

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

DAVID NOVAK

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PREVZEM V AVTOMOBILSKI INDUSTRIJI: PORSCHE IN VOLKSWAGEN

Ljubljana, april 2010

DAVID NOVAK

IZJAVA

Študent **David Novak** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **doc. dr. Mateja Marinča**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 23.4.2010

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORETIČNA IZHODIŠČA PREVZEMOV PODJETIJ	2
1.1 VRSTE IN OBLIKE PREVZEMOV IN ZDRUŽEVANJ PODJETIJ	2
1.1.1 Prijazni in sovražni prevzemi	2
1.1.2 Združitve podjetij	3
1.1.3 Prevzem z odkupom delnic	3
1.1.4 Prevzem z odkupom premoženja	4
1.1.5 Odkup z zadolžitvijo	4
1.1.6 Pridobitev pooblastil za zastopanje	4
1.2 MOTIVI PREVZEMOV IN ZDRUŽITEV	4
1.3 TEŽAVE PREVZEMOV IN ZDRUŽITEV	5
1.4 OBRAMBA PODJETIJ PRED PREVZEMI	6
2 PREDSTAVITEV PODJETIJ	7
2.1 PORSCHE	7
2.1.1 Nastanek podjetja	7
2.1.2 Novejša zgodovina	7
2.1.3 Proizvodni program	8
2.2 VW GROUP	8
2.2.1 Nastanek podjetja	8
2.2.2 Novejša zgodovina	8
2.2.3 Proizvodni program	9
3 ANALIZA PREVZEMA PODJETJA VW GROUP	9
3.1 SINERGIJE, TEŽAVE IN FINANCIRANJE PREVZEMA	9
3.2 KRONOLOGIJA PREVZEMA	10
3.3 ANALIZA PODJETJA VW GROUP	12
3.3.1 Uspešnost poslovanja in ocena pričakovane rasti	12
3.3.1.1 Dobičkonosnost sredstev (ROA)	12
3.3.1.2 Dobičkonosnost kapitala (ROE)	13
3.3.1.3 Ocena pričakovane rasti podjetja	14
3.3.2 Metoda diskontiranih denarnih tokov	15
3.3.2.1 Opis metode	15
3.3.2.2 Izračun WACC	15
3.3.2.3 Izračun vrednosti po modelu diskontiranih denarnih tokov	17
3.3.3 Ekonomska dodana vrednost	19
3.3.3.1 Opis metode	19
3.3.3.2 Izračun investiranega kapitala in stroška investiranega kapitala	19
3.3.3.3 Izračun vrednosti po metodi ekonomske dodane vrednosti	20
3.4 PORSCHE IN VW GROUP PO PREVZEMU	22
3.5 FINANČNE TEŽAVE PORSCHEJA IN MOŽNE REŠITVE	23
SKLEP	24
LITERATURA IN VIRI	25

KAZALO TABEL

Tabela 1: Dobičkonosnost sredstev VW Group od leta 2004 do leta 2008	12
Tabela 2: Dobičkonosnost kapitala VW Group od leta 2004 do 2008.....	13
Tabela 3: Letne stopnje rasti VW Group v letih od 2004 do 2008	14
Tabela 4: Rast VW Group od leta 2004 do leta 2008	15
Tabela 5: Izračun WACC VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)	16
Tabela 6: Izračun prostega denarnega toka VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR).....	17
Tabela 7: Vrednost VW Group po metodi diskontiranih denarnih tokov	18
Tabela 8: Izračun vrednosti kapitala in vrednosti delnice VW Group z modelom diskontiranega denarnega toka na dan 31.12.2008	18
Tabela 9: Izračun investiranega kapitala VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR).....	19
Tabela 10: Izračun stroška investiranega kapitala VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR).....	20
Tabela 11: Izračun ekonomskega dobička VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR).....	20
Tabela 12: Vrednost VW Group po metodi ekonomske dodane vrednosti.....	21
Tabela 13: Izračun vrednosti kapitala in vrednosti delnice VW Group z metodo ekonomske dodane vrednosti na dan 31.12.2008.....	22
Tabela 14: Izračun vrednosti kapitala in vrednosti delnice VW Group po prevzemu z modelom diskontiranega denarnega toka	23

KAZALO SLIK

Slika 1: Rast prihodkov od prodaje VW Group v letih od 2004 do 2008 (v milijon EUR).....	14
--	----

UVOD

Avtomobilska industrija je s svojo več kot stoletno tradicijo ena najpomembnejših panog na svetu. Ima močan vpliv na gospodarstvo države, v kateri je prisotna, saj nase veže ogromne človeške, materialne, znanstvene, razvojne, energetske, storitvene in finančne vire. Je tudi ena najbolj zahtevnih panog, saj v njej vladajo huda konkurenca in veliki raziskovalno razvojni stroški.

Globalizacijski procesi podjetja vse bolj silijo v združevanja, prevzeme in druge oblike poslovnega povezovanja, saj ima lahko združeno podjetje boljše možnosti za rast in boljši položaj na trgu, na katerem tekmuje s svojimi konkurenti. Prevzemi in združevanja so najpogostejši med tistimi gospodarskimi subjekti, ki so tarče tujih potencialnih investitorjev in v tistih panogah, v katerih ima ekonomija obsega, s tem pa tudi zniževanje stroškov, pomembno vlogo. Kapitalske povezave preko nacionalnih meja omogočajo podjetjem izpolnjevati eno od pomembnih usmeritev, to je nenehna poslovna rast. Posledica teh združitvev in prevzemov so globalna podjetja z zelo obsežno koncentracijo dejavnosti in kapitala (Globalizacija, 2002).

Združevanja in prevzemi so se v avtomobilski industriji dogajali že prej, združevalna mrzlica pa se je začela na koncu devetdesetih let prejšnjega stoletja, ko sta se leta 1998 najprej združila nemški Daimler Benz in ameriški Chrysler. Ta združitev je močno povečala pritisk na ostale koncerne v avtomobilski industriji, ki so se morali temu ustrezno prilagoditi in prestrukturirati. Posledici teh združitvev in prevzemov sta zmanjševanje števila samostojnih avtomobilskih proizvajalcev in nastajanje velikih avtomobilskih koncernov, ki obvladujejo svetovno avtomobilsko industrijo (Lynn, 2006).

Namen zaključne naloge je po javno dostopnih informacijah predstaviti skupne točke in dejavnike, ki so vplivali na prevzem Volkswagen Group (v nadaljevanju VW Group), prikazati sosledje dogodkov, po katerih je ta prevzem potekal, podati čim bolj natančno vrednost podjetja VW Group s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov (angl. *Discounted Cash Flow - DCF*) in modela ekonomske dodane vrednosti (angl. *Economic Value Added - EVA*) ter določiti vrednost delnice na dan vrednotenja.

V prvem poglavju bom predstavil teoretična izhodišča prevzemov, v katerih bom opredelil delitev prevzemov, oblike in motive prevzemov in združevanj, obrambo podjetij pred prevzemi in težave prevzemov.

Drugi del vsebuje predstavitev podjetij VW Group in Porsche AG (v nadaljevanju Porsche), ki sodelujeta v prevzemu. V tem delu bom na kratko predstavil začetke in kratko zgodovino, ki se pri obeh podjetjih prepleta, novejšo zgodovino in proizvodni program.

V tretjem poglavju se bom lotil analize samega prevzema. V prvem delu tega poglavja bom prikazal sinergije prevzema, težave prevzema, financiranje prevzema in kronologijo prevzema. Nato pa bom naredil finančno analizo podjetja VW Group. To bom naredil s pomočjo kazalcev uspešnosti poslovanja ROA in ROE, z oceno pričakovane rasti podjetja in z vrednotenjem podjetja s pomočjo modela diskontiranih denarnih tokov ter z metodo ekonomske dodane vrednosti, pri čemer bom izračunal tudi vrednost posamezne delnice. Predzadnji del tega poglavja govori o obeh podjetjih po prevzemu, zadnji del pa o težavah, v katerih se je Porsche znašel zaradi tega prevzema in o možnih rešitvah teh težav.

1 TEORETIČNA IZHODIŠČA PREVZEMOV PODJETIJ

O prevzemu govorimo, ko nek gospodarski subjekt prevzame kontrolo nad drugim gospodarskim subjektom in je uradni proces prevzemanja kontrole v primeru družbe s tržljivimi vrednostnimi papirji, ki zajema postopke, določene s strani borze delnic in/ali vlade (Temeljni pojmi: Manager, 1994, str. 157).

Na začetku naj najprej opozorim na težave, ki nastajajo v povezavi z rabo izrazov združitve in prevzem v tuji in slovenski literaturi. Angloameriška literatura obravnava prevzem podjetij z izrazi "takeovers", "mergers" in "acquisitions", katerih uporaba je precej nedosledna, saj so med avtorji, ki jih uporabljajo, precejšnje razlike. Poleg tega pa nastane še dodatna težava pri prevodu teh izrazov iz angleškega v slovenski jezik. Za izraz "mergers" se kot najprimernejši prevod uporablja izraz združitve, ki vključuje še izraza spojitve in pripojitve (Bešter, 1996, str. 25). Prevod izrazov "takeovers" in "acquisitions" je nekoliko zapleten, vendar pa se najpogosteje uporablja skupen prevod, in sicer prevzemi (Bešter, 1996, str. 26).

Neskladja pri uporabi omenjenih izrazov nastajajo tudi zaradi prepleta ekonomskih in pravnih kriterijev. Za pravnike je edino merilo za ločevanje prevzemov število pravnih oseb, ki po prevzemu ostane. Če pri prevzemu iz več pravnih oseb nastane ena, pravniki govorijo o združitvi, ne glede na to, ali je bil prevzem dejansko prijazen ali sovražen. Ekonomsko gledano je stvar malo drugačna. Izraz združitev ekonomisti uporabljajo v povezavi z želenim povezovanjem, torej za prijazne prevzeme, medtem ko za sovražne prevzeme uporabljajo izraz "tender offer", kar pomeni ponudba za prevzem (Bešter, 1996, str. 29).

V diplomski nalogi bom izraz prevzem uporabljal kot splošni pojem, s katerim označujemo postopek, v katerem želi prevzemnik pridobiti nadzor nad nekim drugim podjetjem.

Prevzemnik pridobi nadzor nad podjetjem oziroma izpelje prevzem na naslednje načine (Ross, Westerfield & Jaffe, 2003, str. 819):

- z združitvijo (spojitve in pripojitve),
- s prevzemom z odkupom delnic,
- s prevzemom z odkupom premoženja,
- z odkupom z zadolžitvijo,
- in s pridobivanjem pooblastil za zastopanje na skupščinah delničarjev glede na to, ali gre za sovražen ali prijazen prevzem

Za katero od oblik se prevzemnik odloči, je odvisno od namena prevzema, velikosti podjetja, želenega nadzora in tudi od finančnih zmožnosti prevzemnika. Vse zgoraj omenjene oblike prevzemov bom predstavil v nadaljevanju.

1.1 VRSTE IN OBLIKE PREVZEMOV IN ZDRUŽEVANJ PODJETIJ

1.1.1 Prijazni in sovražni prevzemi

Prevzemi so lahko prijateljski ali sovražni, kriterij za to najosnovnejšo delitev prevzemov pa je naklonjenost uprave prevzemu. Sovražni prevzemi so tisti prevzemi, pri katerih prevzemniki naslovijo ponudbo za prevzem neposredno na delničarje, brez predhodnega posvetovanja z managementom ciljne družbe, delničarji pa se sami odločijo, ali bodo prodali svoj delež ali ne. Na drugi strani pa so prijateljski prevzemi tisti prevzemi, ki jih odobrijo tako delničarji, kot tudi management (Schnitzer, 1996, str. 55). Schnitzerjeva nadalje trdi tudi, da

so tarče sovražnih prevzemov najpogostejše starejša, počasneje rastoča podjetja, medtem ko naj bi bila hitreje rastoča podjetja deležna prijaznih prevzemov.

Ker je bil Porschejev prevzem VW Group označen kot sovražen, bom na kratko predstavil značilnosti za to obliko prevzema.

Management ciljnega podjetja lahko prevzemu nasprotuje iz več razlogov. Eden izmed razlogov je lahko prenizka cena delnice, katero prevzemnik ponuja za ciljno podjetje, mnogokrat pa je razlog nasprotovanju prevzema tudi grožnja pred izgubo dobro plačanih managerskih delovnih mest, zato se management trudi prepričati delničarje, da naj ponudbe za prevzem ne sprejmejo. Mnogo sovražnih prevzemov zaradi tega ni uspešnih (Brigham & Daves, 2004, str. 873-874).

Če se podjetje poslužuje obrambnih ukrepov, je to že dovolj zgovoren pokazatelj tega, da management obravnava prevzem kot sovražen, s tem pa je pogoj, da lahko govorimo o sovražnem prevzemu, izpolnjen. Prevzem pa je lahko sovražen tudi, kadar se management ciljnega podjetja ne brani, čeprav prevzem obravnava kot sovražen. To se lahko zgodi, ko se ciljno podjetje ne more braniti zaradi zakonskih, časovnih, statutarnih ali zaradi katerihkoli drugih razlogov, navsezadnje lahko tudi zaradi svoje nesposobnosti (Bešter, 1996, str. 102).

