

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

SARA MOZETIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VREDNOTENJE PODJETJA HIT

Ljubljana, september 2008

SARA MOZETIČ

IZJAVA

Študentka **Sara Mozetič** izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **prof. dr. Aljoše Valentinčiča**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 9.9.2008

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV PODJETJA HIT d.d.	2
1.1 NA KRATKO O PODJETJU.....	2
1.2 LASTNIŠTVO PODJETJA HIT.....	3
1.3 MAKROEKONOMSKE RAZMERE IN POSLOVNO OKOLJE	4
1.3.1 Gospodarsko okolje.....	5
1.3.2 Politično okolje	6
2 VREDNOTENJE SKUPINE HIT.....	7
2.1 ANALIZA PRETEKLEGA IN TEKOČEGA POSLOVANJA.....	7
2.2 OCENA BODOČEGA RAZVOJA PODJETJA HIT	13
2.3 OCENA POVPREČNEGA STROŠKA KAPITALA IN PRIČAKOVANE RASTI ...	15
2.3.1 Ocena tehtanega povprečja stroškov vloženega kapitala	15
2.3.2 Ocena pričakovane rasti podjetja	16
2.4 IZRAČUN VREDNOSTI SKUPINE HIT PO MODELU DISKONTIRANIH PROSTIH DENARNIH TOKOV	18
2.5 IZRAČUN VREDNOSTI SKUPINE HIT PO METODI EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	20
SKLEP.....	21
LITERATURA IN VIRI	23

KAZALO TABEL

Tabela 1: Lastniški ustroj družbe na dan 31.12.2006.....	4
Tabela 2: izračun investiranega kapitala v letu 2006 na 1. način.....	8
Tabela 3: izračun investiranega kapitala v letu 2006 na 2. način.....	8
Tabela 4: Izračun investiranega kapitala v obdobju od leta 2002 do leta 2006 v 000 eur	9
Tabela 5: Izračun NOPLAT in ROIC v obdobju od leta 2002 do 2006 v 000 eur	10
Tabela 6: Izračun WACC za obdobje od leta 2002 do leta 2006 v 000 eur.....	11
Tabela 7: Ekonomski dobiček v obdobju od leta 2003 do 2006 v 000 eur	12
Tabela 8: Izračun prostega denarnega toka v letih od 2003 do 2006 v 000 eur.....	13
Tabela 9: Pretekli povprečni strošek kapitala	15
Tabela 10: Povprečni strošek kapitala v panogi hoteli ter igralništvo, podatki za ZDA.....	15
Tabela 11: Letne stopnje rasti v letih od 2002 do 2006	16
Tabela 12: Rast panoge hoteli ter igralništvo s podatki za ZDA	17
Tabela 13: Izračun prostega denarnega toka podjetja	18
Tabela 14: Prosti denarni tok ob različnih predpostavkah neto investicij.....	19
Tabela 15: Vrednost podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov	19
Tabela 16: Vrednost podjetja po metodi ekonomske dodane vrednosti.....	21

KAZALO SLIK

Slika 1: Strateška usmeritev podjetja Hit	14
Slika 2: Rast prihodkov od prodaje v letih od 2002 do 2006.....	16

UVOD

Vsaka interesna skupina (zaposleni, management, lastniki, upniki, lokalna skupnost) v podjetju zagovarja svoj cilj. Ključne osebe v podjetju pa so lastniki, saj zagotovijo lastniški kapital, potreben za ustanovitev podjetja, nosijo pa tudi največje tveganje. Zato je primarni cilj poslovanja podjetja oplajanje lastniškega kapitala ali z drugimi besedami, maksimiziranje tržne vrednosti delnice (Berk, Lončarski & Zajc, 2007, str. 6).

Za povečevanje vrednosti potrebujejo managerji modele, s katerimi lahko ocenijo, kako potencialne strategije razvoja vplivajo na vrednost podjetja v prihodnosti. Podjetja se torej poslužujejo na vrednosti temelječega poslovanja (value based management), tako da sprejemajo odločitve s pomočjo uporabe različnih modelov vrednotenja (Brigham & Daves, 2004, str. 332).

V diplomskem delu bom predstavila vrednotenje skupine Hit. Analizo bom naredila na podlagi javno dostopnih informacij v obdobju od leta 2002 do leta 2006.

V prvem poglavju bom predstavila podjetje Hit, njeno strukturo, glavne dejavnosti ter pomembnejše zgodovinske prelomnice, ki so vplivale na razvoj družbe. V okviru predstavitve delniške družbe Hit, d.d. bom podrobneje opisala sedanje in potencialno bodoče lastništvo podjetja ter makroekonomske razmere in poslovno okolje družbe, ki ga bom razdelila na gospodarsko ter politično okolje. Pri slednjem se bom osredotočila na zakonodajo, ki lahko predvsem glede obdavčitve znatno vpliva na poslovanje podjetja v prihodnosti.

V drugem poglavju bom poskusila ovrednotiti skupino Hit s pomočjo modela diskontiranih denarnih tokov ter s pomočjo modela ekonomske dodane vrednosti. Najprej bom analizirala preteklo poslovanje podjetja s pomočjo donosnosti investiranega kapitala in rasti prihodkov. Prikazala bom izračune dejavnikov vrednosti: investirani kapital, prilagojeni dobiček iz poslovanja in prosti denarni tokovi. Nato bom poskusila oceniti bodoče poslovanje skupine na podlagi javno objavljenih podatkov. Sledila bo ocena povprečnega stroška kapitala, pričakovane rasti podjetja, ter na koncu izračun vrednosti skupine Hit po modelu diskontiranih prostih denarnih tokov ter po modelu ekonomske dodane vrednosti.

Namen diplomske naloge je proučiti sodobne finančne koncepte uspešnosti poslovanja podjetja predvsem s praktičnega vidika. Cilj naloge je podati čimbolj verodostojno sliko vrednosti podjetja, ki temelji na javno dostopnih informacijah.

1 PREDSTAVITEV PODJETJA HIT d.d.

1.1 NA KRATKO O PODJETJU

Hit d.d. je delniška družba s sedežem v Novi Gorici, ki je nastala leta 1983 z združitvijo treh majhnih gostinskih podjetij na področju Nove Gorice. Leto dni po združitvi je podjetje uvedlo program igralniške zabave. Leta 1984 je podjetje Hit ob italijanski meji odprlo prvo igralnico Park, devet let kasneje (1993) pa igralnico Perla. Po zaslugi Hita je igralništvo kmalu postalo najbolj razvit slovenski turistični proizvod (Skok, 2007, str. 53).

Hit d.d. je matična družba Skupine Hit, ki danes sodi med največje evropske ponudnike zabave. V dvajsetih letih se je iz majhnega gostinskega podjetja razvila kompleksna igralniško-turistična skupina, predana gostom, njihovim željam in visoki kakovosti ponudbe za preživljanje prostega časa. Svoje izzive išče predvsem v evropskem prostoru, kjer z inovativnim pristopom zapolnjuje pomemben del trga igralništva, zabave in turizma (Krivec, 2006, str. 29).

Dejavnosti družbe Hit so (Letno poročilo 2006, 2007, str. 23):

- Prirejanje posebnih iger na srečo
- Dejavnost hotelov in podobnih obratov
- Dejavnost restavracij in gostiln
- Dejavnost okrepčevalnic, samopostrežnih restavracij, slaščičarn, kavarn, menz, točenje pijač in drugih gostinskih obratov
- Dejavnost potovalnih agencij in organizatorjev potovanj in s turizmom povezane dejavnosti
- Prirejanje razstav, sejmov in kongresov
- Obratovanje športnih objektov
- Druge razvedrilne dejavnosti in dejavnosti sprostitve

Glavne prelomnice v razvoju in rasti delniške družbe Hit, d.d. so (hit.si):

1983 – združitev hotelske in gostinske dejavnosti v Novi Gorici

1984 – odprtje igralnice in hotela Park

1989 – odprta igralnica v Rogaški Slatini

1991 – odprt igralniško zabaviščni center Perla

2001 – obnova igralniško – zabavišnega centra Perla

2002 – odprje igralniško – zabavišnega centra Colosseum Club v Sarajevu

2004 – celovita prenova korporativne identitete (Hit Universe of Fun)

– odprtje igralniško – zabavišnega centra Aurora v Kobaridu

– oprtje prenovljenega turistično – zabavišnega kompleksa Maestral v Črni gori

2006 – obnova igralniško – zabavišnega centra Park

– odprtje igralnega salona Drive-in v Vrtojbi

Poslanstvo skupine Hit je z znanjem, profesionalnim pristopom in podjetniškim duhom ustvarjalno razvijati vrhunsko in široko dostopno ponudbo iger in spremljevalnih storitev, ki so gostom v užitek, sprostitev in zabavo.

V igralnicah kombinirajo evropski in ameriški tip iger, kot so igre na igralnih mizah ter igranje na avtomatih. Pri ameriškem načinu igranja ni poudarka na igralnih mizah, ampak na celoviti ponudbi zabave, kar je predvsem značilno za Casino Perla, vendar pa se uveljavlja tudi v ostalih Hitovih igralnicah. V ponudbo sodijo tudi zabavni večeri, diskoteka, koncerti in podobno.

