

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

URŠA PICULIN

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE PODJETJA GORIŠKE OPEKARNE, D.D.

Ljubljana, september 2008

URŠA PICULIN

IZJAVA

Študent/ka **Urša Piculin** izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom **prof. dr. Aljoše Valentinčiča**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA.....	2
1.1 MODEL DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	2
1.1.1 Tehtano povprečje stroškov kapitala.....	2
1.1.2 CAPM model.....	3
1.1.3 Prosti denarni tok	3
2 PREDSTAVITEV PODJETJA	4
2.1 KRATKA ZGODOVINA	4
2.2 PROIZVODNI PROGRAM.....	5
2.3 TRŽIŠČE.....	6
2.4 OCENA TRŽNIH GIBANJ IN KONKURENCE	6
2.5 LASTNIŠTVO	7
3 VREDNOTENJE PODJETJA GORIŠKE OPEKARNE.....	7
3.1 ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA.....	7
3.2 ANALIZA PRIHODNJEGA RAZVOJA	13
3.2.1 STRATEŠKE USMERITVE	13
3.2.2 NAPOVED PROSTEGA DENARNEGA TOKA	14
3.2.2.1 Napoved prihodkov	14
3.2.2.2 Napoved odhodkov	15
3.2.2.3 Napoved spremembe obratnega kapitala.....	16
3.2.2.4 Napoved naložb.....	16
3.2.2.5 Napoved prostega denarnega toka.....	17
3.3 IZRAČUN KONČNE VREDNOSTI Z MODELOM DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA	18
SKLEP.....	21
LITERATURA IN VIRI	22

KAZALO TABEL

Tabela 1: Prikaz lastniške strukture	7
Tabela 2: Izračun investiranega kapitala na prvi način	8
Tabela 3: Izračun investiranega kapitala na drugi način	8
Tabela 4: Izračun investiranega kapitala v obdobju od leta 2002 do leta 2007	10
Tabela 5: Izračun NOPLAT in ROIC za obdobje od leta 2003 do leta 2007	11
Tabela 6: Izračun WACC za obdobje od leta 2003 do leta 2007	12
Tabela 7: Izračun prostega denarnega toka za obdobje od leta 2003 do leta 2007	13
Tabela 8: Terminski plan izvedbe investicijskih vlaganj	16
Tabela 9: Izračun NOPLAT in ROIC za leto 2007 in napovedi za obdobje od leta 2008 do leta 2012	17
Tabela 10: Izračun prostega denarnega toka za leto 2007 in napoved za obdobje od leta 2008 do leta 2011	17
Tabela 11: Investirani kapital v letu 2007 in napoved za obdobje od leta 2008 do leta 2012	18
Tabela 12: Izračun vrednosti poslovanja Goriških opekarn z modelom diskontiranega denarnega toka	19
Tabela 13: Tehtano povprečje stroškov kapitala za obdobje od leta 2003 do leta 2007	19
Tabela 14: Izračun vrednosti lastniškega kapitala in cene delnice podjetja Goriške opekarne z modelom diskontiranega denarnega toka na dan 31.12.2007	20

KAZALO SLIK

Slika 1: Napoved prihodkov Goriških opekarn za obdobje od leta 2008 do leta 2012	15
Slika 2: Napoved odhodkov Goriških opekarn za obdobje od leta 2008 do leta 2012	16
Slika 3: Prikaz gibanja prostega denarnega toka	18
Slika 4: Prikaz vrednosti poslovanja Goriških opekarn z modelom diskontiranega denarnega toka	20

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Bilanca stanja podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2003 do leta 2007	1
Priloga 2: Izkaz Poslovnega izida podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2003 do leta 2007 ..	2
Priloga 3: Izkaz denarnih tokov podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2003 do leta 2007	3
Priloga 4: Napovedi bilance stanja podjetja Goriške opekarne, d.d. za obdobje od leta 2008 do leta 2012	4
Priloga 5: Napoved izkaza poslovnega izida podjetja Goriške opekarne, d.d. za obdobje od leta 2008 do leta 2012	5

UVOD

Podjetje, ki želi poslovati uspešno in dosegati čim večjo vrednost za lastnike, mora zasledovati svoj osnovni cilj, to je maksimizirati tržno vrednost podjetja (Mramor, 1999, str. 34). Dobičkonosna podjetja imajo v večini lojalne zaposlene in zveste ter zadovoljne kupce. V sodobnem času, ko se kapitalski trgi vedno bolj razvijajo, je postalo vrednotenje podjetij eden izmed pomembnejših kazalnikov uspešnosti (Brealey & Mayers, 2000, str. 27).

Vrednotenje predstavlja proces, pri katerem se s podatki iz preteklosti in načrtovane prihodnosti določi vrednost obravnavanega pojava. Vrednotenje podjetja je temelj za določanje tržne vrednosti lastniškega kapitala za potrebe odločanja lastnikov o nakupu, prodaji ali prevzemu podjetja. Vrednotimo lahko na podlagi več metod, katera pa je najbolj primerna, je zelo odvisno od namena vrednotenja in količine podatkov, ki so na razpolago.

Namen moje diplomske naloge je z uporabo metode diskontiranih prostih denarnih tokov oziroma DCF metode analizirati vrednost podjetja Goriške opekarne, d.d.

Cilj diplomskega dela je s pomočjo omenjene metode vrednotenja podati čim bolj natančno končno vrednost podjetja Goriške opekarne oziroma njegovega lastniškega kapitala in določiti vrednost delnice na dan vrednotenja.

V prvem delu je najprej predstavljena metoda diskontiranih denarnih tokov. V nadaljevanju tega dela so tudi predstavljene in obrazložene postavke, ki so nujno potrebne za izračun končne vrednosti. Sem spada CAPM model, tehtano povprečje stroškov kapitala in prosti denarni tok.

Drugi del vsebuje predstavitev podjetja Goriške opekarne. Tu so predstavljeni njegovi začetki delovanja vse do danes, ko je podjetje zraslo v enega pomembnejših ponudnikov gradbenega materiala na slovenskih tleh. Prikazan je proizvodni program, ki ga podjetje obvladuje in njegova ključna tržišča. Opisala sem tudi, katere so ključne priložnosti in nevarnosti podjetja na najbolj zastopanih trgih in kateri so njegovi glavni konkurenti. Nazadnje sem še opisala, kakšno je lastništvo podjetja.

V zadnjem tretjem delu je prikazan sam postopek vrednotenja po DCF metodi. Sem spada analiza preteklega poslovanja podjetja, ki služi kot opora za analizo bodočega razvoja. Sledi ocena prihodnjega poslovanja podjetja, kjer sem najprej napovedala prihodke, stroške, naložbe in obratni kapital ter tako izračunala prosti denarni tok. Ob uporabi različnih ocen tehtanega povprečja stroškov kapitala in rasti sem na koncu po metodi diskontiranih denarnih tokov izračunala vrednost poslovanja podjetja in njegovega lastniškega kapitala ter izračunala ceno delnice.

1 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA

1.1 MODEL DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Vrednotenja podjetja se lahko lotimo z različnimi pristopi. Med najbolj pogoste sodi vrednotenje na osnovi diskontiranih denarnih tokov oziroma DCF vrednotenje (angl. *discounted cash flow*).

Vrednotenje po metodi diskontiranih denarnih tokov učinkovito vključuje vse informacije o podjetju in je osrednje merilo uspešnosti poslovanja le-tega. Najpomembnejše pri ocenjevanju podjetja je, da se čimbolj natančno oceni denarne tokove obstoječih sredstev in denarne tokove, za katere se pričakuje, da jih bo podjetje ustvarjalo z rastjo v prihodnosti, na podlagi tega pa je potrebno ob upoštevanju diskontne stopnje kar najboljše oceniti vrednost podjetja (Brigham & Houston, 1999, str. 464).

Po DCF metodi izračunamo vrednost podjetja kot vsoto sedanjih vrednosti pričakovanih donosov podjetja. Pri tem se vrednost pričakovanih bodočih prostih denarnih tokov diskontira s tehtanim povprečjem stroškov kapitala, WACC, ob upoštevanju diskontne mere, ki odraža časovno vrednost denarja (Brigham & Daves, 2004, str. 307). Ker sredstva podjetja nimajo določene življenjske dobe, je potrebno denarne tokove napovedati daleč v prihodnost, zato je potrebno vsoti sedanjih vrednosti donosov prišteti še sedanjo vrednost donosov, ki jih bo podjetje ustvarjalo v času po napovedanem obdobju z upoštevanjem konstantne stopnje rasti. Diskontirani prosti denarni tok preostalega obdobja se imenuje končna vrednost (angl. *terminal value*) (Brigham & Houston, 2004, str. 339).