1.1.2 Združitve podjetij

O tej obliki povezovanja podjetij govorimo takrat, ko iz dveh ali več podjetij nastane eno samo podjetje, na katero se nato prenese vse premoženje in pa tudi vse obveznosti podjetij, ki se združujejo (Weston, 1990, str. 4). Pogodba o združitvi, katero pripravi management vpletenih podjetij na podlagi pogajanj, je za samo združitev ključnega pomena. Podpišejo jo predstavniki podjetij, potrdijo nadzorni sveti, delničarji vpletenih podjetij pa jo nato z večino glasov na skupščini odobrijo ali zavrnejo (Jarell, Brickley & Netter, 1988, str. 51).

Med združitve spadajo tudi spojitve in pripojitve. Za pripojitev je značilno, da si eno ali več podjetij pripoji drugo podjetje in pri tem prevzame vse njene obveznosti in premoženje, pri čemer pripojeno podjetje preneha obstajati. O spojitvi pa govorimo v primeru, ko dve ali več podjetij prenese vse svoje obveznosti in vse svoje premoženje na novo nastalo podjetje, sama pa pri tem prenehajo obstajati (Bohinc, 1998, str. 16).

1.1.3 Prevzem z odkupom delnic

Prevzem z odkupom delnic je najpogostejša oblika prevzema in nastane, ko prevzemnik kupi zadostno število delnic z glasovalno pravico prevzetega podjetja neposredno od delničarjev tega podjetja. To število delnic mora zadoščati, da prevzemnik prevzame nadzor. Ciljno podjetje ostane po prevzemu odgovorno za vse svoje obveznosti, razen v primeru, če prevzem pozneje preide v formalno združitev obeh podjetij. Pri prevzemu z odkupom delnic ne potrebujemo soglasja delničarjev, kar precej olajša sam postopek prevzema. Največji nasprotnik prevzema je management prevzetega podjetja, ki smatra tak prevzem kot sovražen in se mu upira. Sam postopek prevzema je pravnoformalno gledano veliko preprostejši od združitve. Kupiti je potrebno le delnice prevzetega podjetja, pri tem pa podjetje ne spremeni pravne oblike, ne potrebuje soglasja delničarjev, nadzornega sveta in ne soglasja managementa ciljnega podjetja. Prevzemnik je primoran objaviti le ponudbo za odkup delnic (Zakon o prevzemih – Zpre-1, 2006).

1.1.4 Prevzem z odkupom premoženja

Pri tej obliki prevzema prevzemnik odkupi le del ali celotno premoženje prevzetega podjetja, pri čemer potrebuje večino glasov delničarjev tega podjetja, prevzeto podjetje pa po končanem prenosu lastništva preneha obstajati. Ta način prevzema je precej podoben združitvam, razlika pa je v tem, da pri združitvah pride do celotnega prenosa vsega premoženja in vseh obveznosti na prevzemno podjetje, pri prevzemu z odkupom premoženja pa prevzemnik prevzame samo tisto premoženje in tiste obveznosti, ki so bile prej določene in dogovorjene. Prevzem z odkupom premoženja je pri sami pripravi prevzema in med samim prenosom lastništva, v primerjavi z združitvijo in prevzemom z odkupom delnic, dosti bolj zapleten (Trančar, 1999, str. 9-10).

1.1.5 Odkup z zadolžitvijo

Odkup z zadolžitvijo (angl. *Leveraged buyout - LBO*) je tista vrsta prevzemov, pri katerih manjša skupina investorjev ali management z zadolževanjem odkupi delnice odprte delniške družbe. Če delnice odkupi management obstoječega podjetja, govorimo o managerskem odkupu (angl. *Management buyout - MBO*). Ta oblika prevzema, pri kateri se prevzemniki zadolžujejo z najemom posojil ali z izdajo obveznic z visoko obrestno mero, mnogokrat služi tudi kot obramba, če obstaja sum, da podjetje lahko postane tarča sovražnega prevzema (Weston, 1990, str. 393-394).

1.1.6 Pridobitev pooblastil za zastopanje

V tem primeru gre za nadzor nad nasprotno stranjo delničarjev in s tem nad poslovanjem podjetja in ne za klasičen prenos lastništva. Delničarji na skupščini delničarjev pogosto ne glasujejo osebno, ampak to za njih opravlja oseba, katero pooblastijo, da v njihovem imenu glasuje o vseh zadevah na skupščini delničarjev (Brealey & Myers, 2000, str. 567). V ozadju vedno poteka tekmovanje za pridobitev pooblastil za zastopanje (angl. *Proxy contest*), s katerimi skuša določena skupina delničarjev (t.i. odpadniška skupina) ali skupina zunanjih investorjev pridobiti nadzor nad podjetjem in nad delovanjem managerjev ali celo doseči zamenjavo le-teh (Ross, Westerfield & Jaffe, 2003, str. 819). Za ta pooblastila se lahko potegujejo tudi managerji, ki se na ta način poskušajo izogniti pritiskom nadzornega sveta.

1.2 MOTIVI PREVZEMOV IN ZDRUŽITEV

Podjetja prevzemajo druga podjetja z različnimi motivi, pri čemer si avtorji, ki s pomočjo hipotez in teorij pojasnjujejo te motive, tu niso povsem enotni, kar pa še ne pomeni, da si te teorije oziroma hipoteze nasprotujejo. Velikokrat se le-te prepletajo, ker lahko samo s pomočjo več teorij in hipotez prepričljivo pojasnujemo pretekle primere prevzemov, sploh če se zavedamo, kako mnogo dejavnikov vpliva na podjetje, njegovo okolje in udeležence v podjetju (Bešter, 1996, str. 99).

Če bi se podjetja zanašala samo na notranjo rast, bi rast podjetij bila počasnejša in bolj dolgotrajna, konkurenca, ki bi se širila s pomočjo prevzemov, pa bi jih prehitela in s tem poslabšala njihov konkurenčni položaj. Zaradi tega se podjetja mnogokrat odločajo za prevzeme, ki jim omogočajo hitrejšo rast (Gaughan, 1999, str. 116).

V nadaljevanju bom predstavil nekaj avtorjev in njihove klasifikacije motivov.

Bowman in Faulkner (1997, str. 223) delita motive za prevzeme na finančne in strateške. Med strateške motive uvrščata prenos sposobnosti in virov ter doseganje sinergij, med finančne pa podcenjenost ciljnega podjetja, izogibanje davkom in presežek denarnih tokov. Podjetja se za prevzeme odločajo zaradi določenih prednosti, ki jih prinaša strategija prevzemanja, saj s tem povečajo svoj tržni delež in zmanjšajo sezonska nihanja v denarnih tokovih.

Tudi Walters (1993, str. 218) deli motive v dve skupini. V prvo skupino motivov, katerih cilj ni povečanje učinkovitosti, spadajo doseganje monopolne moči in onemogočanje vstopa novih konkurentov v panogo, managerski motivi in izogibanje davkom. V drugo skupino motivov, katerih cilj je povečanje učinkovitosti, pa spadajo sinergije, ki izhajajo iz ekonomije obsega, discipliniranje managementa, finančni motivi (diverzifikacija in prepoznavanje ter izkoriščanje ugodne kupčije) in preprečevanje oportunitizma.

Brouthers, Hastenburger in Ven (1998, str. 348) so naredili raziskavo motivov povezovanja podjetij na Nizozemskem. V tej raziskavi so analizirali 33 združitve, na podlagi vprašanj managerjem o njihovih motivih za prevzeme in združitve pa so dobili 17 najpogostejših odgovorov. Na podlagi teh odgovorov so motive razvrstili v tri skupine: ekonomski motivi, osebni motivi managerjev in strateški motivi. Med ekonomske motive so uvrstili ekonomije obsega v marketingu, povečanje donosnosti, razpršitev tveganja, zmanjševanje stroškov, razlike v vrednotenju ciljnega podjetja, obrambne mehanizme, odgovore na tržne neučinkovitosti in ustvarjanje vrednosti za delničarje. Osebni motivi managerjev se kažejo v povečanju prodaje, večjem ugledu, osebnih izzivih in priključitvi neučinkovitega managementa. Zadnja skupina, strateški motivi, pa vsebujejo povečanje tržne moči, priključitev konkurenta, ustvarjanje ovir za vstop in priključitev novih virov.

1.3 TEŽAVE PREVZEMOV IN ZDRUŽITEV

Pri prevzemih in združitvah akterji poudarjajo zlasti dobre novice, ki se kažejo v večji uspešnosti in učinkovitosti, potencialni rasti in povečanju donosa, vendar mnogokrat temu ni tako. Med prevzemnikom in ciljnim podjetjem pogosto prihaja do nesoglasij in konfliktov, kar zelo slabo vpliva na zaposlene in tudi na poslovanje obeh podjetij.

Razloge, ki lahko privedejo do problematičnega stanja pri prevzemu in združitvi, lahko iščemo na naslednjih področjih (Habeck, Kröger & Träm, 2000, str. 21-22):

- Vizija. Prevzemnik in ciljno podjetje nimata jasne predstave o tem, kakšna je vloga posameznega podjetja po povezovanju in čemu je njuno povezovanje sploh namenjeno. Statistično gledano obstaja malo podjetij, ki so že pred povezovanjem vedela, kaj s samim povezovanjem želijo doseči.
- Vodstvo. Ker pri povezovanju lahko prihaja tudi do zamenjave vodstva, bi morala podjetja to opraviti čim prej, ker drugače zapravljajo čas in vire ter povečujejo negotovost in zmanjšujejo motivacijo zaposlenih. S hitro zamenjavo se zagotovijo pristojnosti in odgovornosti vodstva, ob enem pa tudi potek novega načina poslovanja.
- Rast. Namesto da bi se podjetja posvetila rasti, se raje posvečajo zmanjševanju stroškov. S tem kratkoročno gledano sicer dosežejo rezultate, ki jih lahko štejemo kot uspeh, vendar pa pri tem pozabijo na preoblikovanje delovanja podjetja, ki je nujno, če hočejo rasti na dolgi rok.
- Zgodnji uspeh. Podjetja želijo kratkoročni uspeh takoj, zato upajo, da bodo zaposleni povezovanje takoj videli kot dobro priložnost za investicije in da bodo s tem kupili delnice novega podjetja. To se jim po navadi ne izide, saj zaposleni rabijo čas za takšne odločitve

in sprva ne zaupajo v novonastalo podjetje, če pa se jim izide, je to podlaga, da novonastalo podjetje na dolgi rok lahko pričakuje uspeh.

- **Kultura.** Organizacijska kultura je zelo pomemben dejavnik pri povezovanju podjetij. Povezujoča se podjetja imajo vsaka svojo kulturo, norme, vzorce vedenja in način dela, ki so v enem podjetju sprejemljivi, v drugem pa mogoče niso sprejemljivi, zato nastajajo kulturne pregrade, ki jih ni mogoče hitro odstraniti.
- **Komunikacija.** Komunikacija je naslednji pomemben dejavnik pri povezovanju podjetij, kateremu moramo nameniti veliko pozornost. Dogaja se, da podjetja pri samem povezovanju ne komunicirajo ustrezno z vsemi vpletenimi stranmi. Obveščati je potrebno tako delničarje kot zaposlene, pri čemer je slednje treba vključevati v razne odločitve, saj bodo s tem lažje in hitreje razvili pripadnost novonastalemu podjetju.
- **Obvladovanje tveganj.** Pri povezovanju podjetja premalo časa namenijo obvladovanju tveganj, zato jih mnogokrat niso sposobna obvladovati, kar pomeni, da posledično prihaja do raznoraznih nesoglasij.

Vzroke za neuspešnost združevanj in prevzemov gre iskati tudi v slabo izvedeni poprevzemni integraciji, ki je zelo pomembna, ker ima opravka z ljudmi. Zaposleni, ki niso zadovoljni s svojo novo vlogo, lahko podjetje zapustijo. Velik problem nastane, če podjetje s tem izgubi svoje najboljše zaposlenice, ki k sami rasti podjetja in razvoju doprinesejo največ (Brealey & Myers, 2000, str. 942).

1.4 OBRAMBA PODJETIJ PRED PREVZEMI

Management podjetja, ki je tarča sovražnega prevzema, se pred tem prevzemom poskuša obraniti. Naj še enkrat poudarim, da so prevzemi sovražni le do managementa ciljnega podjetja, predvsem zaradi morebitne menjave le-tega z namenom izboljšanja poslovanja, ne pa tudi do delničarjev, ki tak prevzem vidijo predvsem kot priložnost, da realizirajo visoke premije, ki lahko v posameznih primerih znašajo tudi več kot 100 % (Ross, Westerfield & Jaffe, 2003, str. 838).

Obrambne mehanizme delimo na preventivne in kurativne, pri čemer prvi zadevajo vse oblike prevzemov in združevanj, drugi pa delujejo le v smeri preprečevanja konkretne ponudbe za prevzem. Namen obeh mehanizmov je preprečevanje pridobitve nadzora nad ciljnim podjetjem ali oteževanje le-tega (Samec, 2001, str. 71).