Skupina Hit ima do sedaj v lasti hotele in igralnice v Novi Gorici (Perla, Park), igralni salon v Vrtojbi (Drive-in), igralnico in hotel Korona v Kranjski gori, manjši igralnici v Rogaški Slatini (Fontana) in Otočcu (Kastel), igralnico Aurora v Kobaridu ter igralni salon v Gornji Radgoni (Dama). Pred kratkim pa je podjetje Hit odprlo tudi igralnico Mond v Šentilju. Skupina Hit je razširila svojo dejavnost tudi zunaj meja Slovenije in tako julija 2002 odprla zabavišni center Coloseum Club v Sarajevu, odprla je igralnico na Nizozemskih antilih (Bonaireu), ki je v najemu, leta 2004 pa je prenovila in odprla Maestral, Resort & Casino, v Črni gori.

Na dan 31.12.2006 je družba Hit obvladovala naslednje družbe (Letno poročilo 2006, 2007, str. 22):

- Hit Alpinea, d.d., Kranjska Gora
- Hit Montenegro, d.o.o., Pržno-Budva, Republika Črna Gora
- Casino Kobarid, d.d., Kobarid
- ICIT, d.o.o., Šempeter pri Gorici
- Hit Interactive N.V., Curaçao, Nizozemski Antili
- Hit International, d.o.o., Beograd, Republika Srbija

1.2 LASTNIŠTVO PODJETJA HIT

Podjetje Hit je delniška družba. To je družba, ki ima osnovni kapital (osnovno glavnico) razdeljen na delnice in jo lahko ustanovi najmanj ena fizična oziroma pravna oseba (ustanovitelj), ki sprejme statut (Puharič, 2004, str. 110). Hit d.d. je zaprta delniška družba, kar pomeni, da se z delnicami podjetja ne trguje na organiziranem trgu.

Ustanovitelj družbe je Republika Slovenija. Osnovni kapital znaša 28.328.468 eur in je razdeljen na 6.788.634 delnic, od tega (Letno poročilo 2006, 2007, str. 23):

- 4.073.180 navadnih, imenskih, vinkuliranih delnic, vsaka z nominalno vrednostjo 4,17 eur, ki skupaj pomenijo 60% vrednosti celotnega osnovnega kapitala družbe

- 2.715.454 neglasovalnih, participativnih, prednostnih, prosto prenosljivih delnic, vsaka z nominalno vrednostjo 4,17 eur, ki skupaj pomenijo 40 % vrednosti celotnega osnovnega kapitala družbe.

Tabela 1: Lastniški ustroj družbe na dan 31.12.2006

Naziv delničarja	št. lotov	delež
Slovenska odškodninska družba, d.d.	1.357.727	20,00 %
Kapitalska družba, d.d.	1.357.727	20,00 %
Mestna občina Nova Gorica	1.022.614	15,06 %
Občina Šempeter Vrtojba	183.726	2,71 %
Občina Kranjska Gora	131.699	1,94 %
Občina Rogaška Slatina	11.541	0,17 %
Občina Novo mesto	8.146	0,12 %
Skupaj navadne delnice	4.073.180	60,00 %
Razne pravne osebe	2.715.454	40,00 %
Skupaj prednostne delnice	2.715.454	40,00 %
Skupaj vse delnice	6.788.634	100,00 %

Vir: Letno poročilo 2006, 2007, str. 23.

Skupina Hit je v strategiji od leta 2008 do 2012 opredelila novo ciljno lastniško strukturo. 75 % delnic minus 1 delnica naj bi bila v lasti strateških, portfeljskih lastnikov ter zaposlenih. Lokalna skupnost pa naj bi imela v lasti 25 % delnic plus eno delnico.

Strategija navaja, da bo lahko družba dolgoročno izvedla načrtovane investicije le ob spremembi zakonodaje, ki bo omogočila dokapitalizacijo, vključitev finančnih in strateških lastnikov ter delavcev. Takšna lastniška struktura bo tudi olajšala delo uprave, ki je sedaj vezana na togost sistema, ki temelji na večinskem lastništvu paradržavnih skladov in lokalne skupnosti. Pričakovati, da jim bodo obstoječi lastniki zagotovili svež kapital, je namreč nerealno, saj imajo le-ti druge cilje, ki so v vedno večjem neskladju s cilji družbe Hit.

Sprememba lastniške strukture naj bi pripomogla k izboljšanju mednarodne konkurenčnosti družbe, trajnostnega razvoja v skladu s strategijami ter k odpravljanju upravljaljske togosti, s katero se podjetje trenutno srečuje (Strategija razvoja družbe in skupine Hit v obdobju 2008 – 2012, 2008).

1.3 MAKROEKONOMSKE RAZMERE IN POSLOVNO OKOLJE

Poslovanje vsakega podjetja je odvisno od poslovnega okolja. V nadaljevanju bom analizirala gospodarsko in politično poslovno okolje podjetja. Zlasti slednje predstavlja z zakonodajo o igrah na srečo ter obdavčitvijo igralništva ključen dejavnik Hitovega razvoja.

1.3.1 Gospodarsko okolje

Gospodarske razmere in razmere v panogi pomembno vplivajo na poslovanje podjetja. Leta 2006 so bila gospodarska gibanja, tako v Sloveniji kot v državah od koder prihajajo gostje, ugodna.

Slovenija je presegla pričakovano gospodarsko rast, ki je ocenjena 5,7 % (Eurostat). Glavno gonilo gospodarske rasti so bile investicije v osnovna sredstva ter izvoz proizvodov in storitev. Kljub pospešeni gospodarski rasti je medletna inflacija v višini 2,5 % (stat.si) ostala na ravni iz leta 2005. K umirjeni inflaciji je največ prispevala makroekonomska politika vlade.

V Italiji, od koder prihaja večina Hitovih gostov je bila leta 2006 gospodarska rast sicer nad pričakovanji, vendar še vedno zelo skromna, pod dvema odstotkoma (Eurostat). Tudi v Avstriji je gospodarska rast presegla pričakovanja in je znašala 3,4 % (Eurostat). Boljša rast v obeh državah je temeljila predvsem na rasti domačega povpraševanja in krepitvi investicij in le v manjši meri na rasti izvoza.

V Črni gori turizem ustvari skoraj 16 % bruto domačega proizvoda. Pričakovati je, da se bo navedeni delež do leta 2014 povečal na 21 %. Prognoze kažejo, da bo turizem v prihodnjih letih postal vodilni izvozni sektor. V prvih devetih mesecih leta 2006 je Črno goro obiskalo 14,1 % več turistov kot v enakem obdobju prejšnjega leta (Letno poročilo 2006, 2007, str. 31).

Na domačem trgu ima družba Hit v igralniški industriji dominanten položaj, vendar se srečuje z vse ostrejšo konkurenco številnih igralnih salonov, ki hitro posnemajo njene marketinške prijeme in se primarno razvijajo na področjih, kjer že delujejo igralnice in tako izkoriščajo le uveljavljenost lokacij. Zato mora Hit še več pozornosti namenjati tehnološkemu razvoju iger in spremljevalnih dejavnosti ter večanju kakovosti storitev. Le tako bo lahko ohranjalo vodilno mesto na trgu. Močno se razvija tudi igranje na daljavo (internet), ki do določene mere nadomešča igre na srečo v igralnicah.

V Italiji je največja Hitova konkurentka igralnica v Benetkah, ki je leta 2006 pod novim vodstvom uvedla nove marketinške prijeme in začela intenzivne oglaševalne akcije. Navedene aktivnosti so skupaj s posodobitvijo ponudbe igralnih avtomatov že prekinile negativen trend iz leta 2005. V letu 2007 so nadaljevali s širitvijo kapacitet (letno poročilo 2006, 2007, str. 31).

Očiten je tudi bliskovit razvoj e-igralništva in športnih stav. Glede na politično-ekonomski položaj po parlamentarnih volitvah leta 2008 je mogoče pričakovati nove pritiske v smeri ustanavljanja novih igralnic na območju Furlanije Julijske krajine in Veneta. Obstaja velika

verjetnost, da se v dveh letih pojavi nova večja igralnica na Hitovem glavnem trgu (Strategija razvoja družbe in skupine Hit v obdobju 2008 – 2012).

V Republiki Avstriji se položaj občutno ne spreminja, prihaja pa do posodabljanja igralniških kapacitet v smeri posnemanja Hitovega modela ponudbe (zabava ter širša turistična ponudba).

Navedena dejstva ter poslabšanje makroekonomskih razmer v letu 2007, ki se kažejo v visoki inflaciji ter recesiji, bodo verjetno vplivala na poslovanje Hita v prihodnjih nekaj letih. Pričakovati je tako nižjo rast podjetja, ki bo v veliki meri posledica zmanjšanja investicij.

