz panog, ki jih je gospodarska kriza najbolj prizadela. V anketi je sodelovala tudi družba Gorenje, ki je menila, da bi lahko država sodelovala in delno prevzela tveganja za izvozne posle ali subvencionirala izvoz na nove neevropske trge, ki so obetavni ampak hkrati tudi tvegani. S tem bi, po mnenju Gorenja, povečali konkurenčnost domačih podjetij na teh trgih, utrdili tržni položaj ter povečali tržne deleže (Lipnik et al., 2009).

Inflacija je konec leta 2008 znašala 2,2 % ter v povprečju 5,7 %. Predvidena inflacija za leto 2009 je 1,4 %. Za leto 2010 je pričakovana inflacija 2,2 %. Upoštevanje inflacije in njeno napovedovanje v prihodnosti je za podjetje ključnega pomena pri načrtovanju proizvodnje in pri določanju sredstev za investiranje. Visoka inflacija ima namreč zaviralni učinek na razvoj, tako na celotno gospodarstvo, kot posamezno podjetje.

Visoka rast BDP v Sloveniji v letu 2007 (6,1 %) se je odražala tudi v visoki rasti prihodkov od prodaje pri Gorenju, kjer so zabeležili 16,42 % rast prihodkov glede na leto 2006. Korelacijo lahko opazimo tudi, če si pogledamo tabelo 2, ki predstavlja gospodarsko rast v najpomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah Slovenije. V vseh državah, kjer so se prodajali izdelki Gorenja, je bila visoka gospodarska rast. Enako povezanost lahko sklepamo za leto 2008, ko se je gospodarska rast občutno upočasnila in zdrsnila na 3,5 % letno rast. Gorenjevi prihodki od prodaje so leta 2008 zrasli le za 2,88 % glede na leto 2007. Korelacijo opazim tudi pri rasti izvoza proizvodov in storitev v povezavi z prihodki Gorenja. Tako je bila rast (izvoza proizvodov in storitev) v Sloveniji leta 2007 kar 13 % glede na leto 2006, leta 2008 pa samo še 3,3 % glede na leto 2007. Za leto 2009 je napovedan padec BDP za 4 % ter padec izvoza za 8,6 %, zato sem v moji napovedi (v prilogi 3) napovedal padec prihodkov od prodaje za leto 2009. Kot pa sem že omenil, je pri napovedih pametno pogledati stanje gospodarskih gibanj v EU in po svetu, kako korelirajo BDP ter prodaja, kajti družba Gorenje veliko večino svoje proizvodnje izvozi. Sklepam, da obstaja povezava med rastjo oziroma padcem BDP ter izvozom, v primerjavi z prihodki od prodaje preučevane družbe.

3 METODE VREDNOTENJA

3.1 DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL

Najbolj preprost model vrednotenja je dividendno diskontni model. Predpostavlja, da ko kupimo delnico podjetja, s katero se prosto trguje na trgu vrednostnih papirjev, jo tudi obdržimo. Dividenda, katero dobimo od takega vrednostnega papirja, za nas predstavlja edini denarni tok podjetja, ki ga bomo prejeli. Se pravi, da je vrednost delnice vsota sedanje vrednosti vseh dividend v prihodnosti.

Napoved dividend za prihodnost je lahko zelo zahtevno in hitro lahko privede do zelo napačnih končnih rezultatov vrednotenja. Pri napovedi dividend moramo biti zato zelo previdni. Ta model ni vedno primeren za vrednotenje. Ker imajo lastniki oziroma delničarji pri glasovanju ter uprava pri predlaganju višine dividend veliko vlogo, tega težko napovemo kakšna bo dividenda. Dividende so odvisne tudi od tega, koliko čistega dobička družba nameni za izplačilo dividend in pa kakšen čisti dobiček je družba dosegla. Model pa se lahko izkaže za dokaj natančnega, zato se ga še vedno uporablja v praksi. Iz tega modela se je namreč kasneje razvila metoda prostih denarnih tokov.

Obstaja več variacij dividendno diskontnega modela. Ena izmed njih je Gordonov model, ki upošteva stalno stabilno rast dividend (Damodaran, 2001b, str. 2).

$$Vrednost\ delnice = \frac{DPS_1}{k_e - g} \tag{1}$$

Kjer je:

DPS_1 pričakovana dividenda čez eno leto,
 k_e pričakovana stopnja donosa za investitorje,
 g stopnja rasti dividende v neskončnost.

3.2 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Največkrat uporabljena metoda vrednotenja, je prav metoda diskontiranih denarnih tokov. Pri tej metodi vrednotenja je vrednost kapitala enaka ustvarjenim denarnim tokovom, ki se jih diskontira po stopnjah, ki odražajo tveganje denarnih tokov (Damodaran, 2001a, str. 3).

Prosti denarni tok dobimo tako, da dobiček iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT – *ang. Earnings before interest and taxes*) zmanjšamo za prilagojeni davek na dobiček ter prištejemo vse odložene davke. Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je čisti dobiček iz poslovanja po davkih (v nadaljevanju NOPLAT – *ang. Net operating profit less adjusted taxes*). Potem od NOPLAT-a odštejemo vse investicije, ki jih ima podjetje in tako dobimo prosti denarni tok podjetja.

3.2.1 Sedanja vrednost bodočih denarnih tokov

Vrednost sredstev ali vrednost podjetja je sedanja vrednost pričakujočih prihodnjih denarnih tokov v nekem obdobju. Sedanja vrednost se izračuna kot vsoto čistih denarnih tokov v

nekem določenem obdobju, ki jih diskontiramo z zahtevano stopnjo donosa. Osnovna formula za izračun sedanje vrednosti je sledeča (Brigham et al., 2004, str.4):

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{NDT_t}{(1+d)^t} = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n} \quad (2)$$

Kjer je:

PV	sedanja vrednost,
NDT_n	čisti denarni tok v obdobju od 1 do n ,
d	diskontna stopnja,
n	število let napovedi.

3.2.2 Preostala vrednost

Ker predpostavljamo, da bo podjetje poslovalo tudi po preteku proučevanega obdobja, je potrebno tudi za naslednja obdobja izračunati sedanjo vrednost, ki pa jo dobimo z izračunom preostale vrednosti (*ang. Terminal Value*). V praksi je bila razvita preprosta formula za izračun preostale vrednosti, ki olajša napovedovanje denarnih tokov v zelo oddaljeni prihodnosti podjetja in izhaja iz modela enakomerne rasti dividend (Damodaran, 2001c, str. 19).

$$TV = \frac{FCF_{n+1}}{k_e - g_n} \quad (3)$$

Kjer je:

TV	preostala vrednost,
FCF	prosti denarni tok v prvem letu po eksplicitnem obdobju,
g_n	rast prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu,
k_e	strošek lastniškega kapitala.

3.2.3 Diskontna stopnja

Diskontna stopnja oziroma zahtevana stopnja donosa je stopnja donosa, s katero se pretvori prihodnje denarne tokove na sedanjo vrednost in predstavlja celotni strošek kapitala. Za celotni strošek kapitala moramo izračunati stroške dolga in stroške kapitala, pri tem pa se

vsakemu od omenjenih stroškov nameni različno utež, ki je odvisna od finančne strukture podjetja. Celoten strošek kapitala je imenovan tehtano aritmetično povprečje stroškov lastniškega kapitala (v nadaljevanju WACC; *ang. Weighted average cost of capital*). (Copeland et al., 2000, str. 202)

WACC izračunavamo po naslednji formuli (Copeland et al., 2000, str. 248):

$$WACC = k_D(1-t)\frac{D}{V} + k_S\frac{E}{V} \quad (4)$$

Kjer je:

k_D	strošek dolga,
k_S	strošek lastniškega kapitala,
t	davčna stopnja podjetja,
V	vrednost celotnega kapitala podjetja,
D	vrednost dolga podjetja,
E	vrednost lastniškega kapitala podjetja.

Prosti denarni tok se pri vrednotenju, ki pripada dolžniškim upnikom podjetja in lastnikom, diskontira z tehtanim povprečjem stroškov kapitala (WACC). To pa zahteva ločen izračun stroška lastniškega kapitala in stroška dolga.

Strošek dolga računamo po sledečem modelu:

$$k_D = r_{POVP} \times (1-t) \quad (5)$$

Kjer je:

k_D	strošek dolga podjetja,
r_{POVP}	povprečna obrestna mera podjetja,
t	efektivna davčna stopnja podjetja.

Strošek lastniškega kapitala je po modelu **CAPM** (*ang. Capital asset pricing model*) izračunan na sledeč način (Evans et al., 2001, str. 125):

$$k_S = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (6)$$

Kjer je:

k_S	ocena zahtevane stopnje donosa lastniške naložbe,
r_f	pričakovana realna dolgoročna stopnja donosa v netvegano naložbo (netvegana stopnja donosa),
r_m	stopnja donosa lastniškega kapitala (pričakovana donosnost tržnega premoženja),
β	mera za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja (beta).

Zahtevana stopnja donosa delnic, po modelu CAPM, je enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za sistematično tveganje te naložbe (Copeland et al., 2000, str. 215). Vlagatelji se lahko izognejo samo nesistematičnemu tveganju in sicer z razpršitvijo svojih naložb, sistematičnemu tveganju pa se ne morejo.

r_f – **Netvegano stopnjo donosa** ponavadi izrazimo s stopnjo donosa dolgoročnih državnih obveznic. Dolgoročne državne obveznice izberemo zato, ker so visoko likvidne in ni nevarnosti za izostanek plačil ter vključujejo premijo za časovni horizont.