Aktivnosti, ki jih podjetje izvaja že pred prevzemom kot splošno preventivo se delijo na tiste, ki predpostavljajo ravnanje managementa po načelu "dobrega gospodarja" in na tiste, katerih cilj je odvrčanje nezaželenih prevzemnikov. Ravnanje managementa po načelu "dobrega gospodarja" so spremljanje sprememb v lastniški strukturi, zagotavljanje čim višje vrednosti delnice, stalno komuniciranje z javnostjo in ustrezna samokritičnost managementa. V drugo skupino aktivnosti pa sodijo omejevanja v statutu podjetja (imenovanje članov uprave z različnimi časovnimi zamiki, zahteve po potrebnem odstotku večine pri glasovanju, določila v statutu o "pošteni ceni", ki mora biti ponujena v prevzemu), velikost podjetja, preventivno združevanje z drugimi podjetji, deleži managerjev in institucionalnih lastnikov, večji blok delnic v lasti managementu prijaznih investorjev, priprava strupenih tabletk, strupenih opcij in zlatih padal, primerna struktura kapitala, različni razredi delnic in podobno (Bešter, 1996, str. 105).

Tisto podjetje, ki je že postalo tarča prevzemnika, pa se proti prevzemu lahko bori s tožbami proti njemu, z ustreznim komuniciranjem s širšo javnostjo in s svojimi delničarji

(diskreditiranje prevzemnika, pojasnjevanje, da trg ne ceni dovolj odločitev tedanjega managementa podjetja) ter z obrambnimi prevzemi (združevanja, iskanje primernih kandidatov za obrambne prevzeme, iskanje belih vitezov, s poskusi prevzema prevzemnika, z odkupom lastnih delnic od določenega kroga lastnikov, s preoblikovanjem odprte delniške družbe v zaprto, z managementovim prepričevanjem delničarjev podjetja, komu naj prodajo svoje delnice in podobno) (Bešter, 1996, str. 106).

Ob uporabi obrambnih mehanizmov pri ciljnem podjetju nastajajo trenja, predvsem glede upravičenosti uporabe teh mehanizmov. Do teh trenj prihaja zaradi tega, ker jih management lahko uporablja ali celo zlorablja za zadovoljevanje lastnih potreb in ne deluje vedno v dobro podjetja. Argumenti za uporabo obrambnih mehanizmov so ustvarjanje razmer za dvig cene delnic, izboljšanje pogajalske pozicije managementa in zagotovilo za obvezno oddajo ponudbe za prevzem. Proti uporabi obrambnih mehanizmov pa so argumenti, ki poudarjajo povečane stroške prevzema in zmanjšanje učinkovitosti trga za kontrolo nad podjetji (Jašovič & Simoneti, 1995, str. 101).

2 PREDSTAVITEV PODJETIJ

2.1 PORSCHE

2.1.1 Nastanek podjetja

Dr. ING h.c Porsche AG, ali krajše Porsche AG, je Ferdinand Porsche ustanovil leta 1931 in je sprva bilo locirano v Avstriji, nato pa je po koncu druge svetovne vojne sedež podjetja prenesel v nemški Zuffenhausen. Prvi proizvedeni avtomobil, ki je bil narejen iz sestavnih delov VW Hrošča, je bil leta 1938 predstavljeni Porsche 64. Po preselitvi v Nemčijo leta 1948, katero v bistvu štejejo za leto ustanovitve, pa so naredili svoj drugi model, ki so ga tudi sami proizvajali. To je bil športni avtomobil Porsche 356, ki je imel VW-jev motor in menjalnik, katerega sami štejejo za prvi model, saj je bil prvi avtomobil, ki je bil izdelan v njihovi novi tovarni. Skozi desetletja je Porsche doživel tako vzpone, kot tudi padce, vsekakor pa je postal avtomobilska znamka, ki je sinonim za kvalitetne športne avtomobile (Porsche, 2009).

2.1.2 Novejša zgodovina

Danes je Porsche pod okriljem Porsche Automobil Holding SE ali krajše Porsche SE, ki ima v lasti še Porsche Financial Holding plc.. V času, ko je podjetje preživljalo najhujšo krizo v svoji zgodovini, v zgodnjih devetdesetih, je leta 1992 vodenje podjetja prevzel Dr. Wendelin Wiedeking, ga preporodil in podjetje je že leta 1995 splavalo iz rdečih števil. Temeljito je spremenil vse hierarhične in procesne nivoje ter uvedel nove organizacijske in proizvodne postopke. S tem in z uvedbo novih modelov, kot je Porsche Boxter, se je po prodaji in dobičku začel vzpenjati na sam vrh avtomobilske industrije. Podjetje danes na področju produktivnosti sodeluje z japonsko Toyoto in je bilo že dvakrat zapored po raziskavi o analizi kakovosti "Initial Quality Study" ameriškega inštituta za javnomnenjske raziskave J.D. Power, na prvem mestu (Porsche, 2009).

Leta 2005 so se podali v boj za prevzem VW Group in v njem leta 2009 tudi pridobili večinski 51 % lastniški delež. Ta delež so nameravali še povečati do končnega 75 % deleža, vendar jih je prehitela globalna finančna kriza in kreditni krč, ki sta še posebej udarila po avtomobilski industriji. To je pomenilo konec zadolževanja in začetek resnih finančnih težav,

ker zaradi zadolževanja v preteklosti zelo težko poravnava tekoče obveznosti servisiranja kreditov. Zaradi nastale situacije je pod pritiski klonil tudi Dr. Wendelin Wiedeking in 23. julija 2009 odstopil s položaja (Porsche, 2009).

Fiskalno leto 2007/2008 je bilo slabše od predhodnega fiskalnega leta. Dobiček pred davki se je zmanjšal na 1,2 mrd EUR, prihodki pa so v fiskalnem letu 2007/2008 znašali 6,2 mrd EUR. Ena izmed postavk, ki pa se je povečala, je bila število prodanih avtomobilov. Danes Porsche, brez upoštevanja VW Group, v sedmih podjetjih zaposluje 12.200 ljudi (Letno poročilo podjetja Porsche SE za leto 2008).

2.1.3 Proizvodni program

V fiskalnem letu 2007/2008 je Porsche AG proizvedel 105.162 in prodal 98.652 avtomobilov, kar je 1,2 % več glede na predhodno fiskalno leto. Proizvodni program obsega vsega štiri osnovne modele avtomobilov: 911, Boxter, Cayenne, in Cayman. Pripravljajo pa tudi najnovejši model, ki bo prvič v zgodovini podjetja v obliki štirivratne limuzine z imenom Panamera, katere pričetek proizvodnje je načrtovan za drugo polovico leta 2009 (Letno poročilo podjetja Porsche SE za leto 2008).

Model 911, katerega so prodali v več kot 650.000 primerkih, je že dolga leta stalnica v njihovem proizvodnem programu. Od leta 1963 pa do leta 2009 je model doživel pet prenov, pri katerih so ga posodobili in mu vgradili najnovejšo tehnologijo, nazadnje se je to zgodilo leta 2004 (Letno poročilo podjetja Porsche SE za leto 2008).

2.2 VW GROUP

2.2.1 Nastanek podjetja

VW je nastal s pobudo za ustanovitev nemških oblasti na avtomobilski razstavi v Berlinu 11. februarja 1933, z namenom, da se naredi avtomobil, ki doseže končno hitrost 100 km/h, ima štiri sedeže, skromno porabo goriva in ne stane več kot tisoč tedanjih nemških mark. Kmalu za tem, leta 1938, je nastal prvi model VW Hrošč, za katerega je naročilnico za prototip leta 1934 dobil Ferdinand Porsche (Zgodovina VW, 2009).

Današnji VW je v Wolfsburgu maja 1937 bil ustanovljen kot "Gesellschaft zur Vorbereitung des Deutschen Volkswagens mbH," v letu 1938, po izgradnji nove tovarne in začetku proizvodnje VW Hrošča, pa se je preimenoval v "Volkswagenwerk GmbH." Ob koncu 2. svetovne vojne je podjetje prišlo pod britansko oblast in samo majorju britanske vojske Ivanu Hirstu se ima podjetje zahvaliti za svoj postvojni obstoj, saj je prav on bil tisti, ki jim je zagotovil naročilo, veliko dvajset tisoč avtomobilov. Že leta 1955 so proizvedli milijontega Hrošča, od leta 1985 naprej pa se podjetje uradno imenuje Volkswagen AG, krajše VW AG (Zgodovina VW, 2009).

2.2.2 Novejša zgodovina

VW AG, katerega krovno podjetje je VW Group s sedežem v Wolfsburgu, je danes največji proizvajalec avtomobilov v Evropi. Skozi leta svojega obstoja je koncern prevzel številna podjetja iz avtomobilske industrije, tako da zdaj pod njegovo okrilje poleg Volkswagna spadajo še: Volkswagen Nuetzfahrzeuge, Bentley, Bugatti, Audi, Škoda, Lamborghini, Seat in Scania. Poleg avtomobilske divizije združuje še finančno in logistično (Volkswagen-1, 2009).

Leta 1993 je krmilo podjetja prevzel Ferdinand Piëch, vnuk ustanovitelja podjetja, s sabo pripeljal osem sodelavcev iz General Motorsa in podjetju dal nov zagon. Ta zagon se je sicer nekoliko zmanjšal z njegovim naslednikom Berndom Pischetsriederjem, nato pa je podjetje znova zaživelo, ko je 1. januarja 2007 na čelo podjetja prišel Piëchov kandidat Martin Winterkorn, katerega glavne naloge so bile, da se znova osredotoči na evropsko tržišče, da naredi podjetje bolj donosno in s tem okrepi koncern napram konkurenci. To mu uspeva in do leta 2018 želijo s prestola največjega avtomobilskega proizvajalca izriniti japonsko Toyota (Volkswagen-1, 2009).

V fiskalnem letu 2007/2008 je imel VW Group za 114 mrd EUR prihodkov od prodaje in 6,6 mrd EUR dobička pred davki. V vseh pogledih je bilo to leto rekordno, saj so se vse kategorije povečale glede na predhodno fiskalno leto kljub svetovni finančni krizi. Danes VW Group v skoraj petdesetih tovarnah zaposluje okrog 370 tisoč ljudi (Letno poročilo podjetja VW Group za leto 2008).

2.2.3 Proizvodni program

VW Group ima zelo razvejan proizvodni program, proizvajajo tako avtomobile za najširše množice, kot so Volkswagen, Škoda in Audi, kot tudi najbolj prestižne avtomobile, kot so Lamborghini, Bugatti in Bentley. Poleg tega pa proizvajao tudi gospodarska vozila pod znamkami Volkswagen, Scania in MAN. V fiskalnem letu 2007/2008 so proizvedli 6,2 milijona vozil v več kot petdesetih različnih modelih in postali tretji največji proizvajalec avtomobilov na svetu (Letno poročilo podjetja VW Group za leto 2008).

Pri tem naj omenim dva modela, ki sta se najbolj dolgo obdržala na tržišču: Hrošč in Golf. Hrošča so proizvajali od leta 1938 leta 2003, prodali so ga v več kot 21,5 milijona primerkih. Golf, ki je z več kot 25 milijoni primerkov še uspešnejši, je bil prvič predstavljen javnosti leta 1974, zadnjo šesto generacijo, pa proizvajajo še danes (Volkswagen-1, 2009).

3 ANALIZA PREVZEMA PODJETJA VW GROUP

3.1 SINERGIJE, TEŽAVE IN FINANCIRANJE PREVZEMA

Na raznih področjih podjetji sodelujeta že zelo dolgo in prav to sodelovanje je ustvarjalo sinergije za obe podjetji že v preteklosti.

Podjetji sta sodelovali že pri prvem modelu, ki ga je Porsche proizvedel, modelu 64, ki je bil narejen iz sestavnih delov VW Hrošča in nadaljevali z sodelovanjem pri modelu 914, ki ga je poganjal VW-jev motor. V novejšem času pa sta sodelovali pri proizvodnji modelov VW Touareg, Audi Q7 in Porsche Cayenne (Scott, 2008), ki imajo skupno podvozje in jih izdelujejo v VW-jevi tovarni v Bratislavi ter nenazadnje pri modelu Porsche Panamera in pri razvoju V8 motorjev, ki so še v fazi razvoja in jih bosta oba proizvajalca vgrajevala v svoje modele v prihodnosti (Visnic, 2009).

S prevzemom se bodo ustvarjene sinergije še povečale. Vodstvo obeh podjetij je sporočilo, da bodo sinergije po povezovanju na dolgi rok obema podjetjema prihranile okoli 700 milijonov EUR na letni ravni, kar bo povečalo prosti denarni tok in s tem dobiček iz poslovanja (Volkswagen, 2009). Ti prihranki bodo ustvarjeni na podlagi zmanjšanja skupnih stroškov razvoja, nabave sestavnih delov, tehnologij, distribucije in platform, ki bodo skupne večim proizvedenim modelom znotraj skupine (Visnic, 2009).

Težave za Porsche so se začele že na samem začetku prevzema septembra leta 2005, ko je napovedal, da namerava kupiti 15 % delež VW Group, kar je privedlo do ostrih odzivov s strani nadzornega odbora VW Group in še posebej njegovega predsednika Ferdinanda Piëcha, ki je poleg uprave le-tega prevzem označil za sovražen. Te težave so se nadaljevale z nasprotovanjem dežele Spodnje Saške po treh članih v nadzornem odboru, s tožbo tovarniškega sveta VW Group, ki se ni strinjal z načinom upravljanja (DPA-1, 2007) in s Piëchovo odsotnostjo pri ključnih sestankih nadzornega odbora, kar je svetu delavcev VW Group omogočilo preglasovanje in s tem uveljavitev njihovih pogledov na vodenje podjetja (DPA-3, 2009).