1.3.2 Politično okolje

Igralniška dejavnost se je v Sloveniji v zadnjih petnajstih letih razvila v pomemben del turističnega gospodarstva, ki zaposluje veliko število ljudi in ustvari občuten delež prihodkov lokalnih skupnosti in državnega proračuna. Ob tem je zakonsko-regulatorni sistem urejanja te dejavnosti zaostal za sodobnimi potrebami urejanja in usmerjanja dejavnosti, zato Republika Slovenija nujno potrebuje poglobljeno strokovno razpravo, posodobljeno strategijo razvoja te dejavnosti in zakonodajo, ki bo dejavnost vsebinsko in institucionalno umestila v turistične strategije Republike Slovenije ter upoštevala trende razvoja dejavnosti v Evropski uniji (Strategija razvoja družbe in skupine Hit v obdobju 2008 – 2012).

Zakonski okvir se v zadnjih letih ni bistveno spreminjal, obdavčitev igralništva ostaja visoka, kar zaradi spremenjenih tržnih razmer (zaostrovanje konkurence, trendi liberalizacije v sosednjih državah, razvoj nadomestnih igralniških produktov) in ob togi lastniški ter upravljalški strukturi (izključno lastništvo paradržavnih skladov in lokalnih skupnosti) ogroža poslovanje igralniških podjetij.

Za podjetje Hit predstavlja veliko oviro pri razvoju igralništva davčna politika države do izvozno naravnane igralniškega turizma. Storitve igralnice namreč prodajajo doma, gre pa dejansko za izvoz storitev, ki ga obdavčujejo kot domačo porabo (revijakapital.com). Veljavna obdavčitev igralništva znaša okrog 37 odstotkov. Za primerjavo naj omenim, da znaša obdavčitev igralnic v Las Vegasu okrog 6,5 odstotkov. Hit plačuje davke od posebnih iger na srečo in koncesijsko dajatev na podlagi progresivne davčne lestvice, kjer je osnova bruto realizacija. Takšna obremenitev igralniške dejavnosti je prevelika in ne dopušča večjih naložb v hotelirstvo in turizem.

Kako se bo igralništvo razvijalo v Sloveniji je torej v veliki meri odvisno tudi od sodelovanja z državo. Vlada Republike Slovenije bi morala pripraviti celovito strategijo razvoja igralništva v Sloveniji. Potrebne bi bile spremembe zakona o igrah na srečo, ki bi med drugim določil nov davčni okvir, ki bi vsa igralniška podjetja z degresivnim obdavčenjem usmerjal v razvoj hotelskih, sprostitev in drugih neigralniških kapacitet. Davčna razbremenitev bi

igralniškim podjetjem omogočila večje izdatke za investicije, ki bi dolgoročno koristili k celovitemu izboljšanju infrastrukture in razvoju slovenskega gospodarskega prostora.

2 VREDNOTENJE SKUPINE HIT

V razmerah gotovosti je tržna vrednost podjetja enaka vsoti tržnih vrednosti (sedanjih vrednosti) izdanih vrednostnih papirjev podjetja. V razmerah negotovosti pa je izračun tržne vrednosti podjetja bolj zapleten, saj se pojavi tveganje, da prihodnji denarni tokovi ne bodo takšni, kot se pričakuje (Marmor, 2000, str. 80).

Skupino Hit bom vrednotila na podlagi javno objavljenih podatkov od leta 2002 do leta 2006 po modelu diskontiranih denarnih tokov ter modelu ekonomske dodane vrednosti.

Postopek vrednotenja je sestavljen iz naslednjih faz:

- Analiza preteklega in tekočega poslovanja
- Ocena bodočega razvoja
- Ocena stroška kapitala ter napoved rasti podjetja
- Izračun vrednosti podjetja po metodah DCF in EVA

2.1 ANALIZA PRETEKLEGA IN TEKOČEGA POSLOVANJA

Analiza preteklega poslovanja omogoča vpogled v preteklo ustvarjanje vrednosti podjetja in je temelj za napovedovanje različnih scenarijev razvoja v prihodnosti.

V nadaljevanju bom prikazala izračune dejavnikov vrednosti, zato sem podatke podjetja Hit zapisala tako, da so iz njih razvidni investirani kapital, prilagojeni dobiček iz poslovanja in prosti denarni tokovi. Za izračun bom uporabila javno objavljene podatke od leta 2002 do leta 2006.

Ti izračuni so pomembni, saj so finančni podatki v letnih poročilih v večji meri namenjeni zunanjim interesnim skupinam. Za potrebe odločanja managerjev pa so potrebne nekatere prilagoditve iz katerih so razvidni ključni dejavniki vrednosti, ki dajejo bolj pregleden vpogled v poslovanje podjetja. (Brigham, 2004, str. 201).

Celotna sredstva podjetja se delijo na dve kategoriji (Brigham, 2004, str. 202):

1. Poslovna sredstva (ang. operating assets), ki se delijo na kratkoročna poslovna sredstva (ang. operating current assets) in dolgoročna poslovna sredstva (ang. long-term operating assets)
2. Neposlovna sredstva (ang. nonoperating assets)

Čisti investirani poslovni kapital je seštevek dolgoročnih poslovnih sredstev in čistega poslovnega obratnega kapitala (ang. Net Operating Working Capital) (Brigham, 2004, str. 203). Čisti investirani poslovni kapital (ang. Total Net Operating Capital) lahko izračunamo na dva načina: od sredstev, potrebnih za poslovanje podjetja odštejemo obveznosti iz poslovanja, ali pa od seštevka kapitala in finančnih obveznosti odštejemo naložbe.

Tabeli 2 in 3 prikazujeta na podlagi konsolidirane bilance stanja Hit-a za leto 2006 izračunan investirani kapital.

Tabela 2: izračun investiranega kapitala v letu 2006 na 1. način

1. Način	v 000 eur
Neopredmetena sredstva	8.202
+ Opredmetena osnovna sredstva	189.503
+ Odložene terjatve za davek	1.533
+ Zaloge	2.738
+ Dolgoročne poslovne terjatve	1.726
+ Kratkoročne poslovne terjatve	14.921
– Rezervacije	7.475
– Odložene obveznosti za davek	79
– Kratkoročne poslovne obveznosti	32.815
+ AČR	12.560
Investirani kapital	190.814

Vir: Lastni izračun.

Tabela 3: izračun investiranega kapitala v letu 2006 na 2. način

2. Način	v 000 eur
Kapital	186.233
+ Dolgoročne finančne obveznosti	43.534
+ Kratkoročne finančne obveznosti	30.500
– Naložbene nepremičnine	14.782
– Dolgoročne finančne naložbe	21.468
– Kratkoročne finančne naložbe	9.924
– Denarna sredstva	25.547
+ PČR	2.268
Investirani kapital	190.814

Vir: Lastni izračun.

V Tabeli 4 na strani 9 je prikazan izračun čistega poslovnega obratnega kapitala (ang. Net Operating Working Capital) po naslednji formuli (Brigham, 2004, str. 203):

$$NOWC = \text{Kratk. posl. sredstva} - \text{Obv. iz poslovanja} - \text{Rezervacije} \quad (1)$$

Kratkoročna poslovna sredstva so sredstva, ki so neobhodno potrebna za dejavnost podjetja. Kratkoročne naložbe se ne upoštevajo v izračunu. Poslovnemu obratnemu kapitalu prištejemo še dolgoročna poslovna sredstva, ki so neobhodno potrebna za opravljanje dejavnosti podjetja in dobimo celotni investirani kapital.

Iz tabele je razvidno, koliko je znašal investirani kapital v poslovne in koliko v neposlovne aktivnosti. Med neposlovna sredstva štejemo kratkoročne ter dolgoročne finančne naložbe ter denarna sredstva. Investirani kapital je izračunan iz bilanc stanja na koncu poslovnega leta in se uporablja kot podatek o začetnem vložku kapitala za naslednje leto.

Tabela 4: Izračun investiranega kapitala v obdobju od leta 2002 do leta 2006 v 000 eur

	2006	2005	2004	2003	2002
Kratkoročna posl. sredstva	43.206	42.126	39.111	32.005	25.648
Obveznosti iz poslovanja	– 40.369	– 41.851	– 47.395	– 41.358	– 37.763
Čisti poslovni obratni kap.	2.837	275	– 8.284	– 9.354	– 12.116
Dolgoročna posl. sredstva	200.964	185.097	186.408	137.300	132.174
INVESTIRANI KAPITAL	203.801	185.372	178.124	127.947	120.058
Neposlovna sredstva	46.174	49.570	39.734	33.800	32.529
AČR	12.560	11.287	10.907	5.238	4.953
SKUPAJ SREDSTVA	262.535	246.229	228.765	166.985	157.540
Kapital	186.233	181.187	153.360	125.159	104.873
Obveznosti iz financiranja	74.034	62.024	67.399	38.826	46.900
PČR	2.268	3.018	8.006	2.999	5.766
SKUPAJ OBVEZNOSTI	262.535	246.229	228.765	166.985	157.540

Vir: Lastni izračuni.

V Tabeli 5 na strani 10 je prikazan izračun davka iz EBIT in izračun NOPLAT. NOPLAT smo izračunali tako, da smo od EBIT odšteli davke na EBIT. NOPLAT je dobiček iz poslovanja po davkih. To je čisti dobiček, ki bi ga podjetje imelo, če ne bi imelo nobenih finančnih prihodkov in nobenih finančnih odhodkov. Davki na EBIT so davki, ki bi jih podjetje plačalo, če ne bi imelo dolga, presežnih finančnih investicij in prihodkov, ki niso povezani s poslovanjem podjetja.