Za izračun celotne vrednosti podjetja je potrebno vrednosti poslovanja prišteti neposlovna sredstva. Dobljeni vrednosti odštejemo obveznosti iz financiranja in dobimo vrednost lastniškega kapitala. To delimo s številom delnic, ki jih ima podjetje v obravnavanem obdobju in tako po metodi diskontiranih denarnih tokov dobimo ceno delnice (Brigham & Houston, 2004, str. 336-341).

1.1.1 Tehtano povprečje stroškov kapitala

Odločitve o novih dolgoročnih naložbah spadajo med najpomembnejše poslovne odločitve v podjetju. Pri odločitvah o sprejetju ali zavrnitvi nove naložbe je ključen podatek o stroških kapitala. Pod pojmom strošek kapitala razumemo strošek oziroma ceno dolgoročnih in trajnih virov financiranja podjetja (Berk, Lončarski & Zajc, 2002, str. 80). Podjetja se financirajo z različnimi vrstami kapitala, ki pa imajo, zaradi različne tveganosti, vsaka različno zahtevano stopnjo donosa. Za izračun stroška celotnega kapitala podjetja se zato uporablja tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. *Weighted Average Cost of Capital* – WACC) (Brigham, 1995, str. 145, 146). WACC izračunamo po enačbi (1):

$$WACC = w_d r_d (1-T) + w_s r_s \quad (1)$$

W_d in w_s sta uteži, ki se nanašata na dolg in navadni kapital. R_s predstavlja strošek navadnega lastniškega kapitala, r_d pa strošek dolga, ki ga je potrebno obdavčiti z davčno stopnjo. Davek ima z vidika podjetja ugoden učinek na stroške dolga. Obresti so namreč odbitna postavka od davčne osnove in znižujejo davčno breme podjetja. Podjetje lahko pride do dolžniškega kapitala z najetjem kredita ali pa z izdajo obveznic oziroma drugih dolžniških papirjev (Berk et al., 2002, str. 81-83).

WACC predstavlja tehtano povprečje stroškov vsakega novega kapitala, ne pa kapitala ustvarjenega v preteklosti. WACC se uporablja za diskontiranje prihodnjih denarnih tokov, pri čemer dobimo sedanjo vrednost (Brigham & Houston, 2004, str. 311).

1.1.2 CAPM model

CAPM model (angl. *Capital Asset Pricing Model*) pravi, da je zahtevana donosnost dolgoročnih naložb (r) enaka vsoti netvegane stopnje donosa (r_f) in premije za tveganje te naložbe ($(r_m - r_f) * \beta$) (Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 230). Zahtevano stopnjo donosa tako izračunamo po CAPM enačbi kot je razvidno iz enačbe (2):

$$r = r_f + (r_m - r_f) * \beta \quad (2)$$

Donosnost netvegane naložbe (r_f) običajno temelji na donosu dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev. Prihodnja zahtevana donosnost premoženja (r_m) se izračunava kot povprečje iz zahtevane donosnosti portfelja vseh delnic na določenem trgu in predstavlja zahtevano donosnost povprečne delnice. Tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$) predstavlja dodaten donos, katerega zahtevajo vlagatelji nad netvegano stopnjo donosa (Ehrhardt & Brigham, 2003, str. 231). Koeficient β predstavlja relativno tveganje naložbe. Posamezna naložba z β med 0 in 1 je podpovprečno tvegana, naložba z beto, ki je višja od 1 pa je nadpovprečno tvegana in bo povečala tveganje premoženja in tudi pričakovano donosnost premoženja (Berk et al., 2002, str. 63).

1.1.3 Prosti denarni tok

Prosti denarni tok razumemo kot denar, ki je na voljo za poplačilo vseh, ki so financirali v podjetje, potem ko je podjetje izvedlo vsa potrebna vlaganja v dolgoročna in kratkoročna sredstva za njegovo nemoteno delovanje (Brigham & Houston, 2004, str. 336).

Ocenjene vrednosti prostega denarnega toka v prihodnosti vplivajo na vrednost podjetja. Prosti denarni tok je pomemben, saj omogoča podjetju, da zasleduje priložnosti, ki povečujejo vrednost delničarjev. Brez denarja je težko razvijati nove produkte, ustvarjati finančne naložbe, izplačevati dividende in zmanjševati dolg. Podjetje ima lahko tudi negativen prosti

denarni tok. V tem primeru potrebuje dodatna sredstva za poslovanje. Vendar pa negativen denarni tok ne pomeni vedno slabega poslovanja podjetja. Če je FCF negativen, ker je negativen NOPAT, je to za podjetje slabo, saj ima podjetje najverjetneje poslovne probleme. Vendar pa ima veliko hitro rastočih podjetij kljub pozitivnemu NOPAT-u negativen prosti denarni tok. Razlog za to je v velikih investicijah. To je le začasno stanje in v prihodnosti je za pričakovati višje proste denarne tokove, ko se bodo začeli kazati pozitivni učinki naložb v poslovanje (Brigham et al., 1999, str. 57). Izračun prostega denarnega toka je razviden v enačbi (3):

$$\text{Prosti denarni tok} = (\text{Dobiček iz poslovanja po davkih} + \text{Amortizacija}) - \text{Neto investicije v obratni kapital} \quad (3)$$

Neto investicije v obratni kapital predstavljajo vsoto med poslovnim obratnim kapitalom in investicijami v stalna sredstva.

2 PREDSTAVITEV PODJETJA

Goriške opekarne, d.d. že 60 let nadaljujejo bogato tradicijo opekarstva na Goriškem. Podjetje deluje samostojno brez odvisnih družb in je eno izmed vodilnih proizvajalec celovitega programa opečnih izdelkov za gradnjo kakovostnih stanovanjskih in poslovnih objektov v Sloveniji. V sklopu njihovega poslovanja proizvajajo celovit program visoko kakovostnih klasičnih in termoizolacijskih zidnih elementov, stropnih polnil ter navadne in barvane kritine. Okoli 30% prodaje podjetje ustvari z izvozom predvsem na hrvaško in italijansko tržišče. Podjetje je s svojim proizvodnim programom pomemben ponudnik na slovenskem trgu, kjer dosegajo več kot 25% tržni delež. Zaradi večjih vlaganj v posodobitev tehnologije pa podjetje povečuje prodajo svojih izdelkov tudi na ostalih novih tujih trgih, predvsem na področju vzhodne Evrope (Goriške opekarne, 2008).

2.1 KRATKA ZGODOVINA

Opekarstvo na območju spodnje Vipavske doline je bilo razvito že v rimskih časih. Ponoven razcvet je doživelo v 15. stoletju, vsestransko uporabnost opečnih izdelkov pa je potrdila industrijska revolucija v 18. stoletju. V času Avstro-Ogrske monarhije je na tem območju obratovalo 47 opekarskih obratov. Med prvo in drugo svetovno vojno je na Goriškem obstajalo 11 opekarn. Po priključitvi Primorske k Jugoslaviji so bile vse opekarne na tem področju nacionalizirane. Z odločbo vlade republike Slovenije so bile dne 24.3.1948 ustanovljene Goriške opekarne, ki jim je bilo dodeljenih 7 opekarn iz okoliških vasi kot sestavni del novoustanovljenega podjetja (Turel, Stibilj & Cigoj, 1998, str. 4-8).

Zaradi povojne obnove in izgradnje Nove Gorice so morali obratovati vsi obrati v okviru novo ustanovljene opekarne. Usposobitev obratov je bila zelo težavna, saj so delavnice za popravilo opekarskih strojev ostale ob priključitvi Primorske k Jugoslaviji onstran meje.

Pogoji dela so bili v tem času težki, saj je bilo veliko dela ročnega. Z leti se je način dela vedno bolj izboljševal in moderniziral. Obdobje po letu 1970 lahko označimo kot čas pomembnih tehnoloških sprememb z izvajanjem prvih večjih investicij v Goriških opekarnah (Turel et al., 1998, str. 12-14).

Obdobje po letu 1990 je zaznamoval razpad jugoslovanskega trga, ki je zahteval racionalnejše poslovanje in prilagajanje novim tržnim razmeram z razširitvijo proizvodnega programa. Investicije po letu 1990 so bile namenjene racionalizaciji poslovanja, zmanjševanju stroškov na vseh nivojih, izboljšanju pogojev dela in doseganju višje kvalitete izdelkov (Zgodovina opekarstva na Goriškem, 2008).