Vsekakor pa je največjo težavo pri prevzemu predstavljal takoimenovani VW-zakon (nem. *VW-Gesetz*). Po tem zakonu, ki je začel veljati 21. julija 1960, noben delničar ne more imeti več kot 20 % glasovalnih pravic, ne glede na to, kako velik lastniški delež poseduje, pri tem pa je potrebno za pomembne odločitve imeti 80 % večino. Ti omejitvi omogočata, da se preprečita tako morebiten prevzem, kot tudi morebitna selitev sedeža podjetja po prevzemu. Poleg tega pa je podjetje za prevzemnike že v izhodišču nezanimivo, ker le-ti preko nadzornega odbora ne morejo uveljavljati svojih pogledov (VW zakon, 2009).

Porsche je v času prosperitete na začetku 21. stoletja z operacijami na odprtem trgu kapitala, predvsem z nakupom in prodajo izvedenih finančnih instrumentov, generiral velike dobičke. Njihova politika izplačevanja dividend je bila takšna, da so približno polovico dobička zadržali, polovico pa so izplačali svojim delničarjem. Ta zadržani dobiček, ki je pred začetkom prevzema leta 2005 znašal že 8 milijard EUR, so uporabili tudi za nakup prvega svežnja delnic VW Group. Porsche je pred prevzemom vrednost VW Group cenil na 42,7 milijard EUR, zato so nakup preostalega deleža morali financirati z zadolževanjem. Pri konzorciju bank, v katerem so bile ABN Amro Bank NV, Barclays Capital, Merrill Lynch International, UBS Ltd. in Commerzbank AG so si zagotovili kreditno linijo, veliko 35 milijard EUR (Thomas & Loon, 2007).

3.2 KRONOLOGIJA PREVZEMA

Začetek prevzema sega v leto 2005, natančneje 25. september, ko je Porsche objavil, da bo kupil okoli 15 % VW Group, kar je nato v oktobru istega leta tudi naredil. S tem je povečal lastniški delež v VW Group na okoli 20 %. To je sprva povzročilo preplah v vrstah VW Group in to kljub temu, da sta obe družini, Porsche in Piëch, ki obvladujeta obe podjetji, tudi med sabo sorodstveno povezani (DPA-1, 2007).

Kljub številnim trenjem na začetku leta 2006 glede nakupa tega svežnja, sta dežela Spodnja Saška, tedaj največja lastnica VW Group in Ferdinand Piëch sklenila kompromis, ki naj bi Porscheju zagotovil tri mesta v nadzornem odboru, čemur pa je ministrski predsednik Spodnje Saške ostro nasprotoval, saj se je zavzemal, da Porsche dobi le dve mesti. Eno od teh mest je zasedel Wendelin Wiedeking, šef Porscheja (DPA-1, 2007).

Septembra 2006 je Sodišče Evropskih skupnosti, ki ima sedež v Luksemburgu, odločalo o takoimenovanem VW-zakonu, ki je najbolj motil Porsche in razsodilo, da ni popolnoma v skladu z zakoni Evropske unije, nakar so se začela pogajanja z VW Group o spremembi tega zakona (DPA-1, 2007).

Še pred koncem leta 2006 sta se zgodita dva pomembna mejnika: 7. novembra je nadzorni odbor VW Group sporočil, da bo s 1. januarjem 2007 zamenjal glavnega izvršnega direktorja,

15. novembra pa je Porsche povečal svoj lastniški delež na 27,4 %, pri čemer je še sporočil, da ne želi preseči meje 30 % (DPA-1, 2007).

13. februarja 2007 je predstavnik Sodišča Evropskih skupnosti ponovno sporočil, da 50 let star VW-zakon preprečuje prost pretok kapitala. Skoraj sočasno je dežela Spodnja Saška popustila pod pritiski Piëcha, s tem pa je Porsche pridobil tretji sedež v nadzornem odboru (DPA-1, 2007).

Obljubo, da ne želi preseči mejo 30 % so pri Porscheju požrli že 24. marca 2007, ko so povečali svoj delež čez to mejo na 31 %. Še vedno so trdili, da nimajo namena popolnoma prevzeti VW Group, čeprav so nekaj tednov kasneje oddali obvezno ponudbo za prevzem, kar pa sta nadzorni in upravni odbor 11. maja zavrnila. Poleg tega je dežela Spodnja Saška 29. maja z namenom, da njen delež glasovalnih pravic ne pade pod 20 %, dokupila 367 tisoč delnic za 41 milijonov EUR, s čimer je junija Porschejeva obvezna ponudba za prevzem padla v vodo (DPA-1, 2007).

26. junija 2007 je vodstvo Porscheja podalo zahtevek pri Evropski komisiji, izvrševalnem telesu Evropske unije, o povezavi med podjetjema, pri čemer je povežalo Porsche in 31 % delež v koncernu VW Group v evropsko delniško družbo Porsche Automobil Holding SE. Ta zahtevek je Porsche iz previdnosti 28. junija umaknil, ker je tovarniški svet VW Group vložil tožbo, ki je bila posledica nestrinjanja glede upravljanja v skupni družbi Porsche Automobil Holding SE. Še istega leta je v oktobru Sodišče Evropskih skupnosti ovrglo VW-zakon, kar Porscheju omogoči pridobiti več kot le 20 % glasovalnih pravic (DPA-1, 2007).

Porsche je 29. aprila 2008 proti svetu delavcev VW Group dobil pomembno bitko na sodišču v Stuttgartu. Zahtevo predsednika sveta delavcev, po enakem številu zastopnikov delavcev VW Group v nadzornem odboru Porsche Automobil Holding SE napram številu zastopnikov delavcev Porscheja v nadzornem odboru, sodišče zavrne (DPA-3, 2009).

Nemška vlada je 22. maja pristala na revidirano verzijo VW-zakona, s katerim dežela Spodnja Saška s svojim nekaj čez 20 % deležem, ščiti VW Group pred sovražnim prevzemom. Po tem zakonu je med drugim za pomembne odločitve potrebno imeti soglasje 80 % delničarjev (DPA-3, 2009).

Septembra 2008 je prišlo med družinama Porsche in Piëch, ki sta obvladovali vse glasovalne pravice Porscheja, do spora znotraj nadzornega odbora VW Group, ki je bila posledica borbe za oblast. Predsednik nadzornega odbora VW Group Ferdinand Piëch, solastnik Porscheja in bratranec Wolfganga Porscheja, največjega lastnika Porscheja, je namerno izpuščal ključne sestanke upravnega odbora, kar je predstavnikom sveta delavcev VW Group omogočilo, da so pridobili zadostno število glasov, s katerimi so uveljavili svoje poglede na prihodnost podjetja. Še pred koncem istega meseca je Porsche povečal svoj delež na 35,14 % (DPA-3, 2009).

24. oktobra je v Salzburgu potekal sestanek sprave, kjer sta se družini Porsche in Piëch dogovorili, da Porsche prevzame večinski delež VW Group in da bosta od tedaj naprej družini sodelovali složno. Že čez dva dni je glavni izvršni direktor Porscheja Wendelin Wiedeking izjavil, da želi preseči 50 % lastniški delež, dolgoročno pa celo 75 %. Istočasno je Porsche povečal svoj delež na 42,6 %, ob enem pa si je zagotovil še opcije za nadaljni 31,5 % sveženj (DPA-3, 2009).

Bundestag, spodnji dom nemškega parlamenta, je 13. novembra z veliko večino sprejel novo verzijo kontroverznega VW-zakona, Bundesrat, zakonadajno telo 16 nemških zveznih dežel, pa je zakon revidiral (DPA-3, 2009).

V začetku leta 2009, natančneje 5. januarja, je Porsche prvič povečal svoj delež čez prag 50 % na 50,76 %, potem pa zašel v težave, saj so bila pogajanja o refinanciranju 10 milijard EUR velikega kredita s skupino bank zaradi finančne krize odložena. V medijih so se začela pojavljati poročila o finančnih težavah Porscheja. Njihovi dolgovi so narasli na 9 milijard EUR, 15. maja pa je Piëch že javno dvomil o kreditni sposobnosti Porscheja. Te težave so pripeljale do odločitve v obeh podjetjih, da Porsche opusti svojo namero o prevzemu, podjetji pa se naj raje združita (DPA-3, 2009).

Logika združenega podjetja je bila, da sta podjetji večinski lastnici ena druge. VW Group je hotel postati 49 % lastnik Porscheja, kar pa je le-ta 29. junija zavrnil. Ob vsem tem zadolževanju in finančnih problemih Porscheja, se je stolček Wendelinu Wiedekinga že pošteno majal. Čeprav je Porsche njegovo menjavo sprva vehementno zavračal, ga je nato nadzorni odbor 23. julija vseeno razrešil (DPA-3, 2009).

3.3 ANALIZA PODJETJA VW GROUP

3.3.1 Uspešnost poslovanja in ocena pričakovane rasti

3.3.1.1 Dobičkonosnost sredstev (ROA)

Dobičkonosnost sredstev (angl. *Return on Assets - ROA*) je kazalnik, ki podaja razmerje med čistim dobičkom in povprečnimi sredstvi ter pokaže zunanjim investitorjem, kako učinkovito management uporablja ta sredstva, da nato z njimi generira dobiček. Z drugimi besedami pove, koliko dobička podjetje generira z obstoječimi sredstvi, pri čemer velja, da višji kot je, boljše je. V njem se, v primerjavi z ROE, v manjši meri odraža vpliv strukture financiranja (Dobičkonosnost sredstev, 2009). ROA podjetja bom primerjal z ROA panoge, v kateri se podjetje nahaja.

Kazalnik, pri katerem sem povprečna sredstva izračunal kot povprečje predhodnega in tekočega leta, bom izračunal po naslednji enačbi:

$$ROA = \frac{\text{ČistiDobiček}}{\text{Povp.Kapital}} \quad (1)$$

Tabela 1: Dobičkonosnost sredstev VW Group od leta 2004 do leta 2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Čisti dobiček (v milijon EUR)	697,0	1.120,0	2.750,0	4.122,0	4.688,0
Povprečna sredstva (v milijon EUR)	123.054,0	130.026,5	134.842,0	140.980,0	156.638,0
ROA (v %)	0,57	0,86	2,04	2,92	2,99

Vir: Letna poročila VW Group v letih 2004 – 2008.

Izračunane vrednosti dobičkonosnosti sredstev, katerih trend je naraščajoč, se po letih obravnave razlikujejo. Kažejo na to, da je z vsakim letom obravnave dobičkonosnost sredstev večja, kar bi lahko pomenilo, da je management podjetja pri uporabi sredstev vsako leto bolj

učinkovit. Če izračunano vrednost dobičkonosnosti sredstev v letu 2008 primerjam z dobičkonosnostjo sredstev v avtomobilski panogi, ki je v letu 2008 znašala – 0,92 % (Finančni podatki o podjetju VW, 2009), je management VW Group bolj učinkovit pri uporabi sredstev, kot njihovi konkurenti. Drugačno sliko pa pokaže petletno povprečje obravnavanih let. Pri VW Group petletno povprečje znaša 1,88 %, medtem ko v avtomobilski panogi dosega 2,90 % (Finančni podatki o podjetju VW, 2009). Iz omenjenih primerjav sklepam, da je VW Group v globalno krizo vstopil in bo iz nje izstopil v boljši kondiciji kot njegova konkurenca, kar kaže trend naraščanja in leto primerjave 2008, čeprav primerjava povprečja zadnjih pet let kaže nasprotno.

3.3.1.2 Dobičkonosnost kapitala (ROE)

Dobičkonosnost kapitala (angl. *Return on Equity* - ROE) je kazalnik pomemben predvsem s stališča lastnikov, ker pojasnjuje, kako uspešno management upravlja z njihovim premoženjem. Izraža razmerje med čistim dobičkom in povprečnim kapitalom ter nam pove, koliko enot čistega dobička je podjetje ustvarilo na eno denarno enoto. Kazalnik, ki kaže dobičkonosnost kapitala po knjigovodski vrednosti, je odvisen od strukture financiranja, saj višja vrednost kazalnika med drugim lahko pomeni tudi večjo zadolženost podjetja (Dobičkonosnost kapitala, 2009). Izračunane ROE podjetja bom primerjal z ROE avtomobilske panoge.

Kazalnik, pri katerem sem povprečni kapital izračunal kot povprečje predhodnega in tekočega leta, bom izračunal po naslednji enačbi:

$$ROE = \frac{\text{Čisti Dobiček}}{\text{Povp. Kapital}} \quad (2)$$

Tabela 2: Dobičkonosnost kapitala VW Group od leta 2004 do 2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Čisti dobiček (v milijon EUR)	697,0	1.120,0	2.750,0	4.122,0	4.688,0
Povprečni kapital (v milijon EUR)	24.193,5	23.802,0	25.303,0	29.448,5	34.663,0
ROE (v %)	2,88	4,71	10,87	14,00	13,52

Vir: Letna poročila VW Group v letih 2004 – 2008.