Investirani kapital se v praksi prikazuje na dva načina: kot povprečje med vrednostjo na začetku obdobja in končno vrednostjo ter kot vrednost na začetku obdobja. Zaradi primerljivosti vrednotenj z DCF in EVA modelom bom upoštevala vrednost investiranega kapitala na začetku obdobja. Samo v tem primeru dajeta namreč oba načina vrednotenja enak rezultat. Tak pristop je tudi pravilnejši s stališča lastnikov oziroma investorjev v podjetje. Investorje namreč bolj zanima donosnost vloženih sredstev, kot pa donosnost povprečja teh sredstev. Uspešnost podjetja je odvisna od tega, kako management podjetja upravlja s sredstvi investorjev (Copeland, Koller & Murrin, 2000, str. 167).

Tabela 5: Izračun NOPLAT in ROIC v obdobju od leta 2002 do 2006 v 000 eur

	2006	2005	2004	2003	2002
Davek iz dobička	– 5.688	– 7.604	– 5.091	– 4.203	– 1.065
Davek na odhodke od obresti	– 672	– 669	– 794	– 1.783	– 1.138
Davek na prihodke od obresti	185	600	1.062	1.118	787
Davek iz EBIT	– 6.175	– 7.672	– 4.823	– 4.868	– 1.416
EBIT	24.476	36.458	25.519	16.973	10.431
Davki iz EBIT	– 6.175	– 7.672	– 4.823	– 4.868	– 1.416
NOPLAT	18.301	28.786	20.696	12.104	9.014
Investirani kapital (zač. leta)	185.372	178.124	127.947	120.058	
ROIC	9,87 %	16,16 %	16,18 %	10,08 %	

Vir: Lastni izračuni

Iz Tabele 5 je razvidno, da je znesek investiranega kapitala v obravnavanih letih naraščal. ROIC pa je bil najvišji leta 2004 (16,18 %), nato pa je padel kar na 9,9 % leta 2006. Konec leta 2006 je skupino sestavljalo šest odvisnih družb, tri manj kot konec leta 2005. Učinek sprememb v skupini se je pokazal pri poslovnih rezultatih, leta 2006, saj sta dve uspešni družbi, Hit Colosseum, d.o.o., in Daimond, d.d., leta 2005 odvisni družbi Hita, leta 2006 postali njegovi pridruženi družbi. S tem so bili njuni rezultati izločeni iz konsolidacijskih vrednosti. Poleg navedenega se je intenzivni investicijski cikel, predvsem popolna prenova IZC Park (velik del njegovih kapacitet je bil izven normalnega poslovnega pogona) ter gradnja novega prizidka hotela Perla, odrazil z manjšim dobičkom. Tudi v prihodnje lahko pričakujemo padajoč trend ROIC, kar je v skladu s trendi igralniške dejavnosti pri nas in po svetu. Igralniška industrija mora vedno več vlagati v dodatno ponudbo integriranega igralniškega produkta (koncerti, prireditve, ipd), ki pa ni tako donosna kot sama dejavnost igralništva. V zadnjem obravnavanem letu managerji niso bili tako uspešni pri gospodarjenju s sredstvi investitorjev kot prejšnji dve leti. Razlogi za visok porast investiranega kapitala leta 2005 je predvsem porast dolgoročnih poslovnih sredstev (opredmetenih in neopredmetenih).

Tabela 6 na strani 11 prikazuje izračun tehtanega povprečja stroška kapitala. Za donosnost netvegane naložbe ter tržno tveganje sem uporabila podatke objavljene na spletni strani Damodaran. Donosnost netvegane naložbe znaša 5,20 % in je izračunana kot povprečje donosnosti ameriških državnih obveznic v obdobju od leta 1928 do leta 2006. Tržna donosnost za Slovenijo pa znaša 5,70 %. Prav tako sem za strošek dolga uporabila podatek z Damodarana.

Tabela 6: Izračun WACC za obdobje od leta 2002 do leta 2006 v 000 eur

	2006	2005	2004	2003
Kapital (stanje na začetku leta)	181.187	153.360	125.159	104.873
Donosnost netvegane naložbe	5,20 %	5,20 %	5,20 %	5,20 %
Tržno tveganje	5,70 %	5,70 %	5,70 %	5,70 %
Beta panoge za nezadolženo podj.	0,60	0,63	0,54	0,54
Beta koef. zadolženega podjetja	0,74	0,80	0,68	0,68
Zahtevana donosnost last. kapitala	9,42 %	9,76 %	9,08 %	9,08 %
Dolg (povprečno stanje)	68.029	64.711	53.112	42.863
Strošek dolga	6,70 %	6,39 %	5,47 %	5,50 %
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	37,00 %	37,00 %	37,00 %	37,00 %
Dejanska obrestna mera	3,70 %	3,71 %	3,95 %	4,10 %
Lastniški kapital + dolg	249.216	218.072	178.271	147.736
Delež lastniškega kapitala	72,70 %	70,33 %	70,21 %	70,99 %
Delež dolga	27,30 %	29,67 %	29,79 %	29,01 %
WACC	8,00 %	8,06 %	7,40 %	7,45 %

Vir: Damodaran, 2008; Lastni izračuni.

V Tabeli 6 je beta podjetja izračunana s pomočjo Hamada enačbe (2) iz beta koeficienta objavljenega kot povprečje panoge hotelirstva in igralništva za nezadolženo podjetje (investopedia):

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - T) \frac{\text{Dolg}}{\text{Kapital}} \right) \quad (2)$$

Zahtevana donosnost lastniškega kapitala je izračunana s pomočjo CAPM modela. Ta model temelji na načelu, da je zahtevana stopnja donosa je enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za tveganje (Mramor, 2000, str. 99):

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) * \beta_i \quad (3)$$

Tehtano povprečje stroška kapitala pa sem izračunala po naslednji formuli (Brigham, Daves, 2004, str. 310):

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_{ps} r_{ps} + w_s r_s \quad (4)$$

Pri tem je pomembno vedeti, da je WACC tehtano povprečje stroška vsake nove enote (npr. evra) kapitala, ki ga podjetje pridobi za financiranje poslovanja. WACC ni povprečni strošek vsega kapitala, ki ga je podjetje pridobilo v preteklosti. Tako je WACC uporaben predvsem pri diskontiranju prihodnjih denarnih tokov. Zato bi morali pri izračunu WACC tudi

upoštevati ciljno strukturo kapitala in ne dejanskih deležev (Brigham & Daves, 2004, str. 311).

Pri izračunu dolga je uporabljeno povprečno stanje med dvema letoma. WACC se je v obravnavanem obdobju (2003 do 2006) gibal med 7,40 % leta 2004 ter 8,06 % leta 2005.

Ekonomski dobiček je kategorija, ki meri uspešnost podjetja glede na tveganja in pričakovani donos investitorjev. Podjetje je uspešno, če ustvari več kot znaša strošek vseh virov financiranja. Ekonomski dobiček določenega obdobja je tok vrednosti lastniškega kapitala. Ne ugotavljamo torej vrednosti lastniškega kapitala, temveč njegovo povečanje ali zmanjšanje. (abeceda.si).

V Tabeli 7 sem ekonomski dobiček prvič izračunala kot produkt razlike med donosnostjo investiranega kapitala (ROIC) in tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC) ter drugič kot razliko med dobičkom iz poslovanja in vrednostno izraženim stroškom kapitala. Ekonomski dobiček je bil v vseh obravnavanih letih pozitiven. Najvišji pa je bil leta 2005, ko je znašal 14.429.000 eur.

Tabela 7: Ekonomski dobiček v obdobju od leta 2003 do 2006 v 000 eur

	2006	2005	2004	2003
ROIC	9,87 %	16,16 %	16,18 %	10,08 %
WACC	8,00 %	8,06 %	7,40 %	7,45 %
Razlika (ROIC – WACC)	1,87 %	8,10 %	8,78 %	2,63 %
Investirani kapital (začetek leta)	185.372	178.124	127.947	120.058
Ekonomski dobiček	3.471	14.429	11.228	3.160
NOPLAT	18.301	28.786	20.696	12.104
Strošek investiranega kapitala	14.830	14.357	9.468	8.944
Ekonomski dobiček	3.471	14.429	11.228	3.160

Vir: Lastni izračuni.

Vsa podjetja ne dosegajo nujno pozitivnega prostega denarnega toka. V vseh letih negativni prosti denarni tok ne pomeni vedno slabega stanja za podjetje, ampak je to odvisno od vzroka nastanka negativnega prostega denarnega toka. V primeru, da je negativenega NOPATa, negativen prosti denarni tok predstavlja težavo, saj verjetno podjetje slabo posluje. Če se podjetje hitro razvija in veliko vlaga v naložbe, predstavlja negativni prosti denarni tok le začasno stanje in gre pričakovati večje proste denarne tokove v prihodnosti, ko se bodo kazali pozitivni učinki naložb v poslovanje. Enako pomeni negativni prosti denarni tok v podjetju, ki je v začetni dobi poslovanja. V primeru, da negativni prosti denarni tok v podjetju nastaja zaradi večjih naložb, je bolje, da si lastniki v tem obdobju ne izplačajo dobička, temveč morajo priskrbeti dodatna sredstva za nadaljnje poslovanje (velikokrat se povečujejo obveznosti podjetja) (Brigham & Daves, 2004, str. 207).