$(r_m - r_f)$ – Tržna premija za tveganje, katero zahtevajo vlagatelji za vlaganje v lastniški kapital.

Koeficient beta izraža mero sistematičnega tveganja. Kot sem že omenil, se vlagatelji temu tveganju ne morejo izogniti niti z razpršitvijo svojih naložb. Če je beta višja od 1, potem je vlaganje v kapital podjetja bolj tvegano, kot v povprečno podjetje in obratno, če je beta manjši od 1. Podatki za sistematično tveganje, ki so objavljeni v javnih virih (beta z zadolžitvijo, ang. *Levered beta*) že vključujejo zadolženost podjetja ali panoge. Beto brez ocene vpliva zadolženosti pa lahko izračunamo po formuli:

$$\beta_u = \frac{B_l}{1 + (1 - t)(W_d / W_e)}$$

(7)

Kjer je:

β_u	beta brez zadolženosti (ang. <i>Unlevered beta</i>)
β_l	beta z zadolženostjo (ang. <i>Levered beta</i>)
t	davčna stopnja
W_d	odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala
W_e	odstotek lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala

Kot sem omenil, so podjetja poleg sistematičnemu tveganju, izpostavljena tudi nesistematičnim tveganjem, ta tveganja pa nato upoštevamo v diskontni stopnji tako, da zahatevani stopnji donosa prištejemo oz. dodamo premijo za tveganje majhnega podjetja, deželno tveganje in ostala nesistematična tveganja.

3.3 METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ

Metoda primerljivih podjetij je uporabna, kadar je na voljo dovolj primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi in se z njimi redno trguje. Najbolj pomembna pri tej metodi je izbira primerljivih podjetij, ki morajo biti v isti panogi, torej imajo podobne proizvode in se morajo pretežno ukvarjati z isto dejavnostjo kot ocenjevano podjetje. Za ta podjetja morajo biti na razpolago vsi finančni podatki, ki se potrebujejo za izračun mnogokratnikov, ki se bodo potrebovali v vrednotenju. Kot merilo izbora podjetja igra tudi vloga velikosti podjetja oz. njegova vrednost na borznem trgu. Kadar vrednotimo slovenska podjetja po tej metodi, pa po navadi to merilo velikosti zanemarimo, saj drugače ne bi imeli za primerjavo nobenega podjetja, ker je večina podjetij v panogi veliko večjih.

Kadar vrednotimo po metodi primerljivih podjetij, imamo na razpolago veliko mnogokratnikov, med katerimi lahko izbiramo. Med najpogosteje uporabljenimi so naslednji:

P/E-kazalec- mnogokratnik čistega dobička je najpogosteje uporabljen kazalnik, ki pa pokaže razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico, oziroma razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja in dobičkom podjetja. P/E kazalnik se uvršča med mnogokratnike lastniškega kapitala (Kleindienst, 2001, str. 295).

$$P/E = \text{tržna cena delnice} / \text{čisti dobiček na delnico} \quad (8)$$

P/S-kazalec - mnogokratnik prodaje nam pokaže razmerje med tržno kapitalizacijo in prihodki podjetja.

$$P/S = \text{tržna kapitalizacija}^4 / \text{prihodki podjetja} = \text{tržna cena delnice} / \text{prihodki na delnico} \quad (9)$$

P/B-kazalec- mnogokratnik knjigovodske vrednosti (*ang. Price to Book value*) pokaže razmerje med ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice.

$$P/B = \text{tržna cena delnice} / \text{knjigovodska vrednost delnice}^5 \quad (10)$$

⁴ Tržna kapitalizacija = število delnic (brez lastnih delnic) x vrednost delnice

⁵ Knjigovodska vrednost delnice = lastniški kapital / število navadnih delnic

EV/EBITDA-kazalec- ta kazalec sodi med mnogokratnike celotnega kapitala. Tržna vrednost podjetja (EV - celotni kapital) glede na dobiček iz poslovanja, povečan za amortizacijo (EBITDA).

$$EV/EBITDA = \frac{(tržna\ kapitalizacija + tržna\ vrednost\ dolga^6 - likvidna\ finančna\ sredstva^7)}{(dobiček\ iz\ poslovanja + amortizacija)}$$

(11)

EV/SALES - kazalec - ta kazalec nam pokaže razmerje med vrednostjo podjetja in njegovo vrednostjo prodaje. Ta kazalec je podoben kazalcu P/S, le da je malo razširjen in poleg tržne kapitalizacije prištejemo še tržno vrednost dolga in odštejemo likvidna finančna sredstva.

$$EV/SALES = \frac{(tržna\ kapitalizacija + tržna\ vrednost\ dolga - likvidna\ finančna\ sredstva)}{prihodki}$$

(12)

4 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE GORENJA

Namen vrednotenja delnice Gorenje je oceniti vrednost delnice na dan 31.12.2008.

Za vrednotenje delnice Gorenja sem uporabil naslednje metode vrednotenja:

- Metodo prostih denarnih tokov
- Dividendno diskontni model
- Metodo primerljivih podjetij, ki nastopajo na trgih EU in Vzhodne Evrope

Za ocenitev vrednosti sem uporabil javno dostopne podatke iz letnih poročil ter polletnega nerevidiranega poročila za leto 2009 in iz podatkov, ki so prosto dostopni na internetu.

Ker za nobeno metodo ne moremo reči, da je popolna in odraža pravo vrednost, bom na koncu končno oceno vrednosti izračunal na podlagi vseh uporabljenih vrednotenj s pomočjo uteži oz. ponderjev.

⁶ Tržna vrednost dolga = dolgoročne finančne obveznosti + kratkoročne finančne obveznosti

⁷ Likvidna finančna sredstva = kratkoročne finančne naložbe + denarna sredstva na računu

4.1 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA PO METODI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Za potrebe vrednotenja po metodi diskontiranih denarnih tokov je potrebno narediti določene izračune. Narediti je potrebno napoved poslovnega izida ter napoved bilance stanja. Izračunati je potrebno denarne tokove in jih s pomočjo diskontne stopnje pretvoriti v sedanje vrednosti. Prav tako moramo izračunati še preostalo vrednost podjetja, ker pričakujemo, da bo podjetje še vedno poslovalo po preteku proučevanega obdobja. Za izračun diskontne stopnje je potrebno določiti tržna tveganja, deželna tveganja, strošek kapitala ter preostale kazalnike in pokazatelje, ki sem jih že navedel v teoretičnem delu vrednotenja, po metodi prostih denarnih tokov.

4.1.1 Napovedi za ocenjevano obdobje

Prihodke od prodaje sem, kot je razvidno iz priloge 3, napovedal glede na trenutne razmere na trgu. Za napoved prihodkov za leto 2009 sem privzel podatke iz polletnega poročila družbe ter izračunal, da se bodo prihodki v letu 2009, glede na leto 2008, zmanjšali za 14,64 %⁸. V tej napovedi so vključeni tudi prihodki ATAG-a, brez njega bi bil padec prihodkov za 20%, glede na leto 2008. Za napoved za leto 2009 sem na koncu vseeno uporabil zmanjšanje prihodkov za 14,64 %, glede na leto 2008, ker so tudi v končnem izkazu poslovnega izida za leto 2008 upoštevani prihodki ATAG-a⁹. Vendar pa se pričakuje izboljšanje za leto 2010, ko naj bi se rast prihodkov vrnila na raven povprečja zadnjih treh let pred krizo in sicer na 9,60 %. Za naprej sem rast po letih linearno znižal do leta 2014, ko se bo rast ustalila pri 4%.

Stroški blaga, materiala in storitev so napovedani v odvisnosti od kosmatega donosa. Za leto 2009 je upoštevana vrednost 78,85 % od kosmatega donosa, kar je privzeto po polletnem poročilu, za prihodnja leta pa je upoštevano 76,75 % od kosmatega donosa, kar je enako povprečju zadnjih treh let pred krizo. Dinamika gibanja stroškov blaga, materiala in storitev ni v celoti sledila znižanju kosmatega donosa iz poslovanja in prihodkov od prodaje, kar je predvsem posledica prestrukturiranja prodajnega asortimana (višjega deleža prodaje cenovno nizko umeščenih izdelkov) (Nerevidirano polletno poročilo za leto 2009. 2009, str. 22).

Stroške dela sem napovedoval glede na odstotek v kosmatem donosu. Za leto 2009 je za stroške dela napovedano 18 % od kosmatega donosa, potem pa se stroški dela, gledamo procentualno od kosmatega donosa, zmanjšajo linearno v treh letih na 16,53 %, kolikor je bilo povprečje treh let pred krizo.