Po ustanovitvi Goriških opekarn so direktorji izvajali plansko zastavljene naloge. Leta 1971 se je uvedlo samoupravljanje delavcev, v katerem naj bi vsak zaposlen imel besedo pri upravljanju podjetja in razpolaganju s sredstvi doseženimi z delom. Podjetje Goriške opekarne se je 6.12.1996 preoblikovalo v delniško družbo (Turel et al., 1998, str. 22).

2.2 PROIZVODNI PROGRAM

V prvih letih po ustanovitvi Goriških opekarn so proizvajali predvsem polne zidake in korce. Izdelana opeka je bila v celoti namenjena izgradnji Nove Gorice in povojni obnovi okoliških naselij. Sledile so novosti v proizvodnji, ki so se pojavljale s potrebami in razvojem gradbeništva ter zahtevami tržišča. Povpraševanje po opečnih izdelkih je vse bolj naraščalo, zato so bile Goriške opekarne prisiljene povečati proizvodno in modernizirati obrate (Turel et al., 1998, str. 28).

Podjetje ima danes asortiman opečnih izdelkov zelo dopolnjen s specifičnimi izdelki, ki so prilagojeni potrebam kupcev. Ker so njihove želje vedno bolj zahtevne in je konkurenca na tem področju vedno bolj silovita, se je podjetje moralo odzvati na to z dvigom kvalitete svojih izdelkov, nenehnim razvojem in stalno kontrolo.

Z doseženo proizvodnjo so Goriške opekarne med podjetji v slovenski lasti največji proizvajalec opečnih izdelkov v Sloveniji. Proizvodni program obsega preko 35 različnih artiklov za nosilne zidove, predelne stene, stropne in strehe. Podjetje se trenutno ukvarja s proizvodnjo in prodajo dveh glavnih programov. V prvega sodijo zidni in stropni elementi, v drugega pa kritina. Proizvodnja se izvaja v dveh obratih: obrat Renče 3 in obrat Renče 4. Surovina se pridobiva v glinokopu Okroglica, kjer se nahajajo bogate zaloge laporja in gline (Turel et al., 1998, str. 29-33).

2.3 TRŽIŠČE

Goriške opekarne so skozi zgodovino doživljale različne vzpone in padce, ki so bili posledica različnim pomembnim dogodkom v preteklosti. Danes jim Slovenija še vedno predstavlja ključno tržišče, saj prodajo tu okoli 70% izdelkov. Na tem trgu dosegajo 27% tržni delež, največji konkurent Wienerberger opekarna Ormož dosega 60% delež, ostalo pa je razdeljeno na uvoz iz Hrvaške in Italije ter ostale domače proizvajalce. Zaradi velikih cenovnih razlik med trenutnimi cenami v Sloveniji in na Hrvaškem so si v zadnjih letih prizadevali povečati prodajo doma, kar jim je v veliki meri tudi uspelo. Prodajo na hrvaškem trgu načrtujejo z vidika zapolnjevanja proizvodnih kapacitet in zaradi zadržanja prisotnosti na tem regionalno pomembnem tržišču (Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007, str. 21).

2.4 OCENA TRŽNIH GIBANJ IN KONKURENCE

Pri načrtovanju prodaje opečnih izdelkov na bolj oddaljene trge je ključnega pomena dejstvo, da gre za relativno poceni in težak material, zato se je potrebno v največji možni meri usmeriti na lokalne bližnje trge. Na področjih s slabšo konkurenco, višjimi prodajnimi cenami in pri prodaji izdelkov z višjo dodano vrednostjo je možnost prodaje na bolj oddaljenih trgih učinkovita, v nasprotnem primeru pa podjetje posluje na bližnjih trgih. Možnost prodaje se kaže predvsem v osvajanju bolj oddaljenih tržišč z nišnimi proizvodi (npr. barva kritina, ...). Na teh trgih bo podjetje lahko delno povečalo obseg prodaje, nikakor pa na njih ne more graditi dolgoročnih strategij (Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007, str. 20).

V prihodnosti se bo podjetje Goriške opekarne še vedno usmerjalo predvsem na lokalne trge v Sloveniji. V Sloveniji je gradbeništvo že kar nekaj časa v močnem porastu. Lansko leto je bila rast kar 18,2-odstotna in je tako po podatkih Evropske komisije slovensko gradbeništvo med največjimi in najuspešnejšimi državami EU. Glavno gonilo rasti so javne investicije v prometno infrastrukturo, ki pa pozitivno deluje tudi na druge segmente gradbeništva (Špacapan, 2008, str. 96-100). Največjo konkurenco Goriškim opekarnam pri zidnih in stropnih elementih predstavlja podjetje Wienerberger, ki je največji svetovni proizvajalec opečnih izdelkov in je s svojim delovanjem prisoten na vseh celinah (Wienerberger, 2008). Njegova prednost v Sloveniji je ozka usmerjenost, saj pokriva samo prodajo zidnega in stropnega programa, stroškovna učinkovitost in močna blagovna znamka. Glavno konkurenco Goriškim opekarnam pri prodaji kritine pa predstavljajo podjetja Bramac, Creatim, Tondach in še nekateri ostali ponudniki iz Nemčije in Avstrije (Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007, str. 21).

Na tuje trge bo podjetje usmerilo prodajo predvsem v države bivše Jugoslavije in Italijo. Pri slednji so pričakovanja za naprej sicer pesimistična, zaradi obdobja daljše recesije, ki bo najmočnejša v letih 2008 do 2010. Boljše razmere za gradbeništvo so na Hrvaškem in naj bi

bile tudi v naslednjih letih relativno ugodne. Kljub temu pa je konkurenca zelo močna, saj je na tem tržišču prisotna cela vrsta domačih in tujih proizvajalcev. V podjetju skušajo na hrvaškem tržišču zadržati prodajne količine, žal pa ne uspejo povečati cen (Strategija razvoja Goriških opekarn, 2007, str. 22).

2.5 LASTNIŠTVO

Konec leta 1996 se je podjetje preoblikovalo v delniško družbo, vendar se danes z delnicami ne trguje. Leta 2007 je dobrih 98% delnic v lasti velikih družb: Triglav naložbe d.d., Vipe Holding d.d., Zavarovalnica Triglav d.d. in Delniškega vzajemnega sklada Triglav steber 1. Ostali 1,7% so razdeljena med male delničarje (Povzetek revidiranega letnega poročila, 2007, str. 3).

Tabela 1: Prikaz lastniške strukture

Imetnik delnice	Število delnic	Delež
Triglav naložbe, d.d.	205.237	39,19%
Vipa holding, d.d.	171.882	32,82%
Zavarovalnica Triglav, d.d.	78.493	14,99%
Delniški vzajemni sklad Triglav	59.139	11,29%
Ostali delničarji	8.883	1,70%
Skupaj	523.634	100,00%

Vir: Povzetek revidiranega letnega poročila, 2007, str. 3.

3 VREDNOTENJE PODJETJA GORIŠKE OPEKARNE

Vrednotenje podjetja Goriške opekarne bo opravljeno po metodi diskontiranega prostega denarnega toka in ekonomske dodane vrednosti. Vrednotenje temelji na predstavitvenih gradivih iz spletne strani podjetja, letnih poročil podjetja od leta 2002 do 2007 in strategije razvoja Goriških opekarn za obdobje od leta 2008 do 2012.

3.1 ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA

Analiza preteklega poslovanja je osnova za napovedovanje različnih možnih potekov razvoja, hkrati pa nam pokaže jasno sliko, kako je podjetje poslovalo v preteklosti. Pri izračunu preteklega poslovanja je DCF analiza neprimerna, zato sem ga analizirala s pomočjo donosnosti investiranega kapitala in rasti prihodkov.

Investirani kapital podjetja je opredeljen kot vrednost sredstev, s katerimi podjetje opravlja svojo dejavnost. Pri izračunu investiranega kapitala tako od sredstev v bilanci stanja odštejemo dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe ter denarna sredstva, ki niso potrebna

za opravljanje osnovne dejavnosti podjetja. Analiza donosnosti investiranega kapitala nam pokaže jasno sliko o poslovanju podjetja in služi kot osnova za napoved različnih potekov poslovanja podjetja v prihodnje (Bolčič & Bergant, 2008, str. 10, 11).