Iz izračunanih vrednosti kazalnika ROE je razvidno, da le-ta, razen v zadnjem obravnavanem obdobju, ko se je rahlo znižal, narašča glede na tistega iz predhodnega leta. To pomeni, da je trend naraščajoč in da management z vsakim letom uspešneje upravlja s premoženjem lastnikov. Primerjava ROE podjetja VW Group z ROE avtomobilske panoge kaže, da je ta pri VW Group za nekajkrat višji. V letu 2008 je ROE za VW Group znašal 13,52 %, medtem ko je ROE avtomobilske panoge za isto leto bil – 2,75 % (Finančni podatki o podjetju VW, 2009). Nekoliko drugačno sliko da primerjava povprečja zadnjih pet let, pri čemer je ROE avtomobilske panoge za malenkost višji. To povprečje za VW Group znaša 9,20 %, za avtomobilsko panogo pa 9,34 % (Finančni podatki o podjetju VW, 2009). Ne glede na to, da je povprečje ROE za zadnjih pet let pri avtomobilski panogi nekoliko višje od tistega v VW Group, pa zadnje leto primerjave kaže na to, da je podjetje v primerjavi s konkurenti v boljšem položaju in ima pri tem kazalniku trend naraščanja.

3.3.1.3 Ocena pričakovane rasti podjetja

V tabeli 3 prikazujem oceno pričakovane rasti VW Group v prihodnosti, ki sem jo naredil na podlagi pretekle rasti prihodkov od prodaje.

Tabela 3: Letne stopnje rasti VW Group v letih od 2004 do 2008

	Prihodki (v milijon EUR)	Letna rast
2004	88.963	
2005	93.996	5,66 %
2006	104.875	11,57 %
2007	108.897	3,84 %
2008	113.808	4,51 %
		Povprečje = 6,40%

Prihodki od prodaje bi od začetne ravni v letu 2004, pa do končne ravni v letu 2008, narasli tudi, če bi naraščali z naslednjo letno povprečno stopnjo rasti:

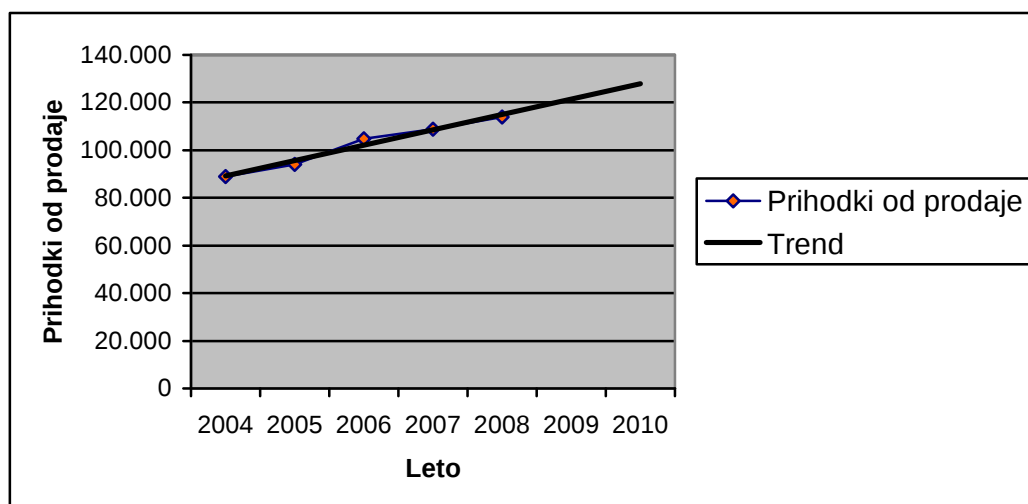
$$88.963 (1 + g)^4 = 113.808$$

$$g = 0,0635$$

$$g = 6,35 \%$$

Od leta 2004 do leta 2008 je povprečna rast prihodkov od prodaje bila 6,40 %. Predvidevam, da bo rast prihodkov od prodaje približno takšna tudi v prihodnje in to kljub recesiji, ki jo je povzročila globalna finančna kriza, saj je le-ta njihove konkurente prizadela še bolj kot njih. S to krizo bodo najverjetneje pridobili stranke, ki so se prej odločale za njihove konkurente. To dokazujejo projekcije za naslednja leta in tudi izkazi poslovnega izida za prve tri kvartale v letu 2009, kjer so se prihodki od prodaje v primerjavi z istimi kategorijami iz predhodnega leta le neznatno zmanjšali.

Slika 1: Rast prihodkov od prodaje VW Group v letih od 2004 do 2008 (v milijon EUR)



Vir: Letna poročila VW Group v letih 2004 – 2008.

Rast podjetja (g) bom v nadaljevanju izračunal še kot zmnožek ROE in deleža zadržanega dobička (angl. *Retention Ratio*), pri čemer je delež zadržanega dobička izračunan kot:

$$\text{Delež zadržanega dobička} = \frac{\text{ČistiDobiček} - \text{Dividende}}{\text{ČistiDobiček}} \quad (3)$$

$$g = \text{ROE} * \text{delež zadržanega dobička} \quad (4)$$

Tabela 4: Rast VW Group od leta 2004 do leta 2008

	ROE	Delež zadržanega dobička	g
2004	2,88 %	0,398	1,15 %
2005	4,71 %	0,630	2,97 %
2006	10,87 %	0,836	9,09 %
2007	14,00 %	0,879	12,31 %
2008	13,52 %	0,846	11,44 %
			Povprečje = 7,39 %

Glede na izračunane povprečne stopnje rasti lahko predpostavim, da bo rast VW Group tudi v prihodnosti znašala med 6 % in 7 %.

3.3.2 Metoda diskontiranih denarnih tokov

3.3.2.1 Opis metode

Metoda diskontiranih denarnih tokov je metoda, ki vključuje vse informacije o podjetju. Poleg tega pa je tudi osrednje merilo uspešnosti poslovanja. Pri tej metodi je najpomembnejše, da se natančno ocenijo denarni tokovi obstoječih sredstev in tisti pričakovani denarni tokovi, ki jih bo podjetje z rastjo ustvarilo v prihodnosti. Upoštevati je potrebno tudi diskontne stopnje in s pomočjo le-teh kar najboljše oceniti vrednost podjetja (Brigham & Houston, 1999, str. 464).

Denarni tok, ki priteka v podjetje, imenujemo prosti denarni tok (angl. *Free Cash Flow – FCF*). Izvira iz osnovnih dejavnosti podjetja, določa vrednost podjetja in predstavlja denarni tok po plačilu davkov in vseh investicij podjetja. Kaže razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja ter je na voljo vsem, ki v podjetje investirajo. To pa so upniki in lastniki.

Prosti denarni tok, ki nastane v posameznem letu, ostane na razpolago upnikom in lastnikom šele po tem, ko so bile izvedene investicije v stalna in gibliva sredstva, ki so potrebna za ohranjanje stabilne rasti in s tem dobrega poslovanja v prihodnosti (Brigham & Daves, 2004, str. 187).

Pri izračunu vrednosti podjetja s pomočjo prostih denarnih tokov potrebujemo napoved prihodnjih denarnih tokov ali ocene rasti le-teh in tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. *Weighted Average Cost of Capital – WACC*). Ker nimam podatkov o napovedi prihodnjih denarnih tokov, bom vrednost podjetja izračunal s pomočjo ocene rasti denarnih tokov in tehtanega povprečja stroškov kapitala.

3.3.2.2 Izračun WACC

Tabela 5 prikazuje izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala. Za ta izračun potrebujemo donosnost netvegane naložbe in višino tržnega tveganja, ki ju bom vzel iz letnih poročil VW Group od leta 2004 do leta 2008. Iz istih letnih poročil bom vzel tudi strošek dolga, davek na

dolg, strošek dolga po davkih, delež lastniškega in dolžniškega kapitala ter davčno stopnjo za obdavčitev dobička.

Beto podjetja bom izračunal s pomočjo Hamada enačbe (Hamada enačba, 2009) iz beta koeficienta, objavljenega kot povprečje panoge avtomobili in tovornjaki za nezadolženo podjetje, ki ga bom povzel po Damodaranu (2009):

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - T) \frac{\text{Dolg}}{\text{Kapital}} \right) \quad (5)$$

Zahtevano donosnost lastniškega kapitala bom izračunal s pomočjo CAPM modela, ki temelji na tem, da je zahtevana stopnja donosa enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premiji za tveganje (Mramor, 2000, str. 99):

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_i \quad (6)$$

Tehtano povprečje stroškov kapitala pa bom izračunal po naslednji formuli (Brigham & Daves, 2004, str. 310):

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_s r_s + w_{ps} p_{ps} \quad (7)$$

Tabela 5: Izračun WACC VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

	2008	2007	2006	2005	2004
Kapital (stanje na začetku leta)	31.938	26.959	23.647	23.957	24.430
Donosnost netvegane naložbe	4,1 %	4,3 %	3,8 %	3,3 %	3,8 %
Tržno tveganje DAX	5,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Specifična premija za tveganje VW	(0,6)	(0,7)	0,2	/	0,3
Beta panoge za nezadolženo podjetje	0,62	0,88	0,64	0,50	0,44
Beta koeficient zadolženega podjetja	0,67	0,99	0,73	0,56	0,49
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala	7,45 %	10,24 %	8,18 %	6,66 %	6,74 %
Dolg (povprečno stanje)	15.945	13.459	13.304	11.961	12.197
Strošek dolga	6,7 %	5,5 %	4,3 %	3,7 %	4,5 %
Davek	(2,0 %)	(1,9 %)	(1,5 %)	(1,3 %)	(1,6 %)
Strošek dolga po davkih	4,7 %	3,6 %	2,8 %	2,4 %	2,9 %
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	15 %	25 %	25 %	25 %	25 %
Lastniški kapital + dolg	47.883	40.418	36.951	35.918	36.627
Delež lastniškega kapitala	66,7 %	66,7 %	66,7 %	66,7 %	66,7 %
Delež dolžniškega kapitala	33,3 %	33,3 %	33,3 %	33,3 %	33,3 %
WACC	6,87 %	8,20 %	6,53 %	5,37 %	5,62 %
					Povprečje = 6,52 %

Vir: Damodaran, 2009; Letna poročila VW Group v letih 2004 – 2008.

Pomembno je poudariti, da WACC ni povprečni strošek kapitala pridobljenega v preteklosti, ampak tehtano povprečje stroškov vsake nove enote kapitala, ki ga podjetje pridobi za financiranje poslovanja. Tako WACC uporabljamo predvsem za diskontiranje prihodnjih denarnih tokov, zato bi morali pri izračunu upoštevati ciljno strukturo kapitala in ne dejanskih deležev (Brigham & Daves, 2004, str. 311).

Za izračun dolga sem uporabil povprečno stanje med dvema letoma, saj bi uporaba začetnega stanja dolga za posamezno leto izkazovala nerealen dolg. WACC se je v obravnavanem obdobju, od leta 2004 do leta 2008, gibal med 5,37 % leta 2005 in 8,20 % leta 2007. Povprečje WACC vseh pet let znaša 6,52 %.

3.3.2.3 Izračun vrednosti po modelu diskontiranih denarnih tokov

Vrednost podjetja bom izračunal po naslednji enačbi:

$$V_{op} = \frac{FCF(1+g_1)}{(1+WACC)} + \frac{FCF(1+g_1)^2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF(1+g_1)^3}{(1+WACC)^3} + \frac{FCF(1+g_1)^4}{(1+WACC)^4} + \frac{FCF(1+g_1)^4(1+g_2)}{WACC - g_2} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^4} \quad (8)$$

Zgornja enačba temelji na dveh predpostavkah, in sicer, da bo podjetje prva štiri leta po baznem letu raslo s stopnjami rasti g_1 , ki se gibljejo od 4 % do 8 % (tabela 7), po tem obdobju pa se bo rast umirila in bo dosegala dolgoročno povprečje 2 % (g_2).

Za izračun vrednosti po tem modelu potrebujem najprej izračun prostih denarnih tokov, ki ga prikazujem v tabeli 6. V tabeli je prikazan tudi izračun EBIT in NOPLAT. EBIT je dobiček iz poslovanja pred davki, medtem ko je NOPLAT dobiček iz poslovanja po davkih in se izračuna tako, da se od EBIT odšteje davke na EBIT.

Tabela 6: Izračun prostega denarnega toka VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

	2008	2007	2006	2005	2004
Prihodki iz poslovanja	113.808	108.897	104.875	93.996	88.963
- Odhodki iz poslovanja	(96.612)	(92.603)	(91.020)	(81.733)	(78.430)
= EBITDA	17.196	16.294	13.855	12.263	10.533
- Amortizacija	(6.583)	(7.278)	(7.758)	(7.052)	(8.556)
= EBIT	10.613	9.016	6.097	5.211	1.977
- Davek za plačilo glede na EBIT	1.592	2.254	1.524	1.303	494
= NOPLAT	9.021	6.762	4.573	3.908	1.483
- Naložbe podjetja	(7.126)	(6.965)	(5.164)	(2.369)	(5.805)
= Prosti denarni tok podjetja	1.895	(203)	(591)	1.539	(4.322)
+ Denarni tok iz neposlovnih naložb podjetja	8.123	787	(114)	(1.794)	6.004
= Prosti denarni tok tistim, ki prispevajo kapital	10.018	584	(705)	(255)	1.682

Vir: T. Copeland, T. Koller & J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2000, str. 140.