⁸ Ker se ne pričakuje izboljšanja pri prodaji, sem prihodke od prodaje z dne 30.6.2009 pretvoril na celotno leto 2009, ter tako dobil 14,67 % padec prihodkov od prodaje glede na leto 2008

⁹ Nizozemska družba ATAG je v skupino vključena od 1.7.2008 dalje

Druge poslovne prihodke in odhodke sem prav tako napovedal v odvisnosti od kosmatega donosa, kjer sem si za leto 2009 pomagal z polletnimi rezultati družbe. Za leto 2009 sem za druge poslovne prihodke upošteval 2,4 % od kosmatega donosa (tu so vštete tudi subvencije države pri uvedbi krajšega delovnega urnika; zato so drugi poslovni prihodki v odvisnosti od kosmatega donosa višji kot v preteklih letih). Za leto 2010 sem za druge poslovne prihodke upošteval 2,2 % od kosmatega donosa ter za prihodnja leta 2 %, kot je bilo stanje zadnji dve leti pred krizo. Za druge poslovne odhodke pa sem upošteval 1,4 % od kosmatega donosa, kar je bilo tudi povprečje pred krizo in tudi v polletnem poročilu ni zaznati večjih sprememb.

Investicije v osnovna sredstva so v treh letih pred krizo rasle v povprečju 5,5 % na leto. Za napoved sem upošteval, da bo v letu 2009 rast investicij v osnovna sredstva 3 %, v naslednjih letih pa se bo rast ustalila pri 4 % letno.

Investicije v obratna sredstva sem napovedal glede na kosmati donos. Za leto 2009 naj bi znašale investicije v obratna sredstva 20 % glede na kosmati donos, kar kaže tudi polletno poročilo, v naslednjih letih pa naj bi se ustalile pri povprečju zadnjih treh let pred krizo in sicer pri 18 % glede na kosmati donos.

Nabavno vrednost prodanega blaga sem napovedoval v odvisnosti od prihodkov od prodaje in sicer za leto 2009 sem upošteval 14 % vrednosti načrtovanih prihodkov od prodaje (razmerje v polletju 2009 je bilo 13,5 %) ter 18 % za naslednja leta, kolikor je bilo tudi povprečje v zadnjih treh letih pred krizo.

4.1.2 Določitev diskontne stopnje

Z diskontno stopnjo bom v nadaljevanju diskontiral proste denarne tokove v prihodnosti. Diskontno stopnjo sem določil z uporabo različnih prosto dostopnih podatkov in z lastnimi izračuni.

STROŠEK DOLGA

Strošek dolga znaša **3,6 %**. Ta izračun temelji na lastnih izračunih in na podatkih iz letnega poročila podjetja, iz katerega je razvidno, kakšni so stroški dolga v podjetju. Strošek dolga je nato izračunan po formuli (5).

STROŠEK LASTNIŠKEGA KAPITALA

Neutežena beta¹⁰ je bila povzeta po podatkih internetne strani Damodaran Online. Izbral sem neuteženo beto za Evropska podjetja v panogi »Household Appliances«. Neutežena beta za to področje je **0,67**.

Uteženo beto sem naknadno izračunal z pomočjo formule (7), katero sem obrnil tako, da sem računal uteženo beto. Utežena beta je **1,33**.

Netvegana stopnja donosa znaša 3,64 %. To stopnjo donosa sem dobil tako, da sem poiskal državne obveznice v Evro območju (ECB Online¹¹, dne 27.8.2009) z ročnostjo 10 let. To vrsto obveznic sem izbral zato, ker so visoko likvidne, ustrezajo značaju naložb v lastniški kapital in niso podvržene takšnim nihanjem obrestne mere kot kratkoročne ali srednjeročne obveznice. Zato sem te obveznice izbral za referenčno netvegano stopnjo donosa oz. netvegano obrestno mero.

Pribitek za tržno tveganje¹² sem povzel po Damodaranu in sicer sem uporabil geometrijsko povprečje dolgoročnih obveznic za razvite kapitalske trge za obdobje 1928-2008. Tako sem dobil pribitek za tržno tveganje, ki znaša 5,32 %.

Premijo za državno tveganje¹³ sem prav tako povzel po Damodaranu. Razviti trgi (ZDA) imajo premijo za deželno tveganje 0 %. Države Vzhodne Evrope in Slovenija ne spadajo pod razvite trge, zato znaša deželna premija za to območje 1,5 %.

Za izračun diskontiranih denarnih tokov potrebujemo WACC¹⁴, s katerim diskontiramo proste denarne tokove. Za izračun WACC sem uporabil formulo (4).

Tabela 4: Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC)

WACC	7,29%
Strošek dolga	3,63%
Nominalna obrestna mera	4,5%
Efektivna davčna stopnja	20%
Strošek lastniškega kapitala	12,71%
Netvegana stopnja donosa	3,64%
Tržna premija za tveganje	5,32%
Neutežena beta	0,668972
Utežena beta	1,330677
Premija za državno tveganje	1,50%
Uteži	
D / E	1,23642
Lastniški kapital (E)	44,7%
Finančni dolg (D)	55,3%

¹⁰ Podatek je pridobljen iz dokumenta Total Beta By Industry Sector – [Damodaran Online]

¹¹ ECB Online - Spletne strani evropske centralne banke

¹² Podatek je pridobljen iz dokumenta Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – US [Damodaran Online]

¹³ Podatek je pridobljen iz dokumenta Risk Premiums for Other Markets – [Damodaran Online]

¹⁴ WACC (Weighted average cost of capital) - Tehtano povprečje stroškov kapitala

4.1.3 Izračun vrednosti

Za izračun prostih denarnih tokov so potrebne napovedi podatkov, ki jih potrebujemo za izračun prostih denarnih tokov. Ti podatki so napovedani glede na preteklo rast in glede na trenutne razmere na trgu.

Proste denarne tokove sem izračunal s pomočjo napovedi poslovanja podjetja, kjer sem napovedal bodoče prihodke podjetja in druge posamezne kategorije. Napoved je v prilogi 3.

Dobljene proste denarne tokove je nato potrebno diskontirati z diskontnim faktorjem, ki se določi za vsako leto posebej.

Tabela 5: Diskontirani denarni tokovi

v 000 EUR

Leto	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT¹⁵	-4.017	28.714	38.519	48.260	50.866	52.901	55.017
Davek na dobiček iz poslovanja	-803	5.743	7.704	9.652	10.173	10.580	11.003
Efektivna davčna stopnja	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
NOPAT¹⁶	-3.214	22.971	30.815	38.608	40.693	42.320	44.013
Amortizacija	51.651	53.589	54.444	58.145	61.284	63.736	66.285
Bruto denarni tok	48.438	76.560	85.259	96.753	101.977	106.056	110.298
Investicije v obratna sredstva	26.700	-62.847	14.187	18.315	15.534	12.130	12.615
Investicije v osnovna sredstva	34.078	49.798	53.880	57.543	60.650	63.076	65.599
bruto investicije	60.778	-13.049	68.067	75.858	76.184	75.206	78.214
Prosti denarni tok	-12.340	89.609	17.192	20.895	25.793	30.850	32.084
Diskontni faktor	0,93205	0,86872	0,80969	0,75467	0,70339	0,65560	0,61105
Leta	1,00000	2,00000	3,00000	4,00000	5,00000	6,00000	7,00000
WACC	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%
Diskontirani denarni tok	-11.501	77.845	13.920	15.769	18.142	20.225	19.605

PREOSTALA VREDNOST

Ker predpostavljamo, do bo podjetje poslovalo tudi po preteku proučevanega obdobja, moramo izračunati preostalo vrednost. Izračunamo jo po formuli (3), ki sem jo predstavil v teoretičnem delu preostale vrednosti v tem diplomskem delu.

$$TV = \frac{32.084.000 \times (1 + 0,02)}{(0,0729 - 0,02)} = 618.598.000$$

¹⁵ EBIT - Poslovni izid iz poslovanja

¹⁶ NOPAT - Dobiček iz poslovanja po davkih

Preostala vrednost znaša 618.598.000 EUR. Ta preostala vrednost pa še ni diskontirana, kar pa moramo narediti v naslednjem koraku. Ta znesek diskontiramo z diskontnim faktorjem 0,56953 in tako dobimo sedanjo vrednost preostale vrednosti, ki znaša 352.310.000 EUR.

Za končni izračun vrednosti preučevane družbe je potrebno sešteti sedanjo vrednost preostale vrednosti ter seštevek denarnih tokov od vključno leta 2009 do vključno leta 2015. Temu znesku nato odštejemo neto dolg družbe in dobljen znesek predstavlja ocenjeno vrednost lastniškega kapitala za polno tržni manjšinski lastniški delež. Da dobimo ocenjeno vrednost delnice moramo ta znesek deliti z številom delnic (brez lastnih delnic). Tako dobimo oceno vrednosti delnice. Izračun je prikazan v tabeli spodaj.

Tabela 6: Ocena vrednosti delnice Skupine Gorenje na dan 31.12.2008

	v 000 EUR
Seštevek denarnih tokov 2009-2015	154.005
Preostala vrednost	618.598
Sedanja vrednost preostale vrednosti	352.310
Ocenjena vrednost celotnega kapitala	506.315
Neto dolg	-386.489
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala za polno tržni manjšinski lastniški delež	119.826
Število delnic (brez lastnih delnic)	13.909
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala za polno tržni manjšinski delež na delnico (v EUR)	8,62

Na podlagi analize preteklega poslovanja in na podlagi mojih lastnih napovedi, ki so bile obravnavane v tej diplomski nalogi ter na podlagi metode diskontiranih denarnih tokov, ocenjujem vrednost delnice družbe Gorenje d.d. na dan 31.12.2008 na **8,62 EUR**.