Po Bolčič in Bergantu (2008, str. 10, 11) se investirani kapital lahko izračuna na dva načina:

- od sredstev potrebnih za poslovanje, ki so zmanjšana za naložbe, odštejemo obveznosti iz poslovanja
- od seštevka kapitala in finančnih obveznosti odštejemo naložbe

Če izhajamo iz bilance stanja podjetja Goriške opekarne za leto 2007, lahko izračunamo investirani kapital na sledeča načina:

Tabela 2: Izračun investiranega kapitala na prvi način

1. način	v tisoč EUR
Neopredmetena dolgoročna sredstva	466
+ opredmetena osnovna sredstva	12.302
+ odložene terjatve za davek	0
+ zaloge	3.896
+ kratkoročne poslovne terjatve	771
+ kratkoročne aktivne časovne razmejitve	116
- rezervacije	224
- dolgoročne poslovne obveznosti	52
- odložene obveznosti za davek	0
- kratkoročne poslovne obveznosti	1.989
- kratkoročne pasivne časovne razmejitve	1
= INVESTIRANI KAPITAL	15.285

Vir: Bilanca stanja podjetja Goriške opekarne, d.d. za leto 2007; Lastni izračuni.

Tabela 3: Izračun investiranega kapitala na drugi način

2. način	v tisoč EUR
Kapital	8.021
+ dolgoročne finančne obveznosti	2.587
+ kratkoročne finančne obveznosti	4.714
- naložbene nepremičnine	35
- dolgoročne finančne naložbe	0
- kratkoročne finančne naložbe	0
- denarna sredstva	2
= INVESTIRANI KAPITAL	15.285

Vir: Bilanca stanja podjetja Goriške opekarne, d.d. za leto 2007; Lastni izračuni.

Postavke iz bilance stanja za obdobje od leta 2002 do 2007 so prikazane v Tabeli 4 na strani 10. Med **gibljiva sredstva** prištevamo zaloge, kratkoročne poslovne terjatve in kratkoročne aktivne časovne razmejitve. Vrednost gibljivih sredstev se je skozi obdobje od leta 2003 do 2007, z izjemo leta 2004, povečevala.

Največja postavka v gibljivih sredstvih so zaloge. Zaloge se nanašajo na zaloge surovin, materiala, drobnega inventarja, zaloge nedokončane proizvodnje in končnih izdelkov ter na trgovsko blago. Povečanje vrednosti zalog v preteklih letih je posledica večjega obsega prodaje. Zaloge so se leta 2007 v primerjavi s preteklim letom povečale za 22,8%. Zaloge proizvodov, ki v strukturi zalog predstavljajo 63,85%, so se povečale za 32,53%. Kratkoročne poslovne terjatve so imele med leti trend upadanja. Leta 2007 so se v primerjavi s predhodnim letom zmanjšale za 6%. Velik obseg kratkoročnih terjatev kaže, da kupci niso sposobni sproti poravnati svojih obveznosti do podjetja oziroma da podjetje ni sposobno učinkovito izterjati dolgov od svojih dolžnikov. Glede na to, da so v podjetju kratkoročne poslovne terjatve vsako leto nižje, lahko rečemo, da uspešno posluje na tem področju. Največji del poslovnih terjatev predstavljajo terjatve do kupcev. Te skozi leta predstavljajo okoli 80% vseh terjatev. Terjatve do kupcev v državi sestavljajo v glavnem terjatve do veleprodajnih podjetij, terjatve do kupcev v tujini, ki se nanašajo na kupce v Italiji in na Hrvaškem. Kratkoročne finančne naložbe so bile v proučevanem obdobju zelo nizke in so se več ali manj gibale na isti vrednosti. Podjetje ima zelo nizek delež kratkoročnih finančnih naložb, kar ni tako slabo, saj je namen podjetja proizvodnja, ne pa nalaganje denarja.

K **obveznostim iz poslovanja** spadajo rezervacije, dolgoročne poslovne obveznosti, kratkoročne poslovne obveznosti in kratkoročne pasivne časovne razmejitve.

Dolgoročne poslovne obveznosti so v primerjavi z finančnimi veliko nižje, saj predstavljajo slaba 2% vseh dolgoročnih obveznosti. V proučevanem obdobju so imele prav tako trend upadanja, le v letu 2007 so se glede na predhodno leto povečale za 37%. Kratkoročne obveznosti so se v proučevanem obdobju gibale različno, najvišjo vrednost so dosegle leta 2007, ko so predstavljale 38,4% vseh obveznosti do virov sredstev. Znašale so 6.795.200 EUR, kar je za 7% več kot leta 2006. To zadolževanje na kratki rok je posledica investiranja podjetja v prenovo proizvodnje, v zadnjih letih pa predvsem zaradi financiranja kratkoročnih sredstev.

Stalna sredstva so v proučevanem obdobju nihala. Iz dobrih 10 milijonov EUR iz leta 2002, kar predstavlja 79% vseh sredstev, so leta 2004 narasla na dobrih 13 milijonov EUR, z deležem v sredstvih 83,7%. Leta 2006 pa so se spet znižala za milijon in podobno stanje se je odražalo tudi v letu 2007. Tako so v letu 2007 stalna sredstva predstavljala 72,9% vseh sredstev.

Med stalna sredstva sodijo opredmetena osnovna sredstva in neopredmetena dolgoročna sredstva. Med opredmetena osnovna sredstva sodijo pretežno proizvodne naprave, zemljišča in zgradbe. Opredmetena sredstva so skozi obdobje upadala, vendar razlog za to ni bil v manjši nabavi pač pa v tem, da so v podjetju uvedli pospešeno amortizacijo. Neopredmetena dolgoročna sredstva pa zajemajo dolgoročne premoženjske pravice (računalniški programi, emisijski kuponi) in dolgoročno odložene stroške razvoja. Podjetje v opazovanem obdobju ni izkazovalo pomembnejših neopredmetenih dolgoročnih sredstev.

Kapital v podjetju Goriške opekarne je prevladujoča oblika obveznosti do virov sredstev, saj je bil njegov delež v letu 2007 45%. Celoten kapital sestavljajo vpoklicani kapital, kapitalske rezerve, rezerve iz dobička, preneseni čisti dobiček iz prejšnjih let, prevrednotevalni popravek kapitala in prehodno še nerazdeljeni čisti dobiček poslovnega leta.

Podjetje Goriške opekarne ima v proučevanem obdobju delež lastniškega kapitala višji od dolžniškega, kar je razvidno tudi v Tabeli 6 na strani 11, vendar se je razmerje od leta 2003 vsako leto zmanjševalo. Taka struktura kapitala je za Goriške opekarne ugodna, saj ima podjetje večino stroškov v cenah energentov in v stroških dela, ki jih mora pokriti z lastniškim financiranjem.

Tabela 4: Izračun investiranega kapitala v obdobju od leta 2002 do leta 2007 (v tisoč EUR)

	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Gibljava sredstva	4.783	4.164	3.806	2.706	3.449	2.833
- Obveznosti iz poslovanja	2.266	1.915	2.065	1.627	1.616	1.360
= Čisti poslovni obratni kapital	2.517	2.249	1.741	1.079	1.832	1.473
+ Stalna sredstva	12.768	12.888	13.810	13.883	10.784	10.607
= INVESTIRANI KAPITAL	15.285	15.137	15.551	14.962	12.616	12.080
+ Neposlovna sredstva	37	129	21	16	14	15
SKUPAJ SREDSTVA	15.322	15.266	15.573	14.978	12.629	12.095
Kapital	8.021	7.901	7.870	8.068	7.986	7.933
+ Obveznosti iz financiranja	7.301	7.365	7.703	6.910	4.643	4.162
SKUPAJ OBVEZNOSTI	15.322	15.266	15.573	14.978	12.629	12.095

Vir: Bilanca stanja podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2002 do leta 2007; Lastni izračuni.

Razlika med gibljivimi sredstvi in obveznostmi iz poslovanja nam da čisti poslovni obratni kapital (Brigham & Houston, 2004, str. 202, 203). Čistemu poslovnemu obratnemu kapitalu prištejemo še stalna sredstva, ki so nujno potreben za opravljanje dejavnosti podjetja in dobimo investirani kapital.

Iz Tabele 4 je razvidno, koliko je znašal investirani kapital v poslovne in koliko v neposlovne aktivnosti. Investirani kapital je izračunan iz bilanc stanja na koncu poslovnega leta in se uporablja kot podatek o začetnem vložku kapitala za naslednje poslovno leto (Sušinski, 2007, str. 47).

Tabela 5: Izračun NOPLAT in ROIC za obdobje od leta 2003 do leta 2007 (v tisoč EUR)

	2007	2006	2005	2004	2003
Davek iz dobička	-32	0	0	0	0
+Davek na odhodke od obresti	- 89	- 70	-58	- 85	- 104
+Davek na prihodke od obresti	0	0	0	4	7
=Davki iz EBIT	-121	-70	-58	-81	-97
EBIT (poslovni izid iz poslovanja)	491	221	-17	283	382
+Davki iz EBIT	-121	-70	-58	-81	-96,8
NOPLAT	370	151	-75	202	285
Investirani kapital (na začetku leta)	15.137	15.551	14.962	12.616	12.080
ROIC	2,44%	0,97%	-0,50%	1,60%	2,36%

Vir: Izkaz poslovnega izida podjetja Goriške opekarne, d.d. za obdobje od leta 2003 do leta 2007; Lastni izračuni.