Nič ni torej narobe z negativnimi prostimi denarnimi tokovi, če le-ti omogočajo dobičkonosno rast. Ali je rast dobičkonosna pa nam pove donosnost vloženega kapitala ROIC, ki mora biti višja od zahtevane donosnosti kapitala.

Tabela 8: Izračun prostega denarnega toka v letih od 2003 do 2006 v 000 eur

	2006	2005	2004	2003
NOPLAT	18.301	28.786	20.696	12.104
Neto poslovni obratni kapital (NOWC)	2.837	275	– 8.284	– 9.354
Poslovno potrebna dolg. sredstva	212.487	183.188	181.826	132.776
Celotna poslovno potrebna sredstva	215.324	183.463	173.542	123.423
Neto investicije v poslovna sredstva	31.861	9.921	50.119	6.581
Amortizacija	19.732	23.893	14.465	15.069
Bruto investicije	51.594	33.814	64.584	21.651
PROSTI DENARNI TOK	– 13.560	18.865	– 29.423	5.523

Vir: Lastni izračuni.

Iz Tabele 8 je razviden izračun prostega denarnega toka skupine Hit za pretekla štiri leta. Leta 2006 ter 2004 je imelo podjetje Hit negativen prosti denarni tok, saj sta bili ti dve leti investicijsko izredno intenzivni in zahtevni.

2.2 OCENA BODOČEGA RAZVOJA PODJETJA HIT

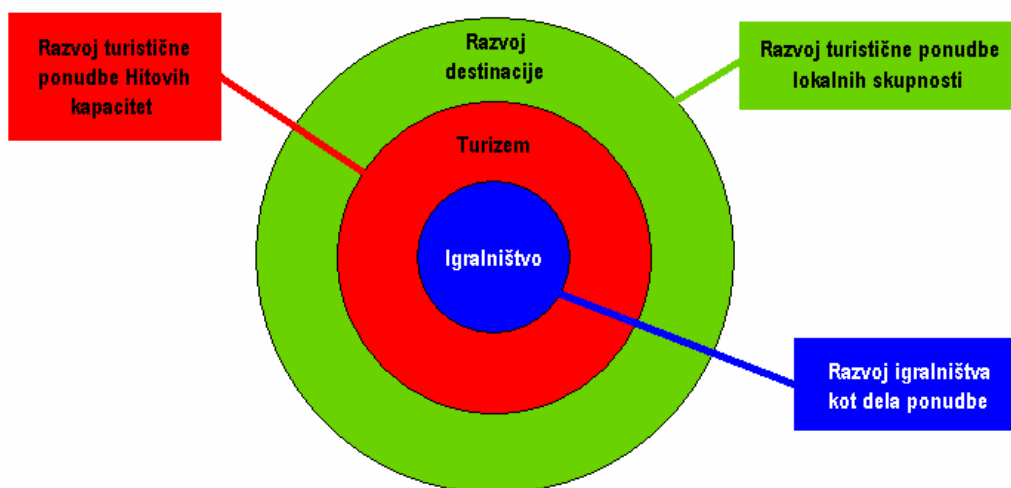
Osrednja strateška usmeritev matične družbe je izvozno usmerjena igralniško-zabaviščna dejavnost, namenjena čim širšemu krogu gostov. Med glavnimi strateškimi cilji krovne družbe Hit je skupaj z družbami v skupini postati ena izmed vodilnih evropskih družb v zabavišni dejavnosti. Zato družba vlaga v razvoj dejavnosti v tujini, kot tudi v Sloveniji (letno poročilo 2006, 2007, str. 30).

V splošnem postaja igralništvo vse bolj družbeno sprejemljivo. Študije WTO-ja potrjujejo, da se bo ta panoga v prihodnjih letih najhitreje razvijala. Igralništvo po zaslugi Hit-a predstavlja za Slovenijo veliko priložnost, saj lahko postane generator gospodarskega in turističnega razvoja (Nemec, 2002, str. 71). Igralništvo se lahko dobro razvija le sorazmerno z razvojem ostale turistične ponudbe v Sloveniji. Prav zaradi tega želi Hit z drugimi partnerji v okolju ustvariti sinergijo v oblikovanju in trženju celovitega turističnega produkta.

Za uspešen razvoj v prihodnosti se bo podjetje HIT moralo še bolj usmeriti v razvoj integriranega produkta, ki ponuja gostu cel spekter doživetij, zabave ter udobja. Priložnosti pa bo moralo iskati tudi na drugih trgih.

Razvoj destinacij bo v prihodnjih letih predstavljal najpomembnejšo strateško usmeritev Hita. Razvoj destinacij pomeni razvoj lokalnih skupnosti in celotne Slovenije kot prepoznavne turistične destinacije.

Slika 1: Strateška usmeritev podjetja Hit



Vir: Strategija razvoja družbe in skupine Hit v obdobju 2008 – 2012.

Skupne investicije v obravnavanem obdobju (2008 – 2012) so ocenjene na 300 mio eur. Sredstva namerava Hit pridobiti iz naslednjih virov:

- Tekoča akumulacija – zaradi poslabšanja ekonomskih razmer na ključnih trgih, krepitve konkurence v igralnih salonih in razvoja nadomestnih oblik igralništva ter visokih davčnih obremenitev, ki ne upoštevajo zaostrenih poslovnih razmer, pomeni majhen vir sredstev
- Dolžniški kapital (kredit, obveznice) – Strategija predvideva dolžniško financiranje v višini največ 60%
- Prodaja naložb in kapitalskih deležev
- Dokapitalizacija z zasebnim kapitalom – V lastniško strukturo Hita lahko vstopijo finančni in strateški vlagatelji, kar pa bo možno šele po spremembi zakonodaje

Dolgoročno so možnosti razvoja Hit-a v investiranju v atraktivno in spremembam prilagodljivo ponudbo, ki se bo tudi v prihodnje zgledovala po ameriškem Las Vegasu. Poleg same igralniške dejavnosti mora tako podjetje vlagati tudi v dopolnilno ponudbo. Sem sodijo razni koncerti, posebni dogodki, tematski večeri ipd. Takšna ponudba bi tako omogočila zabavo za ljudi vse starosti. Za doseganje tega cilja so torej potrebne tudi investicije v manj donosne dopolnilne dejavnosti in tudi višji izdatki za oglaševanje. Le na tak način bo podjetje Hit ohranjalo konkurenčno prednost pred vedno ostrejšo konkurenco.

Priložnosti podjetja je potrebno presojati ob dejstvu, da imata tako stopnja prihodkov kot ROIC podjetja trend padanja. Razlogi za to so predvsem v splošnih trendih gibanja donosnosti

v igralski dejavnosti, ter v vse ostrejši konkurenci. Vse bolj se kaže potreba po vedno večjem vlaganju v manj donosne dopolnilne dejavnosti (zabava in gostinstvo).

2.3 OCENA POVPREČNEGA STROŠKA KAPITALA IN PRIČAKOVANE RASTI

Vrednost skupine Hit bom ocenila ob različnih predpostavkah povprečnega stroška kapitala ter pričakovane rasti podjetja.

2.3.1 Ocena tehtanega povprečja stroškov vloženega kapitala

Pretekli povprečni strošek kapitala sem izračunala pri analizi preteklega poslovanja. Iz Tabele 9 je razvidno, da se je le-ta v obdobju od leta 2003 do leta 2006 gibal od 7,40 % leta 2004 do 8,06 % leta 2005.

Tabela 9: Pretekli povprečni strošek kapitala

	2006	2005	2004	2003
WACC	8,00 %	8,06 %	7,40 %	7,45 %

Vir: Lastni izračuni.

V tabeli 10 je prikazan izračun povprečnega stroška kapitala v panogi hoteli ter igralsko (hotels, gaming) s podatki za ZDA. Le-ta znaša za januar 2008 8,35 %.

Tabela 10: Povprečni strošek kapitala v panogi hoteli ter igralsko, podatki za ZDA

	Št. podjetij	Beta	Strošek kapitala	E/(D+E)	Strošek dolga	Davčna stopnja	Strošek dolga po davkih	D/(D+E)	WACC
Hoteli/igralsko	75	1,25	10,03 %	73,79 %	6,02 %	12,97 %	3,61 %	26,21%	8.35 %

Vir: Damodaran, 2008.

Izračunanemu WACC bi bilo potrebno prišteti še premijo za deželno tveganje, ki glede na podatke s spletne strani Damodaran znaša za Slovenijo 0,75 %.

V Strategiji podjetja Hit je napovedana zadolžitev do 60 %. Če upoštevam strošek lastniškega in dolžniškega kapitala iz leta 2006, potem bi ob takšni strukturi kapitala WACC znašal 6,86 %.