Na oceno vrednosti delnice zelo vpliva zahtevana donosnost lastniškega kapitala (WACC) in pa stopnja rasti v neskončnost. Obe postavki je zelo težko pravilno oceniti. Prav zaradi tega sem naredil še analizo občutljivosti, ki nam pokaže kako se spreminja vrednost delnice ob drugačni rasti ali ob drugačni zahtevani donosnosti lastniškega kapitala:

Tabela 7: Analiza občutljivosti

$k_e \setminus g_n$	1,00%	2,00%	3,00%
6,29%	8,78	14,93	24,82
7,29%	4,38	8,62	14,83
8,29%	1,10	4,20	8,47

Kjer je:

k_e WACC,
 g_n rast.

Kot lahko opazimo iz tabele, se lahko ocena vrednosti delnice zelo spremeni, če se spremeni rast, ali zahtevana donosnost kapitala, ali celo oboje. Ta analiza nam pokaže, kako težko je pravilno oceniti vrednost. Povprečna vrednost ene delnice družbe Gorenje d.d., izračunana s povprečjem vrednosti v analizi občutljivosti, znaša 10,01 EUR.

4.2 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA PO DIVIDENDNO DISKONTNI METODI

Kot sem že omenil v teoretičnem delu, se ocenjevanje vrednosti podjetja po dividendno diskontni metodi ne uporablja tako pogosto kot metodo diskontiranih denarnih tokov (DCF¹⁷ - metodo), vendar pa se lahko izkaže kot zelo zanesljiva metoda.

Pri vrednotenju Skupine Gorenje sem najprej napovedal prihodnje dividende, do vključno leta 2015 ter napovedal rast dividend po izteku tega obdobja. Izračunal sem sedanjo vrednost prihodnjih dividend ter preostalo vrednost dividend. Tako sem dobil vrednost delnice družbe.

Tabela 8: Napoved dividend družbe Gorenje

Leta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dividenda na delnico	0,00	0,00	0,47	0,48	0,50	0,51	0,53
Diskontni faktor	0,8872	0,7872	0,6984	0,6196	0,5497	0,4877	0,4327
Leta	1,00000	2,00000	3,00000	4,00000	5,00000	6,00000	7,00000
Strošek lastniškega kapitala	12,71%	12,71%	12,71%	12,71%	12,71%	12,71%	12,71%
Diskont. dividenda	0,00	0,00	0,33	0,30	0,27	0,25	0,23

Za napoved dividend sem upošteval trenutne razmere na trgu. V letu 2009 so na skupščini Gorenja sprejeli, da se za leto 2008 ne izplača dividend (to je prikazano leta 2009 kot dividenda na delnico, ki je 0). Za leto 2010 pa sem prav tako napovedal, da se dividenda verjetno ne bo izplačala, zaradi zelo slabih rezultatov poslovanja. V letu 2011 sem do dividende 0,47 EUR prišel tako, da sem upošteval razmerje izplačila dividend v preteklosti. Po letu 2011 pa je upoštevana 3 % rast do leta 2015, ter nato 2 % rast.

¹⁷ DCF - ang. *Discounted cash flows* - diskontirani denarni tokovi

Tabela 9: Izračun vrednosti delnice po dividendno diskontni metodi

Sedanja vrednost dividend	1,38
Preostala vrednost dividend	5,14
Sedanja vrednost preostale vrednosti	1,97
Cena na delnico	3,35

Sedanja vrednost dividend je seštevek diskontiranih dividend, od vključno leta 2009 do vključno leta 2015. Za obdobje po letu 2015 je izračunana preostala vrednost in diskontirana z diskontnim faktorjem 0,5695. Za končno oceno vrednosti delnice družbe seštejem sedanjo vrednost dividend ter sedanjo vrednost preostale vrednosti in dobim končno vrednost delnice **3,35 EUR**.

4.3 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA PO METODI PRIMERLJIVIH PODJETIJ

Za vrednotenje po metodi primerljivih podjetij je potrebno najprej izbrati podjetja, ki poslujejo in nastopajo v isti panogi kot preučevano podjetje. Panoga bele tehnike sodi med zrele panoge, za katere je značilna izjemna konkurenčnost. Po raziskavah naj bi se v panogi bele tehnike vrstili prevzemi in strateške združitve, dokler ne bo ostalo le nekaj proizvajalcev, ki bodo zasedali skoraj celoten globalen trg, ostali delež pa bodo zasedala podjetja, ki bodo uspela preživeti. Ta trend se potrjuje tudi v Gorenju, saj so v letu 2008 kupili Nizozemsko podjetje ATAG in s tem pridobili velik trg Beneluksa.

4.3.1 Predstavitev primerljivih podjetij

Electrolux

Electrolux je eden izmed vodilnih družb v panogi gospodinjskih aparatov in aparatov za profesionalno rabo. Proda več kot 40 milijonov produktov v več kot 150 držav. Electrolux prodaja svoje izdelke pod blagovnimi znamkami Electrolux, AEG-Electrolux, Eureka in Frigidaire. V letu 2008 so predstavljali gospodinjski aparati 85 % celotne prodaje.

Whirlpool

Whirlpool proizvaja in prodaja gospodinjske aparate. Proizvode proizvaja v 12 državah pod 13 blagovnimi znamkami. V ZDA Whirlpool trži svoje izdelke pod naslednjimi znamkami:

Whirlpool, Maytag, KitchenAid, Jenn-Air, Roper, Estate, Admiral, Magic Chef, Amana in Inglis. Delnica podjetja Whirlpool je na dan 31.12.2008 na znašala 41.35 USD na NYSE¹⁸.

Indesit

Indesit Company SpA je Italijansko podjetje, v katerem se prepleta design in proizvod gospodinjskih aparatov. Njihova dejavnost je razdeljena na štiri področja: pranje in sušenje, hlajenje, kuhanje in storitve v obliki podaljšanih garancij in servis. Glavne blagovne znamke podjetja so: Indesit, Ariston, Hotpoint and Scholtes.

Arcelik

Podjetje Arcelik je iz Turčije in proizvaja gospodinjske aparate ter tudi druge izdelke. V Evropi se uvršča na tretje mesto po prodaji gospodinjskih aparatov. S svojimi izdelki je podjetje prisotno na trgih več kot 100 držav sveta, največji delež pa ima v domači Turčiji, kjer je tudi sedež podjetja. Doma ima družba prvo mesto med ponudniki bele tehnike. Podjetje ima 11 tovarn in sicer v Turčiji, Romuniji, Rusiji in na Kitajskem. Njihove produkte najdemo pod imeni Arcelik, Beko, Altus, Blomberg, Arctic, Leisure, Arstil, Grundig, Elektra Bregenz in Flavel.

De Longhi

Skupina De Longhi ima sedež v Italiji. Skupina proizvaja izdelke za gretje, hlajenje, nego tal ter belo tehniko. Podjetje ima vodilno vlogo v Evropi s svojim profesionalnim programom in zelo pomembno vlogo pri pripravi hrane. Kljub težkim časom na trgih, je skupina zaključila leto 2008 z 40 mio EUR dobička.

V prilogah od 4-9 sem pripravil nekaj glavnih finančnih podatkov o poslovanju tukaj predstavljenih podjetij in Gorenja ter izračunal nekaj pomembnih finančnih kazalnikov za preteklih nekaj let. V prilogi 10 pa je prikazana primerjava teh finančnih kazalnikov med obravnavanimi družbami za leta 2005-2008. Primerjave so nato predstavljene še grafično v prilogah 11-15.

4.3.2 Izbira kazalnikov za vrednotenje

Za vrednotenje delnice skupine Gorenje po metodi primerljivih podjetij sem si izbral naslednje tržne kazalnike:

- *P/E (ang. Price/Equity)* prikazuje razmerje med *P* (tržno kapitalizacijo oziroma tečajem delnice) in *E* (čisti dobiček podjetja oziroma čisti dobiček na delnico)
- *P/S (ang. Price/Sales)* prikazuje razmerje med *P* (tržno ceno delnice) in *S* (prihodki od prodaje na delnico)

¹⁸ New York Stock Exchange

- **EV/EBITDA** (ang. Enterprise Value/EBITDA¹⁹) prikazuje razmerje med **EV** (to je celotna vrednost podjetja, ki predstavlja seštevek tržne kapitalizacije podjetja ter neto dolgom²⁰) in med **EBITDA** (dobiček iz poslovanja pred amortizacijo)
- **EV/SALES** (ang. Enterprise Value/Sales) prikazuje razmerje med **EV** (celotna vrednost podjetja) in **SALES** (prihodki od prodaje)

Tabela 10: Izbrani kazalniki²¹ Skupine Gorenje v primerjavi z primerljivimi podjetji iz tujine

Tržni kazalniki	Gorenje	Electrolux	Whirlpool	Indesit	Arcelik	De Longhi	Povprečje	Mediana
P/E	14,36	51,72	7,52	15,02	18,33	20,82	21,30	16,68
P/S	0,11	0,18	0,17	0,27	0,11	0,55	0,23	0,17
EV/EBITDA	8,20	5,30	6,31	4,85	7,79	6,47	6,49	6,39
EV/SALES	0,58	0,23	0,39	0,42	0,70	0,69	0,50	0,50
Tržna kapitalizacija*	146	1.756	3.143	841	385	841		
EV**	771	2.240	7.447	1.315	2.485	1.054		

Vir: Letna poročila obravnavanih družb.