V Tabeli 5 je prikazan izračun prilagojenega dobička iz poslovanja po davkih (NOPLAT) in donosnost investiranega kapitala (angl. *Return on invested capital* – ROIC).

NOPLAT meri celotno količino denarja, ki je namenjena distribuciji med vlagatelje finančnega kapitala. EBIT oziroma dobiček pred obrestmi in davki (ang. *Earnings before interest and taxes*) se izračuna na podlagi izkazov poslovnega izida tako, da se čistemu dobičku prištejejo obresti in davki (Mramor, 1999, str. 23). Pri izračunu davkov iz EBIT se upošteva veljavna davčna stopnja davka od dohodkov pravnih oseb, ki se pomnoži s finančnimi odhodki iz naslova obresti.

Ena izmed možnosti za določanje ali je rast podjetja donosna ali ne je izračun donosnosti investiranega kapitala (ROIC). ROIC se izračuna kot razmerje med NOPLAT-om in investiranim kapitalom (Brigham & Houston, 2004, str. 207). Pri izračunu sem upoštevala stanje investiranega kapitala na začetku leta. Kot je razvidno iz Tabele 5 je bila vrednost ROIC-a vsa leta zelo nizka.

V Tabeli 6 na strani 12 je prikazan izračun CAPM modela po katerem lahko izračunamo donosnost lastniškega kapitala. CAPM model predpostavlja, da investitorji pričakujejo za naložbo v podjetje dodaten donos, ki presega stopnjo netvegane naložbe. Za izračun potrebujemo podatke o donosu netvegane naložbe, višino tržnega tveganja in vrednost beta koeficienta.

Ker v Sloveniji še ne obstajajo zbirke potrebnih podatkov, se običajno pri izračunih za izhodišče uporabljajo podatki, ki so objavljeni za ameriški trg vrednostnih papirjev. Donosnost netvegane naložbe znaša 5,26% in je izračunana kot povprečje donosnosti ameriških državnih obveznic v obdobju od leta 1928 do 2007 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Tržno tveganje predstavlja donos nad donosom varne investicije, ki ga investitor pričakuje kot nagrado zaradi večjega tveganja vlaganja v delnice. Za izračun tveganja sem upoštevala

podatke iz Damodarana (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), da je tržna donosnost enaka vsoti zahtevanega donosa kapitala na ameriškem trgu, ki je v letu 2007 znašal 4,80% in deželnega tveganja Slovenije 0,90%. Tako je tržno tveganje skupaj znašalo 5,70%. Deželno tveganje pomeni, da investitorji zaradi večje tveganosti kapitalskega trga v Sloveniji in njegove nerazvitosti, pričakujejo 0,90% večjo donosnost delnic kot na razvitem ameriškem trgu kapitala.

Podjetje Goriške opekarne spada v gradbeno panogo, natančneje v panogo gradbenega materiala. V zgornji tabeli so podatki za beto nezadolženega podjetja, ki so objavljeni na spletni strani Damodaran. Nezadolženo podjetje je podjetje, ki se v celoti financira z lastniškim kapitalom. Beta koeficient zadolženega podjetja ($\beta_{L,i}$) je odvisen od beta koeficienta nezadolženega podjetja ($\beta_{U,i}$), davčne stopnje (T) in razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom (D/E). Beta koeficient za zadolženo podjetje sem izračunala po Hamada formuli kot je razvidno iz enačbe (4):

$$\beta_{L,i} = \beta_{U,i} * (1 + (1 - T) * D/E) \quad (4)$$

Za leto 2007 na spletni strani Damodarana še ni objavljena beta nezadolženega podjetja, zato sem jo izračunala po enačbi (5) za prilagojeno beto (Brigham, 1999, str. 158):

$$\text{Prilagojena beta} = 0,33 * (\text{zgodovinska beta}) + 0,67 \quad (5)$$

Beta nezadolženega podjetja tako znaša 0,92, kar je razvidno tudi v Tabeli 6.

Tabela 6: Izračun WACC za obdobje od leta 2003 do leta 2007 (v tisoč EUR)

	2007	2006	2005	2004	2003
Kapital (stanje na začetku leta)	7.901	7.870	8.068	7.986	7.933
Donosnost netvegane naložbe	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%
Tržno tveganje	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Beta za nezadolženo podjetje	0,92	0,78	0,79	0,61	0,64
Beta za zadolženo podjetje	1,56	1,34	1,33	0,94	0,91
CAPM	14,15%	12,90%	12,84%	10,62%	10,45%
Dolg (povprečno stanje)	7.333	7.534	7.306	5.776	4.402
Strošek dolga	6,85%	6,7%	5,89%	5,47%	5,50%
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Lastniški kapital + dolg	15.234	15.404	15.374	13.762	12.335
Delež lastniškega kapitala	51,86%	51,09%	52,48%	58,03%	64,31%
Delež dolžniškega kapitala	48,14%	48,91%	47,52%	41,97%	35,69%
WACC	9,87%	9,05%	8,84%	7,88%	8,19%

Vir: Bilanca stanja podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2003 do leta 2007 ; Damodaran, 2008; Lastni izračuni.

Dolg predstavlja seštevek kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti. Zaradi različne višine zadolženosti med leti je uporabljeno povprečno stanje dolga med dvema letoma, saj bi uporaba začetnega stanja dolga za posamezno leto izkazovala nerealen dolg. Delež dolga je izračunan kot kvocientom med dolgom in lastniškim kapitalom ter dolgom in je v proučevanem obdobju naraščal. Podatki za stroške dolga za panogo gradbenega materiala so objavljeni na spletni strani Damodaran.

Po podatkih Davčnega urada Republike Slovenije je znašala davčna stopnja za obračun davka od dohodkov pravnih oseb v Sloveniji do leta 2006 25%, v letu 2007 pa je bila 23%.

Tabela 7: Izračun prostega denarnega toka za obdobje od leta 2003 do leta 2007 (v tisoč EUR)

	2007	2006	2005	2004	2003
NOPLAT	370	151	-75	202	285
Amortizacija	1.239	1.209	801	802	742
Spremembe obratnega kapitala	-118	-407	-935	856	-297
Naložbe v osnovna sredstva	-1.236	-375	-687	-4.115	-1.221
Prosti denarni tok FCF	255	578	-896	-2.255	-491

Vir: Izkaz denarnih tokov podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2003 do leta 2007; Lastni izračuni.

Iz Tabele 7 je razviden izračun prostega denarnega toka podjetja Goriške opekarne za preteklih pet let. Prosti denarni tok je bil prva tri leta obravnavanega obdobja negativen. Posledica tega so predvsem visoke investicije, leta 2005 pa je razlog za negativen prosti denarni tok tudi nizek dobiček iz poslovanja. V letu 2007 je prosti denarni tok sicer pozitiven, vendar kljub temu nižji kot leta 2006. Razlog je predvsem v večjih investicijah. Podjetje je veliko investiralo predvsem v opredmetena sredstva (oprema, zemljišča, zgradbe). Tri večje investicije v tem letu so bile dokončanje nakladalne linije za proizvodnjo korcev, nabava viličarja in začetek izgradnje sušilne celice (Povzetek revidiranega letnega poročila, 2007).

3.2 ANALIZA PRIHODNJEGA RAZVOJA

3.2.1 STRATEŠKE USMERITVE

Razvoj Goriških opekarn v naslednjem srednjeročnem obdobju je zastavljen v dveh poglavitnih smereh. Osnovno dejavnost podjetja, to je proizvodnjo in prodajo opečnih izdelkov, bo podjetje razvijalo tako, da bosta oba glavna programa dosegala solidno poslovno uspešnost primerljivo z najboljšimi konkurenčnimi podjetji v regiji.

Poleg osnovne dejavnosti pa bo podjetje razvijalo še dopolnilne programe, ki bodo izkoriščali pogoje, ki nastajajo z izvajanjem dejavnosti ter tako zaokrožili celovito ponudbo podjetja. Glavnino dopolnilnih dejavnosti bo predstavljalo ravnanje z gradbenimi odpadki, ki bo obsegalo odlaganje zemljin, zgrajen pa bo tudi sodoben center za zbiranje in predelavo gradbenih odpadkov. Poleg ravnanja z gradbenimi odpadki bodo v podjetju zasledovali tudi

druge priložnosti predvsem na področju gospodarjenja s prostorom (Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007, str. 24).