Kot sem povedala v oceni bodočega poslovanja je podjetje Hit za obdobje 2008 – 2012 napovedalo 300 mio eur investicij. Ta sredstva bodo porabljena predvsem za izboljšanje celovite ponudbe že obstoječih hotelov in igralnic ter za utrditev položaja na trgu. Vsaj za

nekaj prihodnjih let predpostavljam gibanje povprečnega stroška kapitala okrog 8 oziroma 9 odstotkov. Vrednost podjetja bom tako ocenila ob predpostavkah WACC: 7 %, 8 %, 9 %, 10 %, 11 %.

2.3.2 Ocena pričakovane rasti podjetja

V nadaljevanju bom ocenila rast skupine Hit v prihodnosti. Izhajala bom iz pretekle rasti prihodkov od prodaje.

Tabela 11: Letne stopnje rasti v letih od 2002 do 2006

Leto	Prihodki v 000 eur	Letna rast
2002	152.345	
2003	169.734	11,4 %
2004	191.634	12,9 %
2005	232.479	21,3 %
2006	226.830	- 2,4 %
		Povprečje = 10,8 %

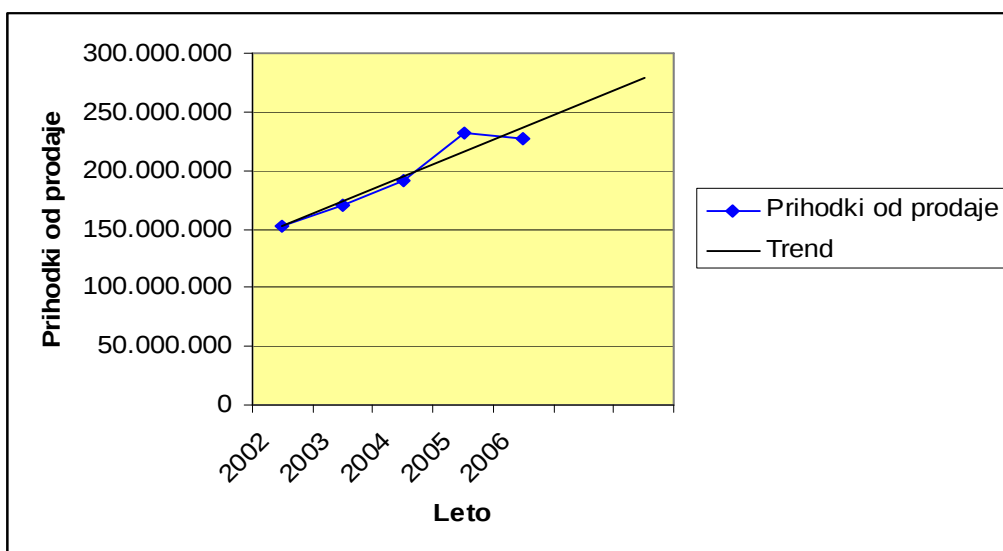
Vir: Lastni izračuni.

$$152.345 (1 + g)^4 = 226.830$$

$$g = 0,1046$$

$$g = 10,46 \%$$

Slika 2: Rast prihodkov od prodaje v letih od 2002 do 2006



Vir: Letna poročila 2002 – 2006.

Povprečna rast prihodkov od prodaje od leta 2002 do leta 2006 znaša 10,8 %. Prihodki od prodaje se bodo s podobno stopnjo rasti povečevali tudi v prihodnje. Zaradi slabših poslovnih rezultatov v letu 2007 in predvsem prvi polovici leta 2008 se bo v prihodnje rast podjetja najverjetneje v naslednjih letih nekoliko upočasnila. Zaradi slabega poslovanja nekaterih igralnih salonov bodo v podjetju verjetno razmislili tudi o odprodaji teh naložb.

V nadaljevanju bom rast podjetja (g) izračunala še kot zmnožek dobičkonosnosti kapitala ter deleža zadržanega dobička.

$$g = ROE * \text{delež zadržanega dobička} \quad (5)$$

$$ROE_{2006} = 10,3\%$$

$$g = 9,59 \%$$

Donosnost kapitala, merjena z razmerjem med čistim dobičkom in povprečno vrednostjo kapitala (brez dobička tekočega leta), je leta 2006 znašala 10,3 % in je bila za 9,0 odstotne točke nižja od vrednosti tega kazalnika za leto 2005 ($ROE_{2005} = 19,3 \%$).

$$\text{Delež zadržanega dobička} = 1 - \text{izplačane dividende} \quad (6)$$

$$\text{Delež zadržanega dobička} = 1 - 0,069 = 0,931$$

$$DPR = \frac{\text{Dividende}}{\text{Čisti Dobiček}} \quad (7)$$

Sledi še izračun rasti panoge hoteli ter igralništvo za ZDA. Januarja 2008 izračunan g kot povprečje rasti 75 podjetij je znašal 10,20 %.

Tabela 12: Rast panoge hoteli ter igralništvo s podatki za ZDA

	Število podjetij	ROE	Delež zadržanega dob.	rast
Hoteli/Igralništvo	75	11,95 %	85,37 %	10,20 %

Vir: Damodaran, 2008.

Glede na izračune lahko predpostavim rast skupine Hit v prihodnosti nekje med 8 % ter 10 %. V nadaljevanju bom izračunala vrednost podjetja pri različni predpostavljeni rasti: 3 %, 5 %, 7 %, 9 %, 10 %.

2.4 IZRAČUN VREDNOSTI SKUPINE HIT PO MODELU DISKONTIRANIH PROSTIH DENARNIH TOKOV

Model diskontiranih prostih denarnih tokov temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja vsem, ki so prispevali kapital. Pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno stopnjo, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa.

Denarni tok v podjetje določa vrednost podjetja in ga imenujemo prosti denarni tok (FCF – Free Cash Flow). FCF predstavlja denarni tok po plačilu davkov in vseh investicijah podjetja ter predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja. Izvira iz rednih ali osnovnih dejavnosti podjetja in je na voljo vsem, ki investirajo v podjetje, tako upnikom kot lastnikom.

Prosti denarni tok, je količina denarja, ki v posameznem letu ostane na razpolago lastnikom in upnikom, po tem, ko so bile izvedene vse investicije v stalna in gibliva sredstva, potrebna za ohranjanje stabilne rasti in dobrega poslovanja tudi v naprej (Brigham & Daves, 2002, str. 187).

Za izračun vrednosti poslovanja na podlagi prostih denarnih tokov, potrebujemo ocene prihodnjih denarnih tokov, ali ocene njihovih rasti in tehtano povprečje stroškov kapitala.

Tabela 13 prikazuje izračun prostih denarnih tokov.

Tabela 13: Izračun prostega denarnega toka podjetja

Prihodki iz poslovanja – Poslovni odhodki (str. materiala, storitev, dela)
= EBITDA (poslovni izid iz poslovanja, brez amortizacije, obresti in davkov)
– Amortizacija
= EBIT (poslovni izid iz poslovanja, brez obresti in davkov)
– Davek za plačilo glede na EBIT
= NOPAT (čisti dobiček iz poslovanja po davkih)
– Naložbe podjetja (povečanje gibljivih sred. + nove naložbe v stalna sred. + povečanje ostalih sred.)
= Prosti denarni tok podjetja
+ Denarni tok iz neposlovnih naložb podjetja
= Celotni prosti denarni tok, ki je na razpolago vsem, ki so prispevali kapital

Vir: Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 140.

Vrednost podjetja bom izračunala po naslednji formuli:

$$V_{op} = \frac{FCF_0(1+g)}{WACC - g} \quad (8)$$

Za FCF_0 bom pri vrednotenju upoštevala prosti denarni tok iz leta 2006. Vendar pa je zaradi visokih investicij leta 2006, prosti denarni tok v tem letu negativen, zato bom pri izračunu FCF_0 predpostavljala denarni tok ob nižjih investicijah.

Predpostavka 1: Neto investicije = 10 % NOPLAT

Predpostavka 2: Neto investicije = 20 % NOPLAT

Predpostavka 3: Neto investicije = 40 % NOPLAT

Predpostavka 4: Neto investicije = 50 % NOPLAT

Tabela 14: Prosti denarni tok ob različnih predpostavkah neto investicij

	2006	Predp. 1	Predp. 2	Predp. 3	Predp. 4
NOPLAT	18.300.562	18.300.562	18.300.562	18.300.562	18.300.562
Neto investicije v poslovna sredstva	31.861.323	1.830.056	3.660.112	7.320.225	9.150.281
PROSTI DENARNI TOK	-13.560.761	16.470.506	14.640.450	10.980.337	9.150.281

Vir: Lastni izračuni.

Kot FCF_0 bom vzela 15.000.000 eur, saj je v prihodnosti pričakovati višje denarne tokove zaradi povrnitve investiranih sredstev, ter nižjih prihodnjih investicij če upoštevamo napovedi v strategiji skupine Hit od leta 2008 do leta 2012.