Tabela 11: Aplikacija tržnih kazalnikov primerljivih podjetij na poslovne rezultate Skupine Gorenje

Tržni kazalniki	Electrolux	Whirlpool	Indesit	Arcelik	De Longhi	Povprečje	Mediana
P/E	51,72	7,52	15,02	18,33	20,82	20,88	16,62
Vrednost Gorenja	37,86	5,50	10,99	13,42	15,24	16,60	13,42
P/S	0,18	0,17	0,27	0,11	0,55	0,16	0,15
Vrednost Gorenja	17,28	15,91	25,50	10,31	52,47	24,30	17,28
EV/EBITDA	5,30	6,31	4,85	7,79	6,47	5,85	5,81
Vrednost Gorenja	35,85	42,66	32,80	52,65	43,76	41,54	42,66
EV/SALES	0,23	0,39	0,42	0,70	0,69	0,43	0,41
Vrednost Gorenja	22,05	37,69	39,88	66,52	65,80	46,39	39,88
Povprečna vrednost						32,21	28,31

Vir: Letna poročila obravnavanih družb.

Na podlagi analize preteklega poslovanja in zgoraj navedenih izračunov z uporabo metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, ocenjujem vrednost lastniškega kapitala na delnico družbe Gorenje, d.d. na dan 31.12.2008 na **28,31 EUR**. Za končno oceno sem uporabil povprečno vrednost mediane, ker izključuje skrajne vrednosti in je zato bolj primerna za vrednotenje.

¹⁹ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

²⁰ Neto dolg = finančni dolg - kratkoročne finančne naložbe - denarna sredstva

²¹ V analizi je uporabljena tržna cena in računovoski podatki na dan 31.12.2008

* Tržna kapitalizacija (v mio EUR)

** (v mio EUR)

Ta način vrednotenja kaže, kako trg vrednoti podobna sredstva oziroma poslovanje, kar se kaže v višini izbranih kazalnikov. Poudariti pa moramo, da ta način vrednotenja ni vedno najbolj natančen zaradi neenakosti podjetij z vidika tveganja, potenciala rasti, denarnih tokov in pa okolja v katerem deluje. Problem imamo tudi z velikostjo podjetij, zato ker so izbrana podjetja oz. podjetja, ki nastopajo v tej panogi v povprečju veliko večja kot preučevana družba in zato lahko pride do večjih odstopanj pri končni oceni vrednosti.

5 KONČNA OCENA VREDNOSTI

Oceno vrednosti lastniškega kapitala na delnico družbe Gorenje, d.d. sem opravil s pomočjo treh različnih metod vrednotenja in tako prišel do končne ocene vrednosti delnice družbe Gorenje d.d. Ker pri vsaki metodi vrednotenja dobimo malce drugačno oceno vrednosti, je potrebno za končno oceno določiti uteži oziroma ponderje ter upoštevati vse tri metode za čimvečjo natančnost vrednotenja.

Na podlagi načinov vrednotenja, ki sem jih uporabil v tej diplomski nalogi, sem dodelil metodi diskontiranih denarnih tokov največji ponder zato, ker najbolj upošteva vse specifičnosti podjetja, predvsem z vidika rasti, dobičkonosnosti, poslovnih in finančnih tveganj ter investicij. V končni oceni sem upošteval tudi vrednosti ocenjene po dividendno diskontni metodi ter metodi primerljivih podjetij, katerima pa sem dodelil manjši ponder.

Tabela 12: Izračun ocene končne vrednosti delnice družbe Gorenje, d.d. (v EUR)

Metode vrednotenja	Ocena vrednosti	Ponder	Vrednost
Metoda diskontiranih denarnih tokov	8,62	0,70	6,03
Dividendno diskontna metoda	3,35	0,15	0,50
Metoda primerljivih podjetij	28,31	0,15	3,83
Skupaj vrednost delnice podjetja v EUR			10,37
Dejanski tečaj dne 27.08.2009			10,27
Odstopanje od ocenjene vrednosti			1%

Vir: Ljubljanska Borza.

Moj ocena končne vrednosti ene delnice družbe Gorenje je **10,37 EUR**. Ker pa je odstopanje od dejanske vrednosti tako majhno lahko sklepamo, da vrednost delnice na prostem trgu odraža realno situacijo.

SKLEP

Cilj moje diplomske naloge je bil spoznati nekaj metod vrednotenja družb in te metode uporabiti na dejanskem primeru. V diplomski nalogi sem ocenil vrednost delnice družbe Gorenje d.d. po metodi diskontiranega denarnega toka, metodi primerljivih podjetij in po dividendno diskontnem modelu. V praksi in teoriji obstaja še veliko drugih metod vrednotenja, vendar so te, ki sem jih predstavil največkrat uporabljene. Ker sem želel doseči čimbolj pravilno oceno vrednosti, sem najprej vrednost delnice družbe Gorenje d.d. ocenil po vsakem modelu posebej, nato pa te vrednosti s pomočjo podnerjev oziroma uteži pretvoril v končno oceno vrednosti ene delnice Gorenja d.d. Največji vpliv na končno oceno je imelo vrednotenje po metodi diskontiranih denarnih tokov, za katerega menim, da je res najbolj natančno, ker upošteva vse potrebne predpostavke in denarne tokove v podjetju. Pri modelu primerljivih podjetij je težko najti dovolj enaka podjetja, v smislu velikosti podjetja. Vsa podjetja, ki sem jih uporabil v metodi primerljivih podjetij, se ukvarjajo z enakimi dejavnostmi kot Gorenje, vendar se po velikosti podjetja med seboj zelo razlikujejo, zato tudi lahko pride do večjih odstopanj. Pri dividendno diskontnem modelu pa je težko zelo točno napovedati prihodnje dividende. Zato sem tako dividendno diskontni metodi, kot tudi metodi primerljivih podjetij, dodelil manjše ponderje oziroma uteži kot metodi diskontiranih denarnih tokov. Tako se po moji oceni najbolj približamo končni oceni vrednosti delnice družbe Gorenje d.d.

Kot sem že omenil v uvodu je delnica Gorenja d.d. dne 5.2.2010 na Ljubljanski Borzi dosegla vrednost 13,78 EUR, to je 32,9% več od moje napovedane vrednosti delnice. Revidirani finančni podatki za leto 2009 trenutno še niso na voljo, tako da podajam mojo napoved v primerjavi z vrednostjo delnice dne 27.8.2009.

Končna ocenjena vrednost ene delnice družbe Gorenje d.d. po mojih ocenah znaša 10,37 EUR. Dne 27.08.2009 je delnica družbe Gorenje d.d. na Ljubljanski Borzi dosegla vrednost 10,27 EUR. Dejanska vrednost delnice na prostem trgu ter moja ocenjena vrednost se razlikujeta le za 1,2 % zato sklepam, da dejanska vrednost na prostem trgu odraža realno situacijo. Kljub majhni likvidnosti na borzi in krizi so torej investitorji dobro ocenili vrednost družbe Gorenje.

Vsekakor svetujem previdnost pri katerikoli odločitvi v teh nestabilnih časih. Če se izkaže, da bo poslovanje boljše kot je bilo pričakovano, bi to lahko ustvarilo priložnost za nakup, po drugi strani pa v primeru pojava novih dvomov o okrevanju gospodarstva lahko to ustvari negativne posledice na poslovanje ter posledično tudi na vrednost delnice. Zato je zelo pomembna stvar pri investiranju, da ocenimo vsa ta tveganja in investicije razpršimo med podjetja v različnih panogah in državah, s čimer se izognemo visokemu tveganju, ki bi ga morali prevzeti, če bi investirali le v delnice enega podjetja.

LITERATURA IN VIRI

1. Brigham E.F. et al.(2004). *Intermediate Financial Management. 8th Edition*. Thomson : South-Western.
2. *Baza finančnih podatkov Ljubljanske Borze*. Najdeno 24.avgusta 2009 na naslovu <http://www.ljse.si>
3. *Baza finančnih podatkov Yahoo Finance*. Najdeno 24.avgusta 2009 na naslovu <http://finance.yahoo.com>
4. *Baza finančnih podatkov Bloomberg*. Najdeno 24.avgusta 2009 na naslovu <http://www.bloomberg.com>
5. *Baza finančnih podatkov ECB (Evropske Centralne Banke)* . Najdeno 26.avgusta 2009 na naslovu <http://www.ecb.int>
6. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. (3rd ed.). New York: Wiley Press.
7. Damodaran, A. (2001a). *Approaches to valuation*. Najdeno 15.avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch2.pdf>
8. Damodaran, A. (2001b). *Dividend discount model*. Najdeno 15.avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch13.pdf>
9. Damodaran, A. (2001c). *Free cash flow to equity discount models*. 15.avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf>
10. Damodaran, A. (2001d). *An introduction to valuation*. Najdeno 15.avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/ValIntro.pdf>
11. Evans C. F., Bishop M. D., (2001). *Valuation for M&A*. Canada: John Eiley and Sons, Inc.
12. *Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills - United States* [Damodaran Online]. Najdeno 15.avgusta 2009 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
13. Kleindienst R., (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba.