Za FCF bom pri vrednotenju upošteval povprečje prostih denarnih tokov tistim, ki prispevajo kapital od leta 2004 do leta 2008, kar znaša 2.264.800.000 EUR. Povprečje sem vzel zaradi tega, ker so ti prosti denarni tokovi bodisi negativni, kot v letih 2005 in 2006, bodisi zaradi prodaje neposlovnih naložb preveč izstopajo, kot v letu 2008. V prihodnosti je pričakovati nižje denarne tokove, saj je VW Group napovedal nakup do 49 % Porscheja, kar je tudi eden izmed razlogov, da sem kot izhodiščni FCF upošteval povprečje v obravnavanih letih.

Tabela 7: Vrednost VW Group po metodi diskontiranih denarnih tokov

g	V _{op} ob različnih predpostavkah WACC				
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
4 %	82.957.000.000	62.154.000.000	49.676.000.000	41.357.000.000	35.417.000.000
5 %	-	64.451.000.000	51.486.000.000	42.846.000.000	36.676.000.000
6 %	-	-	53.349.000.000	44.376.000.000	37.968.000.000
7 %	-	-	-	45.946.000.000	39.295.000.000
8 %	-	-	-	-	40.660.000.000

Tabela 7 prikazuje končne vrednosti podjetja VW Group ob različnih predpostavkah tehtanega povprečja stroškov kapitala, ki se gibljejo od 5 % do 9 % in dolgoročne stopnje rasti podjetja, ki se gibljejo od 4 % do 8 %. V poglavju 3.3.1.3 sem prikazal izračune preteklih stopenj rasti, v poglavju 3.3.2.2 pa tehtano povprečje stroškov kapitala. Povprečje preteklih stopenj rasti znaša okoli 6 %, medtem ko tehtano povprečje stroškov kapitala v letu 2008 znaša okoli 7 %. Pričakuje se, da bo rast v prihodnosti približno enaka, kot je bila do sedaj in to kljub recesiji. Tako bo VW Group najverjetneje dosegel rast okrog 6 % predvsem na račun ostalih avtomobilskih proizvajalcev, ki so zašli v krizo. Kot sem že omenil, se je povprečni tehtan strošek kapitala leta 2008 gibal okoli 7 % in temu podoben WACC je moč pričakovati tudi v prihodnje. Glede na predpostavke, je najbolj verjetna ocena sedanje vrednosti 53.349.000.000 EUR.

Da lahko izračunamo celotno vrednost podjetja, je potrebno k temu znesku prišteti neposlovna sredstva. Od te celotne vrednosti podjetja nato odštejemo obveznosti iz financiranja ter dobimo vrednost lastniškega kapitala, katerega nato delimo s številom delnic in tako dobimo vrednost delnice (Brigham & Houston, 1999, str 336-341).

Dobljena vrednost lastniškega kapitala je tako znašala okoli 22,7 milijard EUR. To vrednost sem delil s številom navadnih delnic, ki jih je leta 2008 bilo 294.920.000 in dobil vrednost navadne delnice, ki znaša 77,00 EUR. Izračun je prikazan v tabeli 8.

Tabela 8: Izračun vrednosti kapitala in vrednosti delnice VW Group z modelom diskontiranega denarnega toka na dan 31.12.2008

Vrednost poslovanja	53.349.000.000 €
+ Neposlovna sredstva	38.740.000.000 €
= Celotna vrednost podjetja	92.089.000.000 €
- Obveznosti iz financiranja	69.380.000.000 €
= Vrednost lastniškega kapitala	22.709.000.000 €
Število izdanih navadnih delnic	294.920.000
Vrednost delnice	77,00 €

Vir: E. F. Brigham & P. R. Daves, Intermediate Financial Management, 2004, str. 341.

Tržna vrednost delnice se je v letu 2008 gibala od najnižje vrednosti 149,16 EUR, do najvišje vrednosti 499,50 EUR (Volkswagen-2, 2009). To pomeni, da je vrednost delnice, dobljena s pomočjo diskontiranega denarnega toka podcenjena, kar je najverjetneje posledica Porschejevega približevanja 50 % lastništvu v VW Group, saj so bile vrednosti delnice v tem letu, še posebej najvišja vrednost, že odraz špekulativnih nakupov.

3.3.3 Ekonomska dodana vrednost

3.3.3.1 Opis metode

Z ekonomsko dodano vrednostjo (EVA) ugotovimo dodano vrednost, ki jo podjetje ustvarja in v osnovi ni model, s katerim ocenjujemo vrednost podjetja. Služi predvsem kot kriterij, s katerim ocenjujemo uspešnost managementa. EVA nam pomaga izračunati vrednost podjetja s postopkom, ki se uporablja tudi pri metodi diskontiranih denarnih tokov (Petrič, 2004, str. 16).

Z modelom EVA vrednotimo managersko učinkovitost v obravnavanem letu. Opredeljena je z naslednjima enačbama (Brigham & Daves, 2004, str. 208-209):

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

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

Po prvi enačbi izračun začnemo z določitvijo presežnega donosa, ki je razlika med donosnostjo na investirani kapital (angl. *Return On Invested Capital* – ROIC) in WACC podjetja. Dobljeno vrednost nato pomnožimo s knjigovodsko ugotovljenim investiranim kapitalom v osnovni dejavnosti podjetja.

Druga enačba, ki sem jo pri izračunu EVA uporabil tudi sam, pa je v bistvu samo preurejena različica prve enačbe. Po tej enačbi se EVA izračuna tako, da se od NOPLAT odšteje vrednost vseh stroškov investiranega kapitala.

EVA je pozitivna, ko je donosnost investiranega kapitala (ROIC) večja od tehtanega povprečja stroškov vloženega kapitala (WACC). Če se zgodi nasprotno, da je WACC večji od ROIC, nova investicija v poslovno potrebni kapital podjetju zmanjšuje vrednost. EVA, ki se lahko izračuna za celo podjetje ali pa samo za del le-tega, meri učinkovitost podjetja pri povečevanju vrednosti za delničarje (Brigham & Daves, 2004, str. 211).

3.3.3.2 Izračun investiranega kapitala in stroška investiranega kapitala

Tabela 9 prikazuje izračun investiranega kapitala v obravnavanih letih. Kratkoročna poslovna sredstva so tista sredstva, ki jih podjetje nujno potrebuje za opravljanje osnovne dejavnosti, kratkoročne naložbe se v izračunu ne upoštevajo. Investirani kapital, ki je izračunan iz bilanc stanja na koncu poslovnega leta in se uporablja kot podatek o začetnem vložku kapitala za naslednje leto, dobimo tako, da poslovnemu obratnemu kapitalu prištejemo dolgoročna poslovna sredstva, ki so prav tako nujno potrebna za opravljanje osnovne dejavnosti podjetja.

Tabela 9: Izračun investiranega kapitala VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

	2008	2007	2006	2005	2004
Kratkoročna poslovna sredstva	44.351	36.987	32.712	31.417	31.349
- Obveznosti iz poslovanja	(19.517)	(15.433)	(13.571)	(11.108)	(11.218)
= Čisti poslovni obratni kapital	24.834	21.554	19.141	20.309	20.131
+ Dolgoročna poslovna sredstva	50.012	41.140	41.038	40.395	40.335
= Investirani kapital	74.846	62.694	60.179	60.704	60.466

Investirani kapital se lahko prikazuje na dva načina: kot vrednost na začetku obdobja in kot povprečje začetne ter končne vrednosti. V nadaljevanju bom upošteval vrednost investiranega kapitala na začetku obdobja, saj bo s tem zagotovljena večja primerljivost vrednotenij z modeloma DCF in EVA. Tak pristop je s stališča lastnikov oziroma investorjev pravilnejši, saj le-te bolj zanima donosnost vloženih sredstev, kot pa donosnost povprečja teh sredstev. Uspešnost podjetja je torej pogojena s tem, kako management podjetja upravlja s sredstvi lastnikov oziroma upnikov, se pravi investorjev (Copeland, Koller & Murrin, 2000, str. 167).

V tabeli 10 prikazujem izračun stroška investiranega kapitala od leta 2005 do leta 2008. Izračunal sem ga kot zmnožek tehtanega povprečja stroškov kapitala in investiranega kapitala z začetka obdobja za posamezno leto. Ta podatek potrebujem pri izračunu ekonomskega dobička, ki ga prikazujem v nadaljevanju.

Tabela 10: Izračun stroška investiranega kapitala VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

	2008	2007	2006	2005
WACC	6,87 %	8,20 %	6,53 %	5,37 %
Investirani kapital (začetek leta)	62.694	60.179	60.704	60.466
Strošek investiranega kapitala	4.307	4.935	3.964	3.247

3.3.3.3 Izračun vrednosti po metodi ekonomske dodane vrednosti

Pri izračunu vrednosti po metodi ekonomske dodane vrednosti potrebujem ekonomski dobiček, katerega izračun po letih je prikazan v tabeli 11. Ekonomski dobiček meri uspešnost podjetja glede na tveganja in pričakovani donos investorjev ter predstavlja tok vrednosti lastniškega kapitala. Ugotavlja se povečanje oziroma zmanjšanje lastniškega kapitala in ne same vrednosti le-tega. Podjetje se smatra za uspešno, če je ustvarjena vrednost večja od stroškov vseh virov financiranja (Ekonomska dodana vrednost, 2009).

Ekonomski dobiček sem izračunal kot razliko med dobičkom iz poslovanja in vrednostno izraženim stroškom kapitala. Iz tabele 6 povzeman že izračunane postavke EBIT in NOPLAT. Ekonomski dobiček je bil pozitiven v vseh letih obravnave. Najvišji je bil v letu 2008, ko je znašal 4.714.000.000 EUR.

Tabela 11: Izračun ekonomskega dobička VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

	2008	2007	2006	2005
EBIT	10.613	9.016	6.097	5.211
- Davki iz EBIT	1.592	2.254	1.524	1.303
= NOPLAT	9.021	6.762	4.573	3.908
- Strošek investiranega kapitala	4.307	4.935	3.964	3.247
= Ekonomski dobiček (EVA)	4.714	1.827	609	661

Vrednost podjetja z modelom EVA izračunamo po enačbi, ki sem jo povzel po Damodaranu (2009):

$$V_{op} = IC + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \quad (11)$$

Enačbo sem za lastne potrebe nekoliko preuredil zaradi vključitve dveh predpostavk, ki sem ju uporabil že pri modelu diskontiranih denarnih tokov. Ti dve predpostavki sta, da bo podjetje prva štiri leta po baznem letu raslo s stopnjami rasti g_1 , po tem obdobju pa z dolgoročnim povprečjem 2 % (g_2). Vrednost podjetja z modelom EVA sem izračunal z naslednjo enačbo:

$$V_{op} = IC + \frac{EVA(1+g_1)}{(1+WACC)} + \frac{EVA(1+g_1)^2}{(1+WACC)^2} + \frac{EVA(1+g_1)^3}{(1+WACC)^3} + \frac{EVA(1+g_1)^4}{(1+WACC)^4} + \frac{EVA(1+g_1)^4(1+g_2)}{WACC - g_2} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^4} \quad (12)$$

Zaradi primerjave sem tudi pri tej metodi za izhodišče vzel leto 2008, iz katerega sem vzel investirani kapital na začetku leta, ki znaša 62.694.000.000 EUR. Kot izhodiščni ekonomski dobiček (EVA) pa sem vzel povprečje le-teh v letih od 2005 do 2008, kar znese 1.952.750.000 EUR.

Vrednost podjetja bom, tako kot pri modelu diskontiranih denarnih tokov, izračunal ob različnih predpostavkah prihodnje rasti podjetja in različnih predpostavkah tehtanega povprečja stroškov vloženega kapitala.

Tabela 12: Vrednost VW Group po metodi ekonomske dodane vrednosti

g	V _{op} ob različnih predpostavkah WACC				
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
4 %	134.220.000.000	116.285.000.000	105.526.000.000	98.353.000.000	93.231.000.000
5 %	-	118.264.000.000	107.086.000.000	99.637.000.000	94.317.000.000
6 %	-	-	108.693.000.000	100.955.000.000	95.431.000.000
7 %	-	-	-	102.310.000.000	96.576.000.000
8 %	-	-	-	-	97.751.000.000

Tudi pri ocenjevanju vrednosti podjetja po metodi ekonomske dodane vrednosti sem predpostavil enake stopnje rasti podjetja in enake stopnje povprečnega stroška kapitala, kot pri modelu diskontiranih denarnih tokov. Razloge za odločitev za 6 % stopnjo rasti podjetja in 7 % tehtane povprečne stroške kapitala sem opisal že pri metodi diskontiranih denarnih tokov. Ob teh predpostavkah je vrednost podjetja VW Group po metodi ekonomske dodane vrednosti 108.693.000.000 EUR, kar je za približno 55 milijard EUR več, kot po modelu diskontiranih denarnih tokov, kjer je vrednost 53.349.000.000 EUR. Takšna razlika je najverjetneje nastala ali zaradi premajhnega FCF, ki sem ga izbral pri metodi diskontiranih denarnih tokov, kjer sem vzel povprečje prostih denarnih tokov v letih od 2004 do 2008, ali zaradi previsokega izhodiščnega ekonomskega dobička, ki sem ga izbral pri modelu EVA, kjer sem prav tako vzel povprečje, in sicer v letih od 2005 do 2008. Ena od možnih razlag za razhajanje v vrednosti podjetja po obeh modelih sta lahko tudi napačno izbrani predpostavki pri obeh modelih, kjer sem predpostavljal, da bo VW Group prva štiri leta rasel po eni stopnji rasti, po tem obdobju pa se bo rast ustalila na dolgoročnem povprečju 2 %.