Gospodarski načrt za leto 2008 je izdelan na osnovi sprejete »Strategije Goriških opekarn za obdobje 2008 do 2012« in je zastavljen tako, da dosega v strategiji za leto 2008 zastavljene temeljne cilje; to je dobiček v višini cca. 805.000 EUR in znižanje obveznosti družbe za cca. 800.000 EUR (Povzetek revidiranega letnega poročila, 2007, str. 12).

V začetku leta 2008 pa je prišlo do bistvenih sprememb pogojev poslovanja, ki se kažejo predvsem v bistveno večji rasti odhodkov, kot so predvideni v strategiji. Višji odhodki so predvsem posledica večje rasti cene plina in ostalih stroškov vezanih na cene energentov. Zaradi visoke inflacije so tudi pritiski na plače vedno večji. Načrtovane rezultate bo tako možno doseči le z znatnim povečanjem prodajnih cen na vseh programih in trgih, kar pa bo zaradi vedno hujše konkurence zelo težko. Obseg proizvodnje bo tako potrebno prilagajati dejanskih tržnim razmeram (Povzetek revidiranega letnega poročila, 2007, str. 12).

Možnost za nadaljnje zniževanje stroškov poslovanja so relativno omejene, saj že sedaj podjetje posluje racionalno tudi v primerjavi z najboljšo konkurenco. Največje aktivnosti bodo usmerjene na zmanjševanje porabe energije in zunanjih storitev.

Ključni elementi uspeha v 2008 so tako povišanje prodajnih cen na vseh programih in trgih ter realizacija načrtovanih prodajnih količin.

3.2.2 NAPOVED PROSTEGA DENARNEGA TOKA

Napoved prostega denarnega toka za obdobje od 2008 do 2012 temelji na podatkih, ki jih je podjetje Goriške opekarne analiziralo v strategiji razvoja in so razvidni v prilogi 4 in 5.

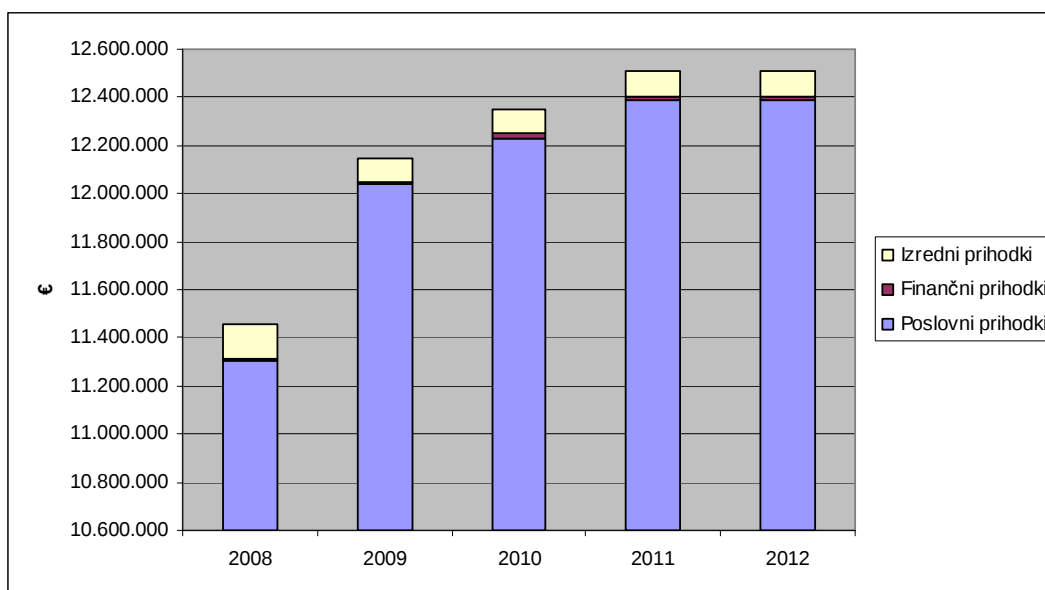
3.2.2.1 Napoved prihodkov

V poslovnem letu 2008 podjetje napoveduje povečanje poslovnih prihodkov od prodaje za 11,7%, leta 2009 za 6,5%, leta 2010 za 1,6% in leta 2011 za 1,3%. Po tem obdobju bodo prihodki imeli ničelno rast. Skupno se bodo poslovni prihodki leta 2012 glede na leto 2008 povečali za 9,6%, iz 11.302.334 EUR leta 2008 na 12.385.753 EUR leta 2012. Podjetje bo s prodajo na tujih trgih dosegalo večjo rast kot na domačem, saj se bodo poslovni prihodki na račun izvoza v celotnem obdobju od 2008 do 2012 povečali za 14,9%, na domačem trgu pa le za 6,9%. Povečanje prihodkov je posledica povečanja proizvodnih kapacitet in posledično tudi prodajnih količin.

Finančni in izredni prihodki predstavljajo glede na poslovne zelo majhen delež v vseh prihodkih. Skozi proučevano obdobje ne bo prihajalo do velikih sprememb. Finančni prihodki bodo naraščali, medtem ko bodo izredni prihodki nekoliko nižji glede na leto 2008 in

bodo v naslednjih letih ostali na enaki višini (Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007).

Slika 1: Napoved prihodkov Goriških opekarn za obdobje od leta 2008 do leta 2012



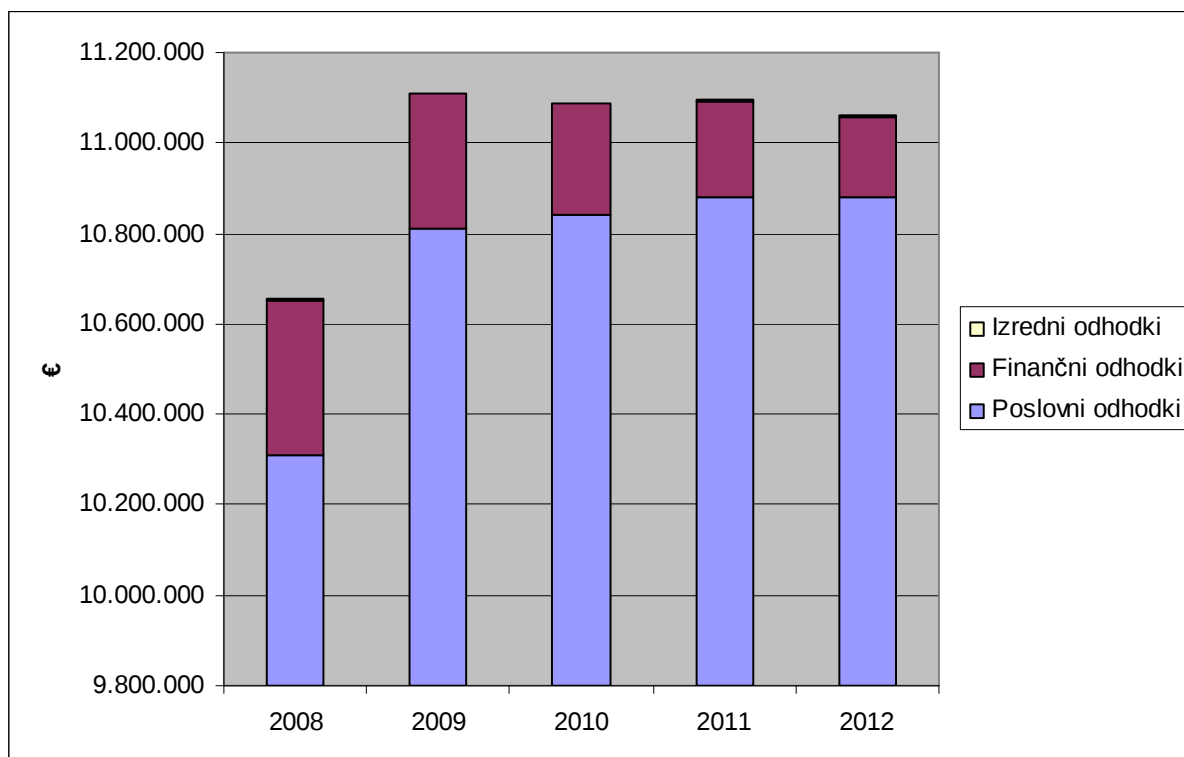
Vir: Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007.