14. Lipnik K., Piškur K. & Velkavrh Z. (2009). *Anketa: Za rast bodo potrebne reforme*. Finance, 159.
15. *Letno poročila za družbo Electrolux*. Najdeno 20.avgusta 2009 na naslovu <http://www.electrolux.com>
16. *Letno poročila za družbo Arcelik*. Najdeno 20.avgusta 2009 na naslovu <http://www.arcelik.com>
17. *Letno poročila za družbo Whirlpool*. Najdeno 20.avgusta 2009 na naslovu <http://www.whirlpool.com>
18. *Letno poročila za družbo De Longhi*. Najdeno 20.avgusta 2009 na naslovu <http://www.delonghi.com>
19. *Letno poročila za družbo Indesit*. Najdeno 20.avgusta 2009 na naslovu <http://www.indesitcompany.com>
20. *Levered and Unlevered Betas by Industry* [Damodaran Online]. Najdeno 15.avgusta 2009 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
21. Matejčič K. (2009). *Hitra rast Gorenja na Bližnjem vzhodu in možnost širitve v Indijo*. Finance, 163.
22. *Nerevidirano polletno poročilo Skupine Gorenje za leto 2009* (2009). Ljubljana: Gorenje d.d.
23. Petrov S. (2009). *Intervju: Na Kitajski trg z najdražjimi izdelki*. Finance, 164.
24. *Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009*. (2009). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. Najdeno 20.avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/spoml09/PNGG_2009n.pdf
25. *Revidirano letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2008*.(2009). Ljubljana: Gorenje d.d.
26. *Revidirano letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2007*.(2008). Ljubljana: Gorenje d.d.
27. *Revidirano letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2006*.(2007). Ljubljana: Gorenje d.d.
28. Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs (2000) *Valuing a bussiness: the analysis and appraisal of closely held companies* USA: McGraw-Hill.
29. Šuster N. (2005). *Analiza panoge bele tehnike na primeru podjetja Gorenje* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

PRILOGA 1: KONSOLIDIRANI IZKAZI POSLOVNEGA IZIDA SKUPINE GORENJE ZA LETA 2005-2008	2
PRILOGA 2: KONSOLIDIRANA BILANCA STANJA SKUPINE GORENJE ZA LETA 2005-2008	3
PRILOGA 3: NAPOVED IZKAZA USPEHA	4
PRILOGA 4: POMEMBNI FINANČNI PODATKI IN KAZALNIKI ZA PODJETJE ELECTROLUX	5
PRILOGA 5: POMEMBNI FINANČNI PODATKI IN KAZALNIKI ZA PODJETJE WHIRLPOOL	6
PRILOGA 6: POMEMBNI FINANČNI PODATKI IN KAZALNIKI ZA PODJETJE ARCELIK	7
PRILOGA 7: POMEMBNI FINANČNI PODATKI IN KAZALNIKI ZA PODJETJE INDESIT	8
PRILOGA 8: POMEMBNI FINANČNI PODATKI IN KAZALNIKI ZA PODJETJE DE LONGHI	9
PRILOGA 9: POMEMBNI FINANČNI PODATKI IN KAZALNIKI ZA PODJETJE GORENJE	10
PRILOGA 10: PRIMERJAVA FINANČNIH KAZALNIKOV MED PREUČEVANIMI DRUŽBAMI ZA LETA 2005-2008	11
PRILOGA 11: GRAFIČNI PRIKAZ PRIMERJAVE ROA	12
PRILOGA 12: GRAFIČNI PRIKAZ PRIMERJAVE ROE	12
PRILOGA 13: GRAFIČNI PRIKAZ PRIMERJAVE D/E	13
PRILOGA 14: GRAFIČNI PRIKAZ PRIMERJAVE OBRAČANJA SREDSTEV	13
PRILOGA 15: GRAFIČNI PRIKAZ PROFITNE MARŽE	14

Priloga 1: Konsolidirani izkazi poslovnega izida Skupine Gorenje za leta 2005-2008

(v 000) EUR	2005	2006	2007	2008
Prihodki od prodaje	1.014.750	1.111.035	1.293.438	1.330.753
Divizija gospodinjski aparati	864.831	927.877	1.022.805	1.050.125
Divizija notranja oprema	62.302	62.603	65.206	59.133
Divizija ekologija, energetika in storitve	87.618	120.555	205.427	221.495
Sprememba vrednosti zalog	8.052	6.167	5.170	10.362
Kosmati donos iz poslovanja	1.022.802	1.117.202	1.298.608	1.341.115
Stroški blaga, materiala in storitev	768.552	851.578	1.004.764	1.027.908
Stroški dela	181.020	186.029	208.553	226.487
EBITDAR	73.230	79.595	85.291	86.720
Drugi poslovni prihodki	16.691	16.874	25.365	26.341
Drugi poslovni odhodki	14.167	16.065	17.799	19.047
EBITDA	75.754	80.404	92.857	94.014
Amortizacija	48.797	49.582	53.211	57.121
EBIT (Poslovni izid iz poslovanja)	26.957	30.822	39.646	36.893
Neto finančni odhodki	-3.141	-2.979	-10.246	-21.420
Dobiček pred davki	23.816	27.843	29.400	15.473
Skupaj davki	-2.447	-5.527	-5.736	-5.292
Efektivna davčna stopnja	-10,3%	-19,9%	-19,5%	-34,2%
ČISTI POSLOVNI IZID	21.369	22.316	23.664	10.181

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje 2005-2008.

Priloga 2: Konsolidirana bilanca stanja Skupine Gorenje za leta 2005-2008

v 000 EUR	2005	2006	2007	2008
SREDSTVA	816.175	904.610	999.715	1.257.732
Stalna sredstva	381.137	408.971	448.694	606.027
Neopredmetena sredstva	23.452	22.833	25.094	162.986
Nepremičnine, naprave in oprema	329.120	352.636	384.791	412.953
Naložbene nepremičnine	889	984	10.174	7.090
Dolgoročne finančne naložbe	20.087	23.509	19.229	12.721
Odložene terjatve za davke	7.589	9.009	9.406	10.277
Gibljava sredstva	435.039	495.639	551.021	651.705
Sredstva za prodajo		423	1.062	954
Zaloge	170.104	192.702	217.471	253.004
Kratkoročne finančne naložbe	22.840	21.621	27.901	64.470
Terjatve do kupcev	212.494	242.865	255.718	262.017
Druga kratkoročna sredstva	18.961	28.982	31.185	47.145
Denarna sredstva	10.640	9.046	17.684	24.115
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	816.175	904.610	999.715	1.257.732
Kapital	245.133	254.433	350.985	394.522
Osnovni kapital		50.910	58.546	58.546
Kapitalske rezerve		96.450	143.714	158.487
Zakonske in statutarne rezerve		43.713	45.034	21.697
Zadržani dobiček		67.629	84.025	110.324
Lastne delnice		-27.693	-27.693	-3.170
Prevedbena rezerva		15.556	14.541	20.187
Rezerva za pošteno vrednost		7.619	21.960	15.208
Kapital večinskih lastnikov	0	254.184	340.127	381.279
Kapital manjšinskih lastnikov		249	10.858	13.243
Dolgoročne obveznosti	178.630	199.954	208.683	294.893
Rezervacije	57.343	56.361	60.370	64.302
Odložene obveznosti za davek	1.018	2.471	3.211	6.472
Dolgoročne finančne obveznosti	120.269	141.122	145.102	224.119
Kratkoročne obveznosti	392.412	450.223	440.047	568.317
Finančne obveznosti	139.455	173.561	166.340	263.676
Poslovne obveznosti	235.243	227.819	220.261	223.660
Pasivne časovne razmejitev	17.714	48.843	53.446	80.981

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje 2005-2008.

Priloga 3: Napoved izkaza uspeha

v 000 EUR

Leta	2009(n) ²²	2010(n)	2011(n)	2012(n)	2013(n)	2014(n)	2015(n)
Prihodki od prodaje	1.135.931	1.244.946	1.347.003	1.438.579	1.516.251	1.576.901	1.639.977
Rast v %	-14,64%	9,60%	8,20%	6,80%	5,40%	4,00%	4,00%
Sprememba vrednosti zalog	11.879	13.019	14.086	15.044	15.856	16.490	17.150
Kosmati donos iz poslovanja	1.147.810	1.257.965	1.361.089	1.453.622	1.532.107	1.593.391	1.657.127
Stroški blaga, materiala in storitev	905.048	965.456	1.044.636	1.115.655	1.175.892	1.222.928	1.271.845
% od kosmatega donosa	78,85%	76,75%	76,75%	76,75%	76,75%	76,75%	76,75%
Stroški dela	206.606	220.270	231.657	240.284	253.257	263.388	273.923
% od kosmatega donosa	18,00%	17,51%	17,02%	16,53%	16,53%	16,53%	16,53%
EBITDAR	36.156	72.239	84.796	97.683	102.958	107.076	111.359
% od kosmatega donosa	3,15%	5,74%	6,23%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%
Drugi poslovni prihodki	27.547	27.675	27.222	29.072	30.642	31.868	33.143
% od kosmatega donosa	2,40%	2,20%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Drugi poslovni odhodki	16.069	17.612	19.055	20.351	21.449	22.307	23.200
% od kosmatega donosa	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%
EBITDA	47.634	82.303	92.962	106.405	112.150	116.636	121.302
% od kosmatega donosa	4,15%	6,54%	6,83%	7,32%	7,32%	7,32%	7,32%
Amortizacija	51.651	53.589	54.444	58.145	61.284	63.736	66.285
% od kosmatega donosa	4,50%	4,26%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
EBIT (Poslovni izid iz poslovanja)	-4.017	28.714	38.519	48.260	50.866	52.901	55.017
% od kosmatega donosa	-0,35%	2,28%	2,83%	3,32%	3,32%	3,32%	3,32%