V tabeli 13 prikazujem izračun vrednosti navadne delnice VW Group, ki sem ga naredil po istem postopku, kot v tabeli 8. Očitno je, da je vrednost delnice po tem izračunu skoraj 3,5-krat večja od tiste v tabeli 8, kjer znaša 77,00 EUR, zaradi razlogov, ki sem jih že navedel zgoraj. Za razliko od vrednosti delnice, izračunane v tabeli 8, ki je podcenjena, pa ta vrednost

delnice, ki znaša 264,66 EUR, ni podcenjena in spada v interval gibanja vrednosti delnice na organiziranem trgu kapitala v letu 2008, ko se je gibala od najmanjše vrednosti, 149,16 EUR, do najvišje vrednosti, 499,50 EUR (Volkswagen-2, 2009).

Tabela 13: Izračun vrednosti kapitala in vrednosti delnice VW Group z metodo ekonomske dodane vrednosti na dan 31.12.2008

Vrednost poslovanja	108.693.000.000 €
+ Neposlovna sredstva	38.740.000.000 €
= Celotna vrednost podjetja	147.433.000.000 €
- Obveznosti iz financiranja	69.380.000.000 €
= Vrednost lastniškega kapitala	78.053.000.000 €
Število izdanih navadnih delnic	294.920.000
Vrednost delnice	264,66 €

Vir: E. F. Brigham & P. R. Daves, Intermediate Financial Management, 2004, str. 341.

3.4 PORSCHE IN VW GROUP PO PREVZEMU

Ta del diplomske naloge je sestavljen iz dveh delov. V prvem delu bom govoril o tem, kaj bo prevzem prinesel za obe podjetji, v drugem delu pa bom s pomočjo predpostavk podal lastno predvidevanje o tem, kakšne implikacije bo prevzem imel na vrednost delnice VW Group.

Po prevzemu bosta Porsche in VW Group tvorili integrirano avtomobilsko skupino, ki bo temeljila na desetih zelo močnih neodvisnih znamkah. Nikolaus Söllner, analitik avtomobilskega sektorja pri svetovalni hiši A. T. Kearney je dejal, da nobena korporacija na svetu ne bo tako pozicionirana kot skupina Porsche-VW-MAN-Scania. Skupina bo proizvajala avtomobile, ki bodo namenjeni najširšim množicam, kot so znamke Volkswagen, Škoda in Seat, kot tudi tiste, ki bodo namenjeni nekoliko bolj zahtevnim kupcem, kot so znamke Porsche, Lamborghini, Bugatti in Bentley. Proizvajali bodo torej zelo široko paleto vozil, od tistih najmanjših, s prostornino motorja 1 liter, do tistih največjih, 40 tonskih tovornjakov znamke MAN in Scania. Letna prodaja bo znašala 6,4 milijona vozil, skupni prihodki od prodaje bodo dosegali 150 milijard EUR, zaposlovali bodo skoraj 430 tisoč ljudi (Dalan, 2008).

Integrirana skupina bo vodilna na področju prisotnosti na globalnem trgu, pokritju segmentov, tehnologiji in inovacijah, globalni kupni moči in proizvodnih lokacijah, ki pokrivajo cel svet. Nadaljno rast lahko pričakujejo zaradi superiornih modularnih sistemov, učinkovitega managementa in odličnih zaposlencev. V prihodnosti lahko pričakujemo, da bo skupina prehitela Toyoto in postala največji proizvajalec vozil na svetu (Volkswagen, 2009).

Drugi del moram začeti z vrednostjo delnice VW Group pred prevzemom in oceno rasti. Vrednost delnice VW Group pred objavo, da si Porsche namerava pridobiti 15 % delež, je v petek, 23. septembra 2005, znašala 51,20 EUR (Volkswagen-2, 2009), kar bom vzel kot izhodišče. Istega leta se je rast prihodkov od prodaje (g), na podlagi katere sem ocenil rast podjetja v poglavju 3.3.1.3, glede na predhodno leto, leto 2004, povečala za 5,66 %. Predvidevam, da bo podjetje tako ali podobno rast dosegalo tudi po prevzemu, in sicer predvsem na račun dobrega pokrivanja posameznih segmentov trga, vključno z nišami, nenehnega vlaganja v razvoj, zelo prepoznavnih blagovnih znamk in nizke zadolženosti ter

pridobivanja novih kupcev, ki so prej kupovali avtomobile ostalih avtomobilskih proizvajalcev, katerim se prodaja iz leta v leto manjša.

V nadaljevanju bom podal svojo oceno o tem, kakšna bo vrednost delnice VW Group po prevzemu. Vodstvo obeh podjetij je izjavilo, da bodo sinergije obema podjetjema prihranile okoli 700 milijonov EUR letno, kar povzeman iz poglavja 3.1 in pomeni, da se bodo obema podjetjema znižali stroški, ob enem pa se bo povečal prosti denarni tok. Pretežni del teh 700 milijonov EUR, 550,55 milijonov EUR, bo prihranil VW Group, kar sem izračunal ob predpostavki, da so ključ delitve teh prihrankov celotna sredstva obeh podjetij iz leta 2008, ki so za VW Group znašala 167.919.000.000 EUR, za Porsche pa 45.577.300.000 EUR, tako da na VW Group odpade 78,65 % teh prihrankov, na Porsche pa 21,35 %.

Za oceno vrednosti delnice VW Group po prevzemu, moram najprej podati oceno vrednosti celotnega podjetja, ki sem jo naredil z isto enačbo, kot pri modelu diskontiranih denarnih tokov (enačba 8) v poglavju 3.3.2.3, s to razliko, da sem izhodiščnemu FCF, ki tam znaša 2.264.800.000 EUR, prištel prihranjenih 550,55 milijonov EUR. Stopnja rasti in tehtani povprečni stroški kapitala so ostali na enaki ravni, se pravi 6 % in 7 %, podjetje bo od petega leta naprej raslo z dolgoročnim povprečjem 2 %. Ob teh predpostavkah sem celotno vrednost podjetja VW Group po prevzemu ocenil na 66.317.000.000 EUR. Oceno vrednosti delnice bom naredil na isti način, kot v tabelah 8 in 13. Tej celotni vrednosti podjetja moram prišteti neposlovna sredstva in odšteti obveznosti iz financiranja. Obe vrednosti sta enaki kot že v zgoraj omenjenih tabelah. Dobljeno vrednost lastniškega kapitala, ki je 35.677.000.000 EUR, sem delil z 294.920.000, kar je število navadnih delnic iz leta 2008 in dobil oceno vrednosti delnice VW Group po prevzemu, ki znaša 120,97 EUR, kar prikazujem v tabeli 14.

Tabela 14: Izračun vrednosti kapitala in vrednosti delnice VW Group po prevzemu z modelom diskontiranega denarnega toka

Vrednost poslovanja	66.317.000.000 €
+ Neposlovna sredstva	38.740.000.000 €
= Celotna vrednost podjetja	105.057.000.000 €
- Obveznosti iz financiranja	69.380.000.000 €
= Vrednost lastniškega kapitala	35.677.000.000 €
Število izdanih navadnih delnic	294.920.000
Vrednost delnice	120,97 €

Vir: E. F. Brigham & P. R. Daves, *Intermediate Financial Management*, 2004, str. 341.

3.5 FINANČNE TEŽAVE PORSCHEJA IN MOŽNE REŠITVE

V resne finančne težave je Porsche zašel v prvi polovici leta 2009, ko mu je dolg narasel na okoli 9 milijard EUR, pogajanja o refinanciranju 10 milijardnega kredita s skupino bank pa so bila zaradi finančne krize odložena. Iz težkega položaja so se skušali rešiti s pomočjo državne banke KfW, ki je njihovo prošnjo po 2,5 milijard EUR vrednem kreditu zavrnila, zato so se odločili, da se bodo obrnili na privatne poslovne banke, vendar neuspešno. Zavrnil so jih tudi pri Qatar Investment Authority (QIA) (DPA-2, 2009).

Ko je že kazalo, da je za Porsche stečaj neizbežen, mu je na pomoč priskočilo prav podjetje, ki so ga prevzemali. VW Group mu je za premostitev kratkoročnih likvidnostnih težav posodil 700 milijonov EUR. Odplačilo tega kredita VW Group pogojuje z nakupom 49 %

deleža Porscheja skupaj z deželo Spodnjo Saško. Kot posledica transakcije, bi v novem združenem podjetju družini Piëch in Porsche obvladovali 40 %, dežela Spodnja Saška 20 %, QIA 15 % in državni sklad 5 %, ostalo pa manjšinski delničarji. QIA je že napovedal, da bo sodeloval samo, če bodo sodelovali vse zgoraj omenjene strani, za Porsche pa je to verjetno edini način rešitve njihovih finančnih težav (DPA-2, 2009).

SKLEP

VW Group je največji proizvajalec avtomobilov v Evropi z letno proizvodnjo 6,2 milijona enot. Porsche mu po proizvodnji ne more konkurirati, saj na leto proizvede le 100 tisoč enot. Obe podjetji imata dolgo tradicijo in prepleteno skupno preteklost. V tej zaključni nalogi sem med drugim predstavil tudi teoretična izhodišča prevzemov, zgodovino obeh podjetij, skupne točke, proizvodni program in kronologijo prevzema. Ta prevzem je lahko zgled, kako majhno podjetje prevzema veliko večjega konkurenta in pri tem zaide v težave.

Ocenjevanje vrednosti podjetja oziroma lastniškega kapitala se je mogoče lotiti na več načinov. Sam sem v tej zaključni nalogi predstavil dve metodi: metodo diskontiranih denarnih tokov in model ekonomske dodane vrednosti. Prikazal sem tudi uspešnost poslovanja z ROA in ROE ter izračunal povprečno rast podjetja. Petletno povprečje ROA za VW Group znaša 1,88 %, petletno povprečje ROE pa 9,2 %. Oba kazalnika sta nekoliko nižja od petletnega povprečja obeh kazalnikov v avtomobilski panogi. Povprečna stopnja rasti VW Group v obdobju od leta 2004 do leta 2008 znaša okoli 6 %.

Natančno določanje vrednosti podjetja je pogojeno s podatki o napovedanem prihodnjem poslovanju, ki meni niso bili na voljo, saj se iz letnih poročil ne da razbrati prihodnjih postavk, ki so potrebne za napovedovanje ekonomskega dobička in denarnih tokov v prihodnosti, zato sem se osredotočil na pretekle podatke in za bazno leto ter s tem leto primerjave vzel leto 2008. Vrednost VW Group sem računal ob različnih predpostavkah povprečne stopnje rasti podjetja ter tehtanega povprečja stroškov kapitala, rezultat tega vrednotenja pa je prikaz gibanja vrednosti podjetja glede na doseženo rast in tehtan povprečni strošek kapitala.

Vrednost podjetja VW Group, izračunana po metodi diskontiranih denarnih tokov ob predpostavkah pričakovane rasti 6 % in tehtanega povprečnega stroška kapitala 7 %, znaša 53.349.000.000 EUR. Ocena vrednosti delnice je ob tako izbranem scenariju, na dan 31.12.2008, znašala 77,00 EUR, kar je veliko manj od vrednosti delnice na organiziranem trgu kapitala v tem letu, ko se je gibala med 149,16 EUR in 499,50 EUR.

Ob istih predpostavkah je po metodi ekonomske dodane vrednosti vrednost podjetja VW Group znašala 108.693.000.000 EUR, cena delnice na dan 31.12.2008 pa 264,66 EUR. Razlika pri vrednotenju z obema modeloma je nastala zaradi izbranih FCF in izhodiščnega ekonomskega dobička ter zaradi upoštevanja različnih predpostavk.

Iz zbranih podatkov in analize vrednosti podjetja VW Group sklepam, da ga je Porsche upravičeno prevzel glede na njegovo vrednost, saj ga ni preplačal. Vsekakor pa prevzem ni bil upravičen z vidika finančne vzdržnosti, ker je s tem prevzemom Porsche ogrozil svojo finančno stabilnost in celo svoj obstoj. Kot glavni motiv prevzema vidim osebne motive managementa, saj si drugače ne znam predstavljati, kako lahko manjše podjetje prevzame toliko večjega tekmeca.