3.2.2.2 Napoved odhodkov

Podjetje ima za enega izmed glavnih ciljev obvladovanje odhodkov povsod, kjer je možno (z omejevanjem količinske porabe surovin, materialov, energije, storitev in stroškov dela). Tudi pri odhodkih predstavljajo največji del poslovni odhodki:

- **Stroški materiala**
Stroški materiala se bodo izmed vseh stroškov najbolj povišali. Leta 2012 bodo glede na leto 2008 višji za 12,4%. Razlog je predvsem v visoki rasti surovin in materiala.
- **Stroški storitev**
Stroški storitev bodo prav tako imeli veliko rast, saj se pričakuje, da se bodo v obravnavanem obdobju povišali za 10,2%.
- **Stroški dela**
Stroški dela se ne bodo povečevali, saj je podjetje že v preteklem obdobju zmanjševalo število zaposlenih in bo te ukrepe izvajalo tudi v bodoče. Tako bodo stroški dela skozi obdobje ostali približno enaki, v celotnem obravnavanem obdobju pa se bodo zmanjšali za 2,1%.
- **Amortizacija**
Stroški amortizacije se bodo v letih gibal različno, v celotnem obdobju pa se bodo povečali za 3,1% (Strategija razvoja Goriških opekarn, 2007).

Slika 2: Napoved odhodkov Goriških opekarn za obdobje od leta 2008 do leta 2012



Vir: Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007.

3.2.2.3 Napoved spremembe obratnega kapitala

Spremembo obratnega kapitala sem izračunala tako, da sem za vsako leto iz postavk bilance stanja izračunala razliko med začetnimi in končnimi poslovnimi terjatvami, začetnimi in končnimi aktivnimi časovnimi razmejitvami, začetnimi in končnimi zalogami, končnimi in začetnimi poslovnimi dolgovi ter razliko med končnimi in začetnimi pasivnimi časovnimi razmejitvami ter rezervacijami. Spremembe obratnega kapitala so prikazane v Tabeli 10 na strani 17.

3.2.2.4 Napoved naložb

V Tabeli 8 je prikazan okvirni terminski plan predvidenih vlaganj v tehnološke posodobitve in dograditve ter zemljišča in infrastrukturo, ki sem jih uporabila pri izračunavanju prostih denarnih tokov. Plan je prilagojen tehnološkim potrebam in zmožnostim financiranja projektov.

Tabela 8: Terminski plan izvedbe investicijskih vlaganj (v tisoč EUR)

	2008	2009	2010	2011	2012
Tehnologija	1.300	2.000	800	1.300	300
Zemljišča	60	60	60	60	60
Infrastruktura	160	160	160	160	160
Skupaj	1.520	2.220	1.020	1.520	520

Vir: Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007.

3.2.2.5 Napoved prostega denarnega toka

Na podlagi zgornjih analiz in predpostavk sem izračunala napoved prostega denarnega toka, ki je prikazan v tabeli 10 in sliki 3. Iz izračuna je razvidno, da izhodišča iz strateškega načrta vodijo do pozitivnega denarnega toka. Podjetje dolgoročno načrtuje razmeroma visok prosti denarni tok, saj naj bi se leta 2012 glede na leto 2007 povečal za več kot šestkrat. Pozitivni denarni tok se bo v prihodnosti namenjal za odplačilo kredita z manj ugodno obrestno mero in širjenjem proizvodnje. Podjetje se bo predvsem usmerilo v razvoj novih izdelkov na področju zidnega in stropnega programa, ki bodo omogočali hitrejšo gradnjo in imeli boljše termo izolacijske lastnosti. Na področju kritine pa imajo v načrtu izdelovati novo kvalitetnejšo vrsto kritine, s katero bodo poskušali zapolniti tržne niše.

V Tabeli 9 je prikazan izračun NOPLAT-a, ki je izhodišče za računanje prostih denarnih tokov.

Tabela 9: Izračun NOPLAT in ROIC za leto 2007 in napovedi za obdobje od leta 2008 do leta 2012 (v tisoč EUR)

	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012
Davek iz dobička	-144	-187	-227	-254	-269
+Davek na odhodke od obresti	- 162	-155	-118	-98	-76
+Davek na prihodke od obresti	0	0	5	5	5
=Davki iz EBIT	-306	-342	-340	-347	-340
EBIT (poslovni izid iz poslovanja)	994	1.229	1.393	1.506	1.556
+Davki iz EBIT	-306	-342	-340	-347	-340
NOPLAT	688	887	1.053	1.159	1.216
Investirani kapital (na začetku leta)	15.285	15.462	16.011	15.848	16.220
ROIC	4,50%	5,74%	6,58%	7,31%	7,50%

Vir: Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007; Lastni izračuni.

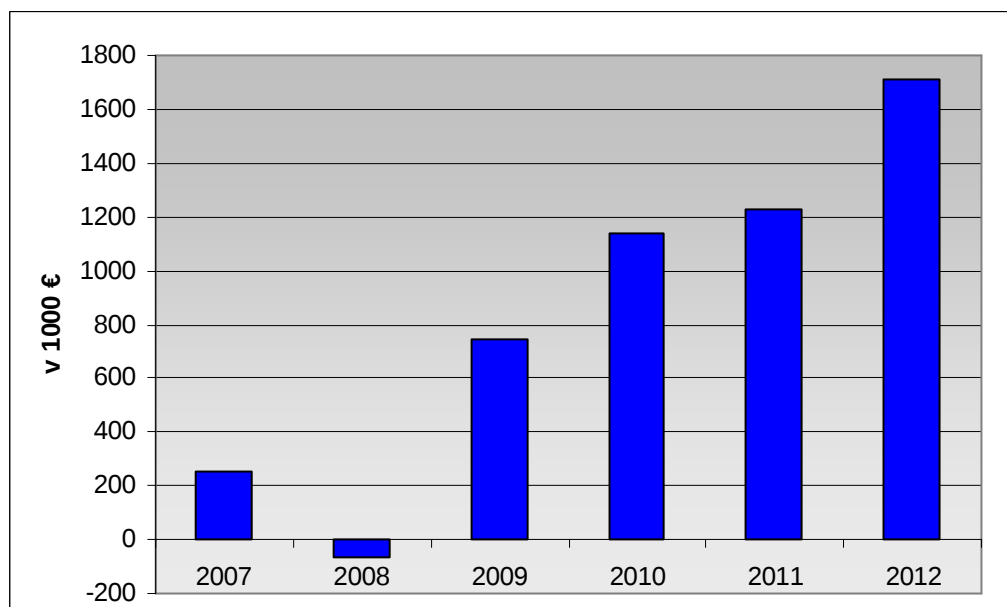
Podjetje je pri svojem poslovanju zelo odvisno od rasti cen energentov, predvsem zemeljskega plina. Predpostavke so postavljene glede na normalno rast cen energentov. V primeru višje rasti bo poslovanje podjetja slabše od načrtovanega in temu primerno tudi nižji prosti denarni tokovi.

Tabela 10: Izračun prostega denarnega toka za leto 2007 in napoved za obdobje od leta 2008 do leta 2011 (v tisoč EUR)

	2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012
NOPLAT	370	688	887	1.053	1.159	1.216
Amortizacija	1.239	1.261	1.340	1.310	1.350	1.300
Spremembe obratnega kapitala	-118	-494	736	-206	235	-285
Naložbe v osnovna sredstva	-1.236	-1.520	-2.220	-1.020	-1.520	-520
Prosti denarni tok FCF	255	-65	743	1.137	1.224	1.711

Vir: Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007; Lastni izračuni.

Slika 3: Prikaz gibanja prostega denarnega toka



Vir: Lastni izračuni

Tabela 11: Investirani kapital v letu 2007 in napoved za obdobje od leta 2008 do leta 2012

	2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012
Gibljava sredstva	4.783	4.546	4.367	4.383	4.398	4.398
- Obveznosti iz poslovanja	2.266	1.965	2.112	1.966	2.009	1.599
= Čisti poslovni obratni kapital	2.517	2.581	2.255	2.417	2.389	2.799
+ Stalna sredstva	12.768	12.881	13.756	13.431	13.831	12.831
= INVESTIRANI KAPITAL	15.285	15.462	16.011	15.848	16.220	15.630
+ Neposlovna sredstva	37	236	251	255	255	256
SKUPAJ SREDSTVA	15.322	15.718	16.262	16.103	16.475	15.886
Kapital	8.021	8.900	9.618	10.483	11.433	12.468
+ Obveznosti iz financiranja	7.301	6.818	6.644	5.620	5.042	3.418
SKUPAJ OBVEZNOSTI	15.322	15.718	16.262	16.103	16.475	15.886

Vir: Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012, 2007; Lastni izračuni.

V Tabeli 11 je prikazan izračun investiranega kapitala. Na podlagi teh podatkov sem izračunala donosnost investiranega kapitala za obdobje od leta 2008 do leta 2012, kar je prikazano tudi v Tabeli 9 na strani 17. ROIC se sicer vsako leto povečuje, vendar je še vedno relativno nizek.