²² (n) pomeni napoved

Priloga 4: Pomembni finančni podatki in kazalniki za podjetje Electrolux

Electrolux				
Pomembni finančni kazalniki	2005	2006	2007	2008
Profitna marža	3,91%	3,88%	4,27%	1,13%
ROE	6,81%	20,1%	18,2%	2,2%
ROA	4,77%	6,1%	6,8%	1,6%
Obračanje sredstev	1,22	1,57	1,58	1,43
D/E* ²³	0,32	0,54	0,66	0,80
EBIT/zaposlenega (v SEK)	56.701	72.705	75.979	21.531
P/E	34,33	14,95	10,45	51,72
P/S	0,60	0,38	0,29	0,18
Dobiček na delnico (v SEK)	6,02	9,17	10,39	1,29
Pomembnejši podatki (v mio SEK)				
EBIT	3.942	4.033	4.475	1.188
Poslovni izid (dobiček)	1.763	2.648	2.925	366
Zaposleni	69.523	55.471	58.898	55.177
Prihodki od prodaje	100.701	103.848	104.732	104.792
Sredstva	82.558	66.049	66.089	73.323
Kapital	25.888	13.194	16.040	16.385
Št. Delnic (v mio)	293	289	282	284
Vrednost delnice 31.12 (v SEK)	206,5	137,0	108,5	66,8
Tržna kapitalizacija	60.525	39.579	30.554	18.930
Kratkoročni finančni dolg	3076	2.582	5.701	3.168
Dolgoročni finančni dolg	5257	4502	4.887	9.963

Vir: Letna poročila družbe za leta 2005-2008.

²³ D/E = Debt to Equity (dolg v kapitalu)

Priloga 5: Pomembni finančni podatki in kazalniki za podjetje Whirlpool

Whirlpool				
Pomembni finančni kazalniki	2005	2006	2007	2008
Profitna marža	5,50%	4,60%	5,50%	2,90%
ROE	24,60%	15,70%	18,10%	10,70%
ROA	9,54%	5,98%	7,59%	4,06%
Obračanje sredstev	1,72	1,31	1,39	1,40
D/E*	1,76	1,44	1,26	1,60
EBIT/zaposlenega (v USD)	12.058	11.210	14.427	7.887
P/E	13,55	13,06	10,08	7,52
P/S	0,40	0,35	0,34	0,17
Dobiček na delnico (v USD)	6,18	6,36	8,10	5,50
Pomembnejši podatki (v mio USD)				
EBIT	792	823	1.063	549
Poslovni izid (dobiček)	422	486	647	418
Zaposleni	65.682	73.416	73.682	69.612
Prihodki od prodaje	14.317	18.080	19.408	18.907
Sredstva	8.301	13.759	14.009	13.532
Kapital	1.745	3.283	3.911	3.006
Št. Delnic (v 000)	68.272	76.471	79.880	76.019
Vrednost delnice 31.12 (v USD)	83,76	83,02	81,63	41,35
Tržna kapitalizacija	5.718	6.349	6.521	3.143
Kratkoročni finančni dolg	2.330	2.945	3.260	2.805
Dolgoročni finančni dolg	745	1798	1668	2002

Vir: Letna poročila družbe za leta 2005-2008.

Priloga 6: Pomembni finančni podatki in kazalniki za podjetje Arcelik

Arcelik				
Pomembni finančni kazalniki	2005	2006	2007	2008
Profitna marža	4,52%	6,58%	7,84%	6,49%
ROE	11,60%	15,6%	7,1%	2,2%
ROA	5,22%	7,4%	7,7%	7,2%
Obračanje sredstev	1,16	1,12	0,98	1,10
D/E*	0,36	0,81	1,14	1,74
EBIT/zaposlenega (v EUR)	11.277	15.740	17.123	13.278
P/E	15,15	9,93	21,31	18,33
P/S	0,63	0,46	0,51	0,11
Dobiček na delnico (v TRY)	0,65	0,81	0,39	0,05
Pomembnejši podatki (v mio EUR)				
EBIT	169	255	292	232
Poslovni izid (dobiček)	156	180	89	21
Zaposleni	14.986	16.201	17.053	17.472
Prihodki od prodaje	3.741	3.873	3.725	3.574
Sredstva	3.236	3.445	3.816	3.237
Kapital	1.345	1.154	1.255	935
Tržna kapitalizacija	2.364	1.788	1.897	385
Kratkoročni finančni dolg	91	450	970	895
Dolgoročni finančni dolg	393	490	465	737

Vir: Letna poročila družbe za leta 2005-2008.

Priloga 7: Pomembni finančni podatki in kazalniki za podjetje Indesit

Indesit				
Pomembni finančni kazalniki	2005	2006	2007	2008
Profitna marža	3,99%	4,93%	5,64%	4,46%
ROE	9,71%	13,9%	18,2%	13,3%
ROA	4,77%	6,2%	7,8%	6,1%
Obračanje sredstev	1,19	1,26	1,39	1,37
D/E*	1,57	1,26	1,01	1,70
EBIT/zaposlenega (v EUR)	7.067	9.269	11.035	8.109
P/E	23,53	14,67	15,74	15,02
P/S	0,39	0,35	0,49	0,27
Dobiček na delnico (v EUR)	0,50	0,75	1,03	0,55
Pomembnejši podatki (v mio EUR)				
EBIT	122	160	192	141
Poslovni izid (dobiček)	50	77	105	56
Zaposleni	17.306	17.284	17.418	17.339
Prihodki od prodaje	3.064	3.249	3.408	3.155
Sredstva	2.566	2.571	2.460	2.301
Kapital	519	552	580	423
Št. Delnic (v mio)	101	102	103	103
Vrednost delnice 31.12 (EUR)	11,80	11,00	16,15	8,20
Tržna kapitalizacija	1.186	1.125	1.656	841
Kratkoročni finančni dolg	319	296	276	268
Dolgoročni finančni dolg	494	403	309	452

Vir: Letna poročila družbe za leta 2005-2008.

Priloga 8: Pomembni finančni podatki in kazalniki za podjetje De Longhi

De Longhi				
Pomembni finančni kazalniki	2005	2006	2007	2008
Profitna marža	5,37%	6,24%	6,96%	7,26%
ROE	4,25%	6,5%	5,0%	6,1%
ROA	3,90%	5,5%	6,5%	7,4%
Obračanje sredstev	0,73	0,88	0,93	1,03
D/E*	0,91	0,64	0,66	0,51
EBIT/zaposlenega (v EUR)	9.040	12.476	14.579	16.518
P/E	47,63	27,85	52,99	20,82
P/S	0,94	0,83	1,11	0,55
Dobiček na delnico (v EUR) ²⁴	0,17	0,27	0,20	0,27

Pomembnejši podatki (v mio EUR)				
EBIT	68	85	104	111
Poslovni izid (dobiček)	25	40	31	40
Št. zaposlenih	7.467	6.813	7.113	6.738
Prihodki od prodaje	1.258	1.363	1.491	1.533
Sredstva	1.732	1.547	1.604	1.496
Kapital	586	621	631	662
Tržna kapitalizacija	1.186	1.125	1.656	841

Kratkoročni finančni dolg	314	204	141	144
Dolgoročni finančni dolg	218	192	273	197

Vir: Letna poročila družbe za leta 2005-2008.

²⁴ Povzeto iz letnih poročil družbe De Longhi

Priloga 9: Pomembni finančni podatki in kazalniki za podjetje Gorenje

Gorenje				
Pomembni finančni kazalniki	2005	2006	2007	2008
Profitna marža	2,66%	2,77%	3,07%	2,77%
ROE	8,7%	8,8%	6,7%	2,6%
ROA	2,6%	2,5%	2,4%	0,8%
Obračanje sredstev	1,24	1,23	1,29	1,06
D/E*	1,06	1,24	0,89	1,24
EBIT/zaposlenega (v EUR)	2.565	2.850	3.475	3.258
P/E	12,16	13,16	23,03	14,36
P/S	0,26	0,26	0,42	0,11
Dobiček na delnico (v EUR)	1,86	2,03	1,84	0,73
Pomembnejši podatki (v mio EUR)				
EBIT	27,0	30,8	39,6	36,9
Poslovni izid (dobiček)	21,4	22,3	23,7	10,2
Št. zaposlenih	10.509	10.816	11.410	11.323
Prihodki od prodaje	1.015	1.111	1.293	1.331
Sredstva	816	905	1.000	1.258
Kapital	245	254	351	395
Št. Delnic (v mio)	11,48	11,02	12,85	13,91
Vrednost delnice 31.12 (v EUR)	22,63	26,65	42,42	10,51
Tržna kapitalizacija	260	294	545	146
Kratkoročni finančni dolg	139	174	167	264
Dolgoročni finančni dolg	120	141	145	224

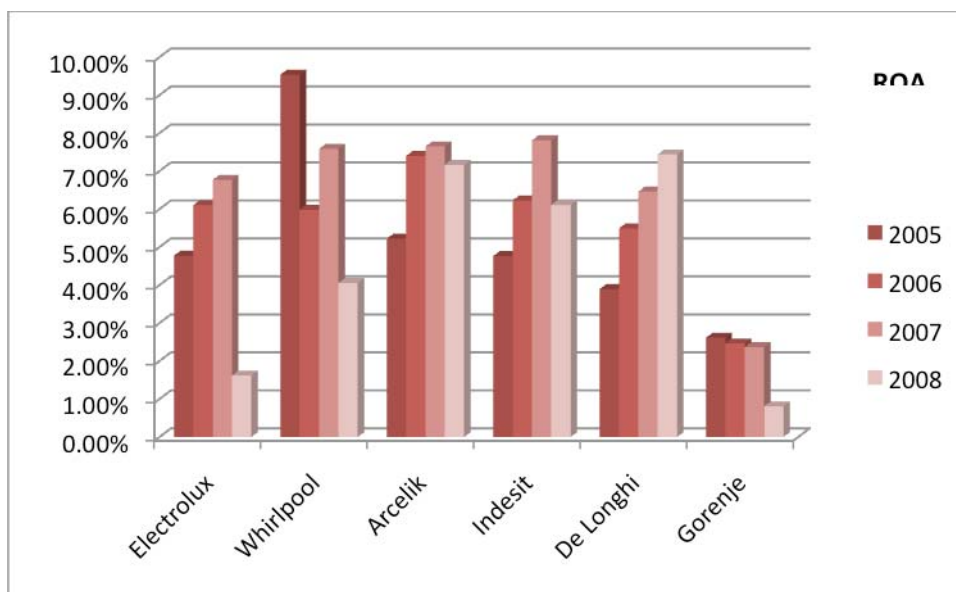
Vir: Letna poročila družbe za leta 2005-2008.