Tabela 15: Vrednost podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov

g	V _{op} ob različnih predpostavkah WACC				
	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
3 %	386.250.000	309.000.000	257.500.000	220.710.000	193.120.000
5 %	787.500.000	525.000.000	393.750.000	315.000.000	262.500.000
7 %	-	1.605.000.000	802.500.000	535.000.000	401.250.000
9 %	-	-	-	1.635.000.000	817.500.000
10 %	-	-	-	-	1.650.000.000

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 15 prikazuje končne vrednosti skupine Hit ob različnih predpostavkah tehtanega povprečja stroškov kapitala in dolgoročne stopnje rasti podjetja. V izračunih sem upoštevala 3 %, 5 %, 7 %, 9 %, 10 % rast. V poglavju 2.3.2 sem prikazala izračune preteklih stopenj rasti. V povprečju je le-ta znašala okrog 10 % v obdobju od 2002 do 2006 vendar pa bo rast v prihodnje nekoliko nižja. Podjetje Hit namreč želi v prihajajočih letih zlasti utrditi položaj na obstoječih turističnih destinacijah, novih investicij pa ne načrtujejo. Tako bo Hit najverjetneje dosegel rast okrog 7 odstotkov ali celo manj. Pretekli tehtan povprečni strošek kapitala se je gibal okrog 8 odstotkov in temu podoben WACC je moč pričakovati tudi v prihodnje. Če upoštevam napoved v strategiji od leta 2008 do leta 2012, da se bo skupina zadolžila do 60 %, pa znaša povprečni strošek kapitala slabih 7 %. Najbolj verjetna ocena sedanje vrednosti podjetja Hit po metodi diskontirani denarnih tokov torej znaša 1.605.000.000 eur.

Izračuni v Tabeli 15 na strani 19 prikazujejo t.i. poslovno vrednost podjetja. Celotno vrednost podjetja pa bi dobili tako, da bi poslovni vrednosti prišteli še neposlovna sredstva (pretežno finančne naložbe podjetja). Vrednost kapitala pa bi nadalje izračunali tako, da bi od celotne vrednosti podjetja odšteli vrednost dolga.

2.5 IZRAČUN VREDNOSTI SKUPINE HIT PO METODI EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Ekonomska dodana vrednost v osnovi ni model, po katerem naj bi ocenjevali vrednost podjetja, temveč model preko katerega ugotovimo dodano vrednost, ki jo ustvarja podjetje. EVA služi predvsem kot kriterij, kako so vodilni v podjetju uspešni pri svojem delu. Z dobljenim rezultatom lahko izračunamo tudi vrednost podjetja s podobnim postopkom, kot se uporablja pri metodi diskontiranih denarnih tokov (Petrič, 2004, str. 16).

Model ekonomske dodane vrednosti se torej osredotoča na managersko učinkovitost v izbranem letu. Izračun začnemo z določitvijo presežnega donosa, kot razlike med ROIC in WACC podjetja, ki ga pomnožimo s knjigovodsko ugotovljenim investiranim kapitalom v osnovni dejavnosti podjetja. Ekonomska dodana vrednost je opredeljena z enačbo (9) (wikipedia):

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC \quad (9)$$

Če zgornji zapis nekoliko preuredimo, vidimo, da EVA ni nič drugega kot NOPLAT zmanjšan za vrednost vseh stroškov investiranega kapitala podjetja:

$$EVA = NOPLAT - WACC * IC \quad (10)$$

Kot je razvidno iz enačb, podjetje dodaja vrednost (EVA je pozitivna), ko je donosnost vloženega kapitala ROIC večja od tehtanega povprečja stroškov vloženega kapitala (WACC). V nasprotnem primeru (če je WACC večji od ROIC) bo nova investicija v poslovno potrebni kapital podjetju zmanjšala vrednost. EVA meri učinkovitost podjetja pri povečevanju vrednosti za delničarja. Lahko je izračunana za del podjetja ali podjetje kot celoto (Brigham & Daves, 2004, str. 211).

Vrednost podjetja s pomočjo EVA modela izračunamo po naslednji formuli (Štibernik, 2005, str. 39):

$$Vop = IC + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \quad (11)$$

$$V_{op} = IC + \frac{EVA_{2006}(1+g)}{WACC - g} \quad (12)$$

Vrednost podjetja po metodi ekonomske dodane vrednosti bom, tako kot pri modelu diskontiranih denarnih tokov, izračunala ob različnih predpostavkah prihodnje rasti podjetja ter ob različnih predpostavkah tehtanega povprečja stroškov vloženega kapitala.

Ekonomski dobiček je leta 2006 znašal 3.471.000, investiran kapital pa 185.372.066 eur.

Tabela 16: Vrednost podjetja po metodi ekonomske dodane vrednosti

g	V _{op} ob različnih predpostavkah WACC				
	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
3 %	274.750.316	256.874.666	244.957.566	236.445.351	230.061.191
5 %	367.599.566	306.857.066	276.485.816	258.263.066	246.114.566
7 %	-	556.769.066	371.070.566	317.836.996	278.221.316
9 %	-	-	-	563.711.066	374.541.566
10 %	-	-	-	-	567.182.066

Vir: Lastni izračuni.

Tudi pri ocenjevanju vrednosti podjetja po metodi ekonomske dodane vrednosti sem predpostavljala 3 %, 5 %, 7 %, 9 %, 10 % rast ter 7 %, 8 %, 9 %, 10 %, 11 % povprečni strošek kapitala. Iz razlogov, ki sem jih opisala že pri metodi diskontiranih denarnih tokov, je najbolj realna ocena rasti 7 %, ter ocena WACC 8 %. V takem primeru je vrednost podjetja Hit po metodi ekonomske dodane vrednosti 556.769.066 eur, kar je veliko manj kot po metodi DCF, kjer je vrednost 1.605.000.000 eur. Razlog je najbrž v visokem FCF₀, ki sem ga uporabila pri metodi diskontiranih denarnih tokov. FCF₂₀₀₆ je bil namreč negativen, zato je bilo potrebno zmanjšati investicije, da je bil izračun po tem modelu sploh mogoč. Pri metodi ekonomske dodane vrednosti, pa sem uporabila ekonomski dobiček iz leta 2006, ki pa je bil veliko manjši kot v predhodnih treh letih. Verjetno bi bilo v prihodnje realno pričakovati povišanje le-tega.

SKLEP

V diplomski nalogi sem predstavila dve metodi vrednotenja podjetij. Metodo diskontiranih denarnih tokov kot osnovno in največkrat uporabljeno, ter metodo ekonomske dodane vrednosti.

Za natančno določanje vrednosti podjetja so bistveni pogovori z vodstvom podjetja o prihodnjem poslovanju. Iz letnih poročil se namreč ne da razbrati prihodnjih postavk, ki so nujne za napovedovanje denarnih tokov ter ekonomskega dobička v prihodnosti. Zato sem vrednost skupine Hit računala ob različnih predpostavkah rasti ter tehtanega povprečja

stroškov kapitala. Rezultat vrednotenja je tako prikaz, kako se vrednost podjetja giba glede na doseženo rast in tehtan povprečni strošek kapitala.

Glede na poslovanje v zadnjem obdobju ter strategijo podjetja Hit do leta 2012, lahko sklepam, da se bo rast družbe nekoliko upočasnila. Povprečna rast v preteklih štirih letih je znašala okrog 10 odstotkov. Glavne prioritete v prihodnosti pa bodo utrjevanje položaja na obstoječih turističnih destinacijah. Strošek kapitala se je v obravnavanih letih gibal okrog 7 oziroma 8 odstotkov. Tak strošek kapitala najverjetnejši tudi za prihodnje obdobje. Ob 8-odstotnem tehtanem povprečnem strošku kapitala ter 7-odstotni rasti znaša vrednost podjetja Hit po metodi diskontiranih denarnih tokov 1.605.000.000 eur.

Ob istih predpostavkah po metodi ekonomske dodane vrednosti znaša vrednost podjetja 556.769.066 eur. Do takšne razlike pri vrednotenju je prišlo zaradi upoštevanja različnih predpostavk. Pri metodi diskontiranih denarnih tokov, sem kot denarni tok leta 2006 upoštevala 15.000.000 eur, čeprav je bil ta v resnici negativen, zaradi obsežnih investicij Hit-a v tem letu. Investicije sem tako zmanjšala in predpostavljala pozitiven denarni tok da je bilo vrednotenje po tem modelu sploh mogoče. Pri modelu ekonomske dodane vrednosti sem upoštevala pravo ekonomsko dodano vrednost leta 2006, ki pa je v primerjavi s predhodnimi leti zelo nizka.

Za natančno napovedovanje vrednosti podjetja bi bili potrebni tudi podatki za leto 2007, vendar pa le-ti javno še niso na voljo.