LITERATURA IN VIRI

1. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
2. Bohinc, R. (1998). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Združenje manager.
3. Bowman, C. & Faulkner, D. (1997). *Competitive and Corporate Strategy*. London: Irwin.
4. Brealey, R. A. & Myers, C. S. (2000). *Principles of Corporate Finance*. (6th ed.) Boston: McGraw Hill Irwin.
5. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*. (8th ed.) Ohio: South Western.
6. Brigham, E. F. & Houston J. F. (1999). *Fundamentals of Financial Management*. (7th ed.) Orlando: The Dryden Press.
7. Brouthers, K. D., Hastenburg, P. V. & Ven, J. v. d. (1998). *If Most Mergers Fail Why Are They so Popular? Long Range Planning*. Oxford.
8. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (2nd ed.) New York: John Wiley & Sons.
9. Dalan, M. (2008, maj). A New Global Player. *The Atlantic Times*. Najdeno 2. decembra na spletnem naslovu http://www.atlantic-times.com/archive_detail.php?recordID=1310
10. Damodaran. Najdeno 8. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
11. Dobičkonosnost kapitala. Najdeno 13. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/r/returnnonequity.asp>
12. Dobičkonosnost sredstev. Najdeno 13. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>
13. DPA-1. (2007, 23. oktober). Wie Porsche sich VW geangelt hat. *Financial Times Deutschland*. Najdeno 2. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://www.ftd.de/unternehmen/industrie/:Chronologie%20Wie%20Porsche%20VW/269148.html>
14. DPA-2. (2009, 27. junij). Porsche rejects Volkswagen ultimatum (Roundup). *Monsters and Critics*. Najdeno 3. novembra 2009 na spletnem naslovu http://www.monstersandcritics.com/news/business/news/article_1486284.php/Porsche_rejects_Volkswagen_ultimatum_Roundup
15. DPA-3. (2009, 23. julij). Cronology: The courtship between Porsche and Volkswagen. *Monsters and Critics*. Najdeno 14. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.monstersandcritics.com/news/business/news/article_1491539.php/CHRONOL_OGY_The_courtship_between_Porsche_and_Volkswagen
16. Ekonomska dodana vrednost. Najdeno 12. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.sayeconomy.com/what-is-economic-value-added-eva/>
17. Finančni podatki o podjetju VW. Najdeno 17. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=VOWG.S>
18. Gaughan, A. P. (1999). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & Sons.
19. Globalizacija. (2002, 21. junij). Najdeno 5. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://plato.stanford.edu/entries/globalization>
20. Habeck, M. M., Kröger, F. & Träm, R. M. (2000). *Čas združitev*. Ljubljana: DZS.
21. Hamada enačba. Najdeno 2. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/h/hamadaequation.asp>
22. Jarell, A. G., Brickley, A. J. & Netter, M. J. (1988). *The market of Corporate Control: The empirical Evidence Since 1980*. Nashville: Journal of Economic Perspectives.

23. Jašovič, B. & Simoneti, M. (1995). *Prevzemi podjetij po lastninskem preoblikovanju*. Ljubljana: Slovenska ekonomska revija.
24. Lynn, M. (2006, 16. november). Porsche Should Steer Clear of Volkswagen Takeover. *Bloomberg*. Najdeno 7. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601039&sid=a7eG1ipJVNG4&refer=home>
25. Mramor, D. (2000). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. Petrič, T. (2004, 28. julij). *Nerazumljena EVA*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
27. *Porsche*. Najdeno 8. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://de.wikipedia.org/wiki/Porsche>
28. Porsche SE (2009). Letno poročilo podjetja Porsche SE za leto 2008.
29. Ross, S. A., Westerfield R. W. & Jaffe J. F. (2003). *Corporate finance*. (6th ed.) Boston: McGraw Hill Irwin.
30. Samec, N. (2001). *Obramba družb pred prevzemi*. Maribor: Studio Linea.
31. Schnitzer, M. (1996). *Hostile versus friendly takeovers*. London: Economica.
32. Scott, L. (2008, 18. september). VW Now Controlled By Porsche. *Edmunds Daily*. Najdeno 1. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://blogs.edmunds.com/strategies/2008/09/vw-now-controlled-by-porsche.html>
33. Temeljni pojmi: Manager. (1994). Ljubljana: DZS.
34. Thomas, C. & Loon, v. J (2007, 26. marec). Porsche to Increase Volkswagen Stake Today, Make Takeover Bid. *Bloomberg*. Najdeno 17. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&refer=home&sid=ayRvGZzZQZFg>
35. Trančar, V. (1999). *Financiranje prevzema podjetja*. Ljubljana: Bančni vestnik.
36. Visnic, B. (2009, 17. avgust). VW Merger With Porsche All But Final. *Autoobserver*. Najdeno 1. decembra na spletnem naslovu <http://www.autoobserver.com/2009/08/vw-merger-with-porsche-all-but-final.html>
37. Volkswagen (2009, 14. avgust). Volkswagen and Porsche become an Integrated Automotive Group. *Zercustoms*. Najdeno 1. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.zercustoms.com/news/Volkswagen-and-Porsche-become-an-Integrated-Automotive-Group.html>
38. *Volkswagen-1*. Najdeno 7. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://de.wikipedia.org/wiki/Volkswagen>
39. *Volkswagen-2*. Najdeno 3. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.google.com/finance?q=ETR%3AVOW>
40. VW Group (2009). Letno poročilo podjetja VW Group za leto 2008.
41. VW Group (2008). Letno poročilo podjetja VW Group za leto 2007.
42. VW Group (2007). Letno poročilo podjetja VW Group za leto 2006.
43. VW Group (2006). Letno poročilo podjetja VW Group za leto 2005.
44. VW Group (2005). Letno poročilo podjetja VW Group za leto 2004.
45. VW Group (2004). Letno poročilo podjetja VW Group za leto 2003.
46. *VW zakon*. Najdeno 1. decembra na spletnem naslovu <http://de.wikipedia.org/wiki/VW-Gesetz>
47. Walters, S. J. K. (1993). *Enterprise, Government and the Public*. New York: McGraw Hill.
48. Weston, J. F. (1990). *Mergers, Restructuring and Corporate control*. London: Prentice Hall.
49. Zakon o prevzemih. (2006). *Uradni list RS*. (Zpre-1, št. 79/2006).
50. *Zgodovina VW*. Najdeno 19. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.pre67vw.com/history>

PRILOGE

Priloga 1: Bilanca stanja VW Group od leta 2003 do leta 2008 (v milijon EUR)

Priloga 2: Izkaz poslovnega izida VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

Priloga 3: Izkaz denarnih tokov VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

Priloga 4: Dividendna politika VW Group od leta 2004 do leta 2008

Priloga 5: Stroški kapitala VW Group od leta 2004 do leta 2008

Priloga 1: Bilanca stanja VW Group od leta 2003 do leta 2008 (v milijon EUR)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
<u>SREDSTVA</u>						
Dolgoročna sredstva	91.756	76.841	75.374	75.235	71.581	66.248
Neopredmetena sredstva	12.291	6.830	7.193	7.668	7.490	8.202
Zemljišča, nepremičnine, oprema	23.121	19.338	20.340	22.884	23.795	23.852
Leasing in najemnine	9.889	8.179	7.886	9.882	8.484	8.906
Dolgoročne finančne terjatve	31.855	27.522	26.450	24.958	22.762	21.321
Dolgoročne investicije in druga finančna sredstva ¹	14.600	14.972	13.505	9.843	9.050	3.967
Kratkoročna sredstva	76.163	68.516	61.229	57.846	55.391	52.888
Zaloge	17.816	14.031	12.463	12.643	11.440	11.670
Kratkoročne finančne terjatve	27.035	24.914	23.426	22.412	21.109	20.136
Kratkoročne terjatve in druga sredstva	17.061	12.844	10.882	10.811	9.688	10.398
Kratkoročne naložbe v vrednostne papirje	4.777	6.615	5.091	4.017	2.933	3.148
Denarna sredstva	9.474	10.112	9.367	7.963	10.221	7.536
SKUPAJ SREDSTVA	167.919	145.357	136.603	133.081	126.972	119.136
<u>KAPITAL IN OBVEZNOSTI</u>						
Kapital	37.388	31.938	26.959	23.647	23.957	24.430
Kapital večinskih lastnikov	35.011	31.875	26.904	23.600	23.865	24.326
Kapital manjšinskih lastnikov	2.377	63	55	47	92	104
Dolgoročne obveznosti	65.729	57.351	56.159	56.125	54.346	52.878
Dolgoročne finančne obveznosti	33.257	29.315	28.734	31.014	32.198	29.654
Provizije za pokojnine	12.955	12.603	13.854	14.003	10.930	12.661
Druge dolgoročne obveznosti ²	19.517	15.433	13.571	11.108	11.218	10.563
Kratkoročne obveznosti	64.802	56.068	53.485	53.309	48.669	41.828
Kratkoročne finančne obveznosti	36.123	28.677	30.023	30.992	28.885	20.253
Tgovinska plačila	9.676	9.099	8.190	8.476	7.434	7.113
Druge kratkoročne obveznosti	19.003	18.292	15.272	13.841	12.350	14.462
SKUPAJ KAPITAL IN OBVEZNOSTI	167.919	145.357	136.603	133.081	126.972	119.136

¹ vključno z odloženimi davki in kapitalsko računovodenimi investicijami

² vključno z odloženimi davki

Vir: Letna poročila podjetja VW Group od leta 2003 do leta 2008

Priloga 2: Izkaz poslovnega izida VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

	2008	2007	2006	2005	2004
Prihodki iz poslovanja	113.808	108.897	104.875	93.996	88.963
Odhodki iz poslovanja	(96.612)	(92.603)	(91.020)	(81.733)	(78.430)
Kosmati dobiček	17.196	16.294	13.855	12.263	10.533
Stroški prodaje in administracije	(13.294)	(11.727)	(11.492)	(10.853)	(10.476)
Neobičajni prihodki	29	47	/	/	133
Drugi neto poslovni prihodki	2.402	1.537	(354)	1128	1452
Dobiček iz poslovanja	6.333	6.151	2.009	2.538	1.642
Neto neposlovni stroški obresti	(1.815)	(1.647)	(1.586)	(1.531)	(695)
Prihodki investicij in obresti	2.385	1.710	1.211	679	646
Drugi neto prihodki	(295)	329	159	(65)	(505)
Dobiček pred davki	6.608	6.543	1.793	1.621	1.088
Davek iz dobička	(1920)	(2421)	162	(571)	(391)
Dobiček po davkih	4.688	4.122	1.955	1.050	697
Diskontinuirane operacije	/	/	795	70	/
Čisti poslovni izid	4.688	4.122	2.750	1.120	697

Vir: Reuters, 2009

Priloga 3: Izkaz denarnih tokov VW Group od leta 2004 do leta 2008 (v milijon EUR)

	2008	2007	2006	2005	2004
Dobiček pred davki	6.608	6.543	1.793	1.621	1.088
Amortizacija opredmetenih sredstev	5.191	5.435	5.932	5.614	7.422
Amortizacija neopredmetenih sredstev	1.392	1.843	1.826	1.438	1.134
Nedenarne postavke	3.257	3.567	4.523	3.371	976
Sprememba obratnega kapitala	(5.649)	(1.726)	401	(1.402)	840
Denarni tok iz poslovanja	10.779	15.662	14.475	10.642	11.460
Kapitalski izdatki	(12.154)	(8.847)	(7.734)	(8.816)	(8.993)
Druge postavke denarnega toka za investicije	(7.126)	(6.965)	(5.164)	(2.369)	(5.805)
Denarni tok iz investiranja	(19.280)	(15.812)	(12.898)	(11.185)	(14.798)
Postavke denarnega toka za financiranje	(365)	(12)	231	(626)	(328)
Izplačane dividende	(722)	(497)	(451)	(414)	(419)
Neto izdaja delnic	218	211	340	66	/
Neto zadolževanje	8.992	1.085	(234)	(820)	6.751
Denarni tok iz financiranja	8.123	787	(114)	(1.794)	6.004
Stroški deviznega poslovanja	(113)	(90)	(59)	79	19
Neto sprememba denarja	(471)	547	1.404	(2.258)	2.685

Vir: Reuters, 2009

Priloga 4: Dividendna politika VW Group od leta 2004 do leta 2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Število delnic					
Navadne delnice (v tisoč)	294.920	291.337	286.980	321.930	320.290
Prednostne delnice (v tisoč)	105.238	105.238	105.238	105.238	105.238
Dividende					
Na navadno delnico (v EUR)	1,93	1,80	1,25	1,15	1,05
Na prednostno delnico (v EUR)	1,99	1,86	1,31	1,21	1,11
Dividende skupaj					
Na navadne delnice (v milijon EUR)	569	524	359	322	292
Na prednostne delnice (v milijon EUR)	209	196	138	128	117

Vir: Letna poročila podjetja VW Group od leta 2004 do leta 2008.

Priloga 5: Stroški kapitala VW Group od leta 2004 do leta 2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Donosnost netvegane naložbe	4,1 %	4,3 %	3,8 %	3,3 %	3,8 %
Tržno tveganje na DAX	5,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Specifična premija za tveganje VW	(0,6 %)	(0,7 %)	0,2 %	/	0,3 %
Beta za VW	0,89	0,88	1,03	1,00	1,05
Strošek kapitala po davkih	8,5 %	9,6 %	10,0 %	9,3 %	10,1 %
Strošek dolga	6,7 %	5,5 %	4,3 %	3,7 %	4,5 %
Davek	(2,0 %)	(1,9 %)	(1,5 %)	(1,3 %)	(1,6 %)
Strošek dolga po davkih	4,7 %	3,6 %	2,8 %	2,4 %	2,9 %
Delež lastniškega kapitala	66,7 %	66,7 %	66,7 %	66,7 %	66,7 %
Delež dolžniškega kapitala	33,3 %	33,3 %	33,3 %	33,3 %	33,3 %

Vir: Letna poročila podjetja VW Group od leta 2004 do leta 2008.