Priloga 10: Primerjava finančnih kazalnikov med preučevanimi družbami za leta 2005-2008

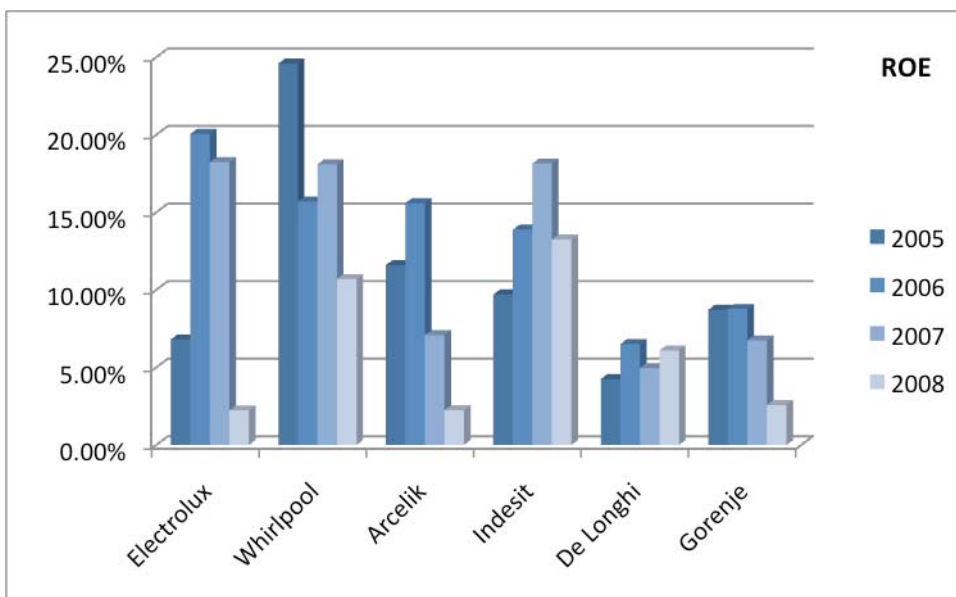
Pomembni finančni kazalniki	2005	2006	2007	2008
ROA				
Electrolux	4,77%	6,11%	6,77%	1,62%
Whirlpool	9,54%	5,98%	7,59%	4,06%
Arcelik	5,22%	7,40%	7,65%	7,17%
Indesit	4,77%	6,23%	7,81%	6,11%
De Longhi	3,90%	5,49%	6,46%	7,44%
Gorenje	2,62%	2,47%	2,37%	0,81%
ROE				
Electrolux	6,81%	20,07%	18,24%	2,23%
Whirlpool	24,60%	15,70%	18,10%	10,70%
Arcelik	11,60%	15,60%	7,09%	2,25%
Indesit	9,71%	13,89%	18,15%	13,25%
De Longhi	4,25%	6,51%	4,96%	6,10%
Gorenje	8,72%	8,77%	6,74%	2,58%
Profitna marža				
Electrolux	3,91%	3,88%	4,27%	1,13%
Whirlpool	5,50%	4,60%	5,50%	2,90%
Arcelik	4,52%	6,58%	7,84%	6,49%
Indesit	3,99%	4,93%	5,64%	4,46%
De Longhi	5,37%	6,24%	6,96%	7,26%
Gorenje	2,66%	2,77%	3,07%	2,77%
Obračanje sredstev				
Electrolux	1,22	1,57	1,58	1,43
Whirlpool	1,72	1,31	1,39	1,40
Arcelik	1,16	1,12	0,98	1,10
Indesit	1,19	1,26	1,39	1,37
De Longhi	0,73	0,88	0,93	1,03
Gorenje	1,24	1,23	1,29	1,06
D/E				
Electrolux	0,32	0,54	0,66	0,80
Whirlpool	1,76	1,44	1,26	1,60
Arcelik	0,36	0,81	1,14	1,74
Indesit	1,57	1,26	1,01	1,70
De Longhi	0,91	0,64	0,66	0,51
Gorenje	1,06	1,24	0,89	1,24

Vir: Letna poročila družbe za leta 2005-2008.

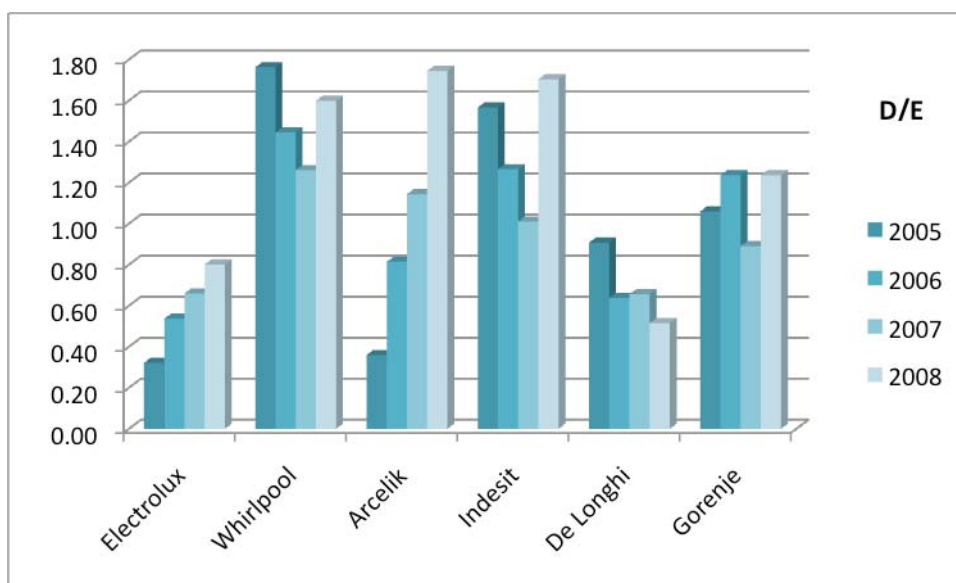
Priloga 11: Grafični prikaz primerjave ROA



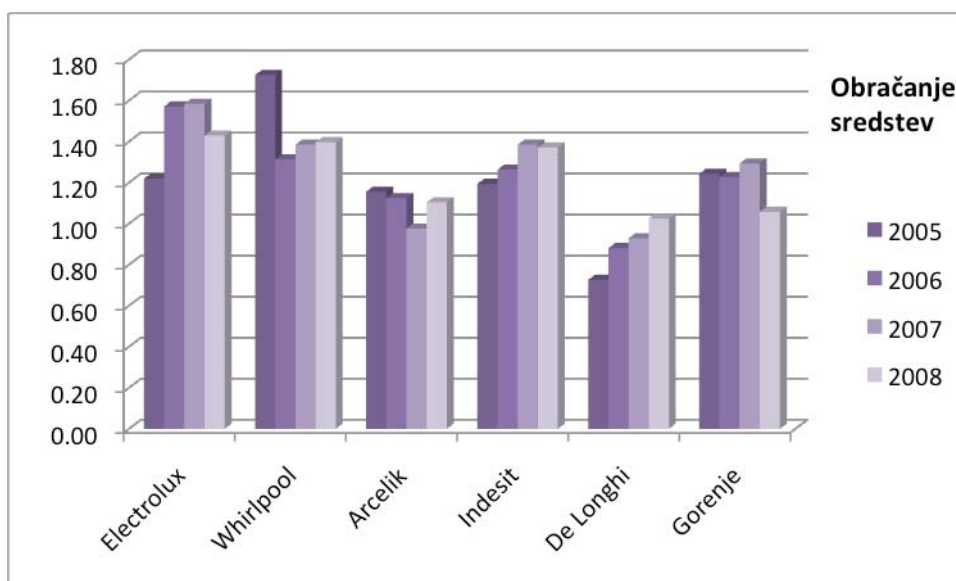
Priloga 12: Grafični prikaz primerjave ROE



Priloga 13: Grafični prikaz primerjave D/E



Priloga 14: Grafični prikaz primerjave obračanja sredstev



Priloga 15: Grafični prikaz profitne marže