LITERATURA IN VIRI

1. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2007). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Brigham, E. & Daves, P. (2004). *Intermediate financial management*. Ohio: Thompson Corporation, South-Western.
3. Copeland, T., Kolle, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York: J. Wiley
4. Damodaran. Najdeno 20. junija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
5. *Ekonomska dodana vrednost*. Najdeno 6. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_Value_Added.
6. *Gospodarska rast*. Najdeno 6. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>.
7. *Hamada enačba*. Najdeno 6. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/h/hamadaequation.asp>.
8. *Igralništvo – več kot le hazard*. Najdeno 7. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/kapital/podrobnogledom.php?idclanka=1910>
9. *Indeks inflacije*. Najdeno 6. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/indikatorji.asp?id=1>.
10. Krivec, A. (2006) *Primerjava računovodskih kazalnikov uspešnosti izbranih družb*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta
11. *Letno poročilo skupine Hit za leto 2002*. (2003). Hit
12. *Letno poročilo skupine Hit za leto 2003*. (2004). Hit
13. *Letno poročilo skupine Hit za leto 2004*. (2005). Hit
14. *Letno poročilo skupine Hit za leto 2005*. (2006). Hit
15. *Letno poročilo skupine Hit za leto 2006*. (2007). Hit
16. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
17. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
18. Mramor, D. (2000a). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Mramor, D. (2000b). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Nemec, V. (2002). *Sodobni finančni modeli za vrednotenje podjetij – primer podjetja Hit*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Petrič, T. (2004, 28. julij). *Nerazumljena EVA*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
22. Puharič, K. (2004). *Gospodarsko pravo z osnovami prava*. Ljubljana: Uradni list
23. Skok, H. (2007). *Projektne tveganja s primerom podjetja Hit*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. *Skupina Hit*. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.hit.si/>.
25. *Stopnja inflacije*. Najdeno 6. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>.

26. Strategija razvoja družbe in skupine Hit v obdobju 2008 – 2012 Najdeno 15 avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.hit.si/>.
27. Šega, L. (1997). *Veliki poslovni angleško – slovenski slovar*. Ljubljana: Cankarjeva založba
28. Štibernik, M. (2005). *Vrednost podjetja X kot dejavnik prehoda v odprto delniško družbo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta

PRILOGE

Priloga 1 – Bilanca stanja skupine Hit od leta 2002 do leta 2006

Priloga 2 – Izkaz poslovnega izida skupine Hit od leta 2002 do leta 2006

Priloga 3 – Razlaga kratic uporabljenih v tekstu

Priloga 1 - Bilanca stanja

	2006	2005	2004	2003	2002
Dolgoročna sredstva	237.214.367	207.625.113	203.857.569	155.026.310	160.483.099
Neopredmetena sredstva	8.201.807	5.818.841	20.848.468	10.060.036	8.123.064
Opredmetena osn. sredstva	189.503.447	177.369.183	160.977.875	122.679.866	120.797.542
Naložbene nepremičnine	14.782.123			36.400	36.400
Dolgoročne finančne naložbe	21.467.910	22.527.917	17.449.524	17.689.718	28.272.947
Dolgoročne poslovne terjatve	1.725.964	1.909.172	4.581.702	4.560.290	3.253.146
Odložene terjatve za davek	1.533.116				
Kratkoročna sredstva	53.129.289	69.167.785	61.395.096	48.078.601	29.866.987
Sredstva za prodajo					
Zaloge	2.738.412	6.925.484	6.175.200	4.380.975	3.720.923
Kratkoročne finančne naložbe	9.923.740	27.041.771	22.284.485	16.073.907	4.219.483
Kratkoročna posojila	1.302.813	17.480.880			
Kratkoročne poslovne terjatve	14.920.418	12.535.424	15.914.964	12.931.994	11.908.208
Denarna sredstva	25.546.720	22.665.106	17.020.447	14.691.725	10.018.373
AČR	12.560.186	11.287.239	10.906.944	5.237.932	4.952.838
SKUPAJ SREDSTVA	302.903.842	288.080.137	276.159.610	208.342.843	195.302.925
<u>Kapital</u>	<u>186.232.611</u>	<u>181.186.655</u>	<u>153.360.420</u>	<u>125.159.034</u>	<u>104.873.290</u>
Kapital manjšinskih lastnikov	20.777.295	31.305.646	34.286.163	26.025.083	14.762.974
Kapital večinskih lastnikov	165.455.316	149.881.009	119.074.257	99.133.951	90.110.316
Osnovni kapital	28.328.468	28.328.468	28.328.468	28.328.468	28.328.468
Kapitalske rezerve	29.618.361	29.618.361			
Rezerve iz dobička	86.440.498	55.873.423	45.920.005	31.856.047	22.473.222
Preneseni čisti poslovni izid	10.301.832	7.784.506	7.697.855	7.597.162	8.956.038
Preostanek čistega dobička p.l.	9.987.957	27.900.705	10.936.567	5.308.851	4.387.615
Presežek iz prevrednotenja	685.366	372.676	26.189.776	26.028.530	25.961.734
Prevedbeni popravek kapitala	92.835	2.871	1.586	14.893	3.238
Dolgoročne obveznosti	51.087.753	37.950.176	45.303.476	31.081.915	42.054.723
Rezervacije	7.474.829	5.299.508	11.298.090	6.523.252	11.007.557
Dolgoročne finančne obveznosti	43.534.055	32.500.221	33.825.851	23.189.146	29.934.731
Dolgoročne poslovne obveznosti		150.447	209.535	1.369.517	1.112.435
Odložene obveznosti za davek	78.868				
Kratkoročne obveznosti	63.315.240	65.925.025	69.490.206	49.102.667	42.608.667
Kratkoročne finančne obveznosti	30.500.229	29.523.836	33.572.751	15.637.101	16.965.415
Kratkoročne poslovne obveznosti	32.815.010	36.401.189	35.917.455	33.465.565	25.643.252
PČR	2.268.240	3.018.282	8.005.508	2.999.228	5.766.245
Zabilančne obveznosti	17.647.801	30.167.330			
SKUPAJ OBVEZNOSTI	302.903.843	288.080.137	276.159.610	208.342.843	195.302.925

Priloga 2 – Izkaz poslovnega izida

	2006	2005	2004	2003	2002
Prihodki iz prodaje posl. učinkov	226.830.490	232.479.170	191.634.390	169.733.870	152.344.680
Sprememba vrednosti zalog	300.160				
Usredstveni lastni proizv. in stor.	1.509.873	463.128	659.239		6.751.669
Ostali poslovni prihodki	695.744	9.199.900	2.585.879	1.957.374	1.329.845
KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA	229.336.270	242.142.200	194.879.510	171.691.240	160.426.200
Poslovni odhodki	(204.860.494)	(205.684.060)	(169.360.550)	(154.718.710)	(149.995.660)
Stroški blaga, materiala, storitev	(66.915.344)	(71.374.450)	(60.887.140)	(51.257.570)	(53.580.290)
Stroški dela	(82.612.719)	(76.471.740)	(66.155.130)	(61.420.380)	(57.654.140)
Odpisi vrednosti	(19.876.298)	(24.293.949)	(14.851.302)	(15.971.440)	(13.835.157)
• Amortizacija	(19.732.457)	(23.892.672)	(14.464.685)	(15.069.383)	(13.019.997)
• Prevrednotevalni odhodki	(143.841)	(401.277)	(386.617)	(902.057)	(815.160)
Drugi poslovni odhodki	(35.456.134)	(33.543.916)	(27.466.984)	(26.069.321)	(24.926.064)
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	24.475.776	36.458.146	25.518.953	16.972.530	10.430.542
Finančni prihodki	2.885.457	3.021.995	4.850.872	5.032.486	3.578.180
Finančni prihodki iz deležev	2.145.055	621.745	601.486	558.918	431.435
Fin. prih. iz danih posojil, posl. terj. (obresti)	740.402	2.400.250	4.249.387	4.473.569	3.146.745
Finančni odhodki	(3.327.575)	(2.868.645)	(3.616.788)	(7.270.393)	(5.094.145)
Fin. odh. iz oslabitve in odpisov fin naložb	(638.574)	(193.465)	(439.722)	(136.918)	(541.692)
Fin. odh. iz poslovnih in fin. obveznosti (obresti)	(2.689.000)	(2.675.179)	(3.177.066)	(7.133.475)	(4.552.454)
Drugi prihodki	282.649	352.157	409.998	2.941.950	906.005
Drugi odhodki	(826.598)	(273.857)	(200.000)	(123.635)	(134.886)
Poslovni izid pred davki	23.489.710	36.689.797	26.963.036	17.552.934	9.685.695
Davek iz dobička	(5.688.065)	(7.603.714)	(5.090.907)	(4.203.451)	(1.064.781)
Odloženi davki	107.661	188.553			
Čisti p.i. manjšinskih lastnikov	(258.855)	(1.373.931)	(982.136)	(2.629.807)	(261.300)
Čisti p.i. obračunskega obdobja	17.650.451	27.900.705	20.889.993	10.719.671	8.359.614

Priloga 3 – Razlaga kratic uporabljenih v tekstu

DCF	diskontiran denarni tok
EVA	ekonomska dodana vrednost
NOWC	neto poslovni obratni kapital
EBIT	dobiček pred obrestmi in davki
EBITDA	dobiček iz poslovanja pred deprecijacijo in amortizacijo
NOPLAT	dobiček iz poslovanja po davkih
WACC	tehtan strošek kapitala
ROIC	donosnost na investirani kapital
FCF	prosti denarni tok
CAPM	capital asset pricing model