3.3 IZRAČUN KONČNE VREDNOSTI Z MODELOM DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

Zadnji korak pri vrednotenju je izračun končne vrednosti podjetja. Vrednost poslovanja Goriških opekarn na dan 31.12.2007 je izračunana po enačbi (6):

$$V_{op} = \frac{FCF_{08}}{1+WACC} + \frac{FCF_{09}}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_{10}}{(1+WACC)^3} + \frac{FCF_{11}}{(1+WACC)^4} + \frac{FCF_{12}}{(1+WACC)^5} + \frac{FCF_{12}(1+g)}{(WACC-g)} \quad (6)$$

Denarni tok posameznega leta se diskontira s pomočjo tehtanega povprečja stroškov celotnega kapitala (WACC) na sedanjo vrednost ob upoštevanju števila let. Po obdobju napovedi denarnih tokov se končna vrednost izračuna s pomočjo pričakovane stopnje rasti in diskontira na sedanjo vrednost.

Tabela 12: Izračun vrednosti poslovanja Goriških opekarn z modelom diskontiranega denarnega toka (v tisoč EUR)

		WACC			
		9,8%	9%	8,4%	7,8%
rast	1%	22.968	25.024	26.847	28.981
	2%	25.705	28.355	30.764	33.658
	3%	29.247	32.795	36.130	40.774
	4%	34.010	39.012	43.963	50.395
	5%	40.758	48.337	56.334	67.731
	6%	51.058	63.878	79.064	104.327
	7%	68.715	94.961	134.264	232.415

Vir: Lastni izračuni

V Tabeli 12 je prikazana diskontirana končna vrednost ob različnih predpostavkah tehtanega povprečja stroškov kapitala in dolgoročne stopnje rasti, kar je razvidno tudi na sliki 4.

Povprečen strošek kapitala po podatkih iz Damodarana v panogi gradbenega materiala znaša 8,4%. WACC podjetja iz obdobja preteklih petih let se giblje od 7,88% do 9,87%, kar je razvidno tudi v tabeli 13, zato sem pri analizi upoštevala vrednosti od 7,8% do 9,8%.

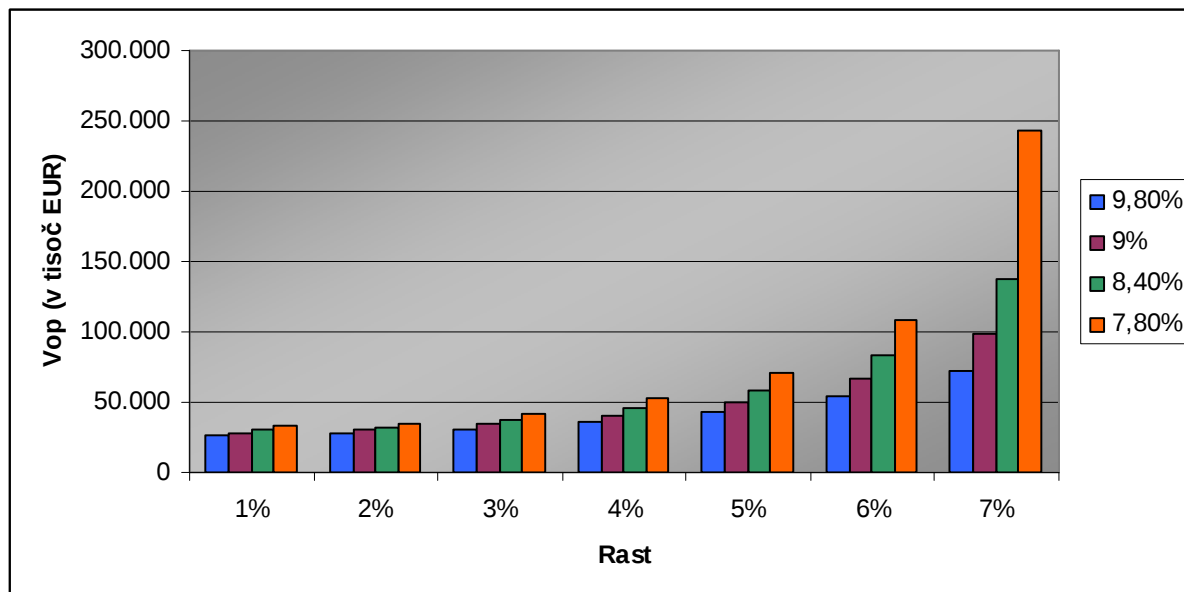
Tabela 13: Tehtano povprečje stroškov kapitala za obdobje od leta 2003 do leta 2007

	2007	2006	2005	2004	2003
WACC	9,87%	9,05%	8,84%	7,88%	8,19%

Vir: Lastni izračuni

Predpostavke o dolgoročni stopnji rasti se gibljejo od 1% do 7%. Ob upoštevanju zgoraj omenjenih predpostavk se bo diskontirana končna vrednost Goriških opekarn gibala od slabih 23 milijonov EUR ob uporabi najvišjega tehtanega povprečja stroška kapitala in najnižjo stopnjo rasti, pa do dobrih 232 milijonov EUR, če uporabimo najnižji strošek kapitala in najvišjo stopnjo rasti.

Slika 4: Prikaz vrednosti poslovanja Goriških opekarn z modelom diskontiranega denarnega toka (v tisoč EUR)



Vir: Lastni izračuni

Na podlagi prikazanih rezultatov iz tabele 12 sem izbrala vrednost ob povprečnih predpostavkah, to je ob stopnji tehtanega povprečja stroškov kapitala 8,4% in 4% rasti. Tej vrednosti sem prištela neposlovna sredstva in odštela znesek finančnih obveznosti ter tako dobila ocenjeno vrednost lastniškega kapitala. Dobljena vrednost lastniškega kapitala po izbranem scenariju je tako znašala 36.627 milijonov EUR. Podjetje je imelo leta 2007 523.634 delnic, tako da znaša cena na delnico Goriških opekarn 70 EUR. Prikaz izračuna je viden v tabeli 14.

Tabela 14: Izračun vrednosti lastniškega kapitala in cene delnice podjetja Goriške opekarne z modelom diskontiranega denarnega toka na dan 31.12.2007 (v tisoč EUR)

Vrednost poslovanja	43.963
+ Neposlovna sredstva	37
Celotna vrednost podjetja	43.973
- Obveznosti iz financiranja	-7.301
Vrednost lastniškega kapitala	36.627
Število izdanih delnic	523.634
Vrednost delnice	70 €

Vir: E. F. Brigham & J. F. Houston, *Intermediate financial management*, 2004, str. 341; Lastni izračuni.

Trenutna tržna cena delnice znaša 22 EUR. To pomeni, da je vrednost delnice dobljena s pomočjo diskontiranega denarnega toka precej precenjena glede na tržno vrednost delnice. Razlog za tako odstopanje je najverjetneje v preveč optimistično zastavljeni strategiji podjetja. Predvsem zaradi visokih cen energentov bo dobiček podjetja nižji od napovedanega. Vendar pa glede na dobre poslovne rezultate, ki jih podjetje pričakuje v prihodnje lahko tudi trdimo, da je trenutna knjigovodska cena delnice podcenjena.

SKLEP

Goriške opekarne so eno izmed pomembnejših podjetij na področju proizvodnje in prodaje gradbenega materiala v Sloveniji, saj so z doseženo proizvodnjo največji proizvajalec opečnih izdelkov med podjetji v slovenski lasti. Z dolgoletno tradicijo proizvodnje opečnih izdelkov že več let uspešno poslujejo tako na slovenskem kot tudi na tujih trgih. S svojim celovitim prodajnim programom, znanjem in izkušnjami predstavljajo velik potencial za nadaljnji razvoj.

Ocenjevanja vrednosti podjetja ali pa zgolj lastniškega kapitala se je mogoče lotiti na več načinov. V svoji diplomski nalogi sem predstavila metodo diskontiranih denarnih tokov oziroma DCF metodo. Metoda temelji na prihodnjih denarnih tokovih. Napovedovanje teh se izvaja v dveh delih: v prvem delu je eksplicitno obdobje napovedi, ki traja običajno od pet do deset let, v drugem delu pa napoved predvidenega delovanja v neskončnost. Ocene poslovanja v prihodnje temeljijo na podlagi različnih predpostavk in subjektivnih ocenah analitika, tako da se lahko izračunana ocena močno razlikuje od realne.

Podjetje Goriške opekarne je v preteklem obdobju od leta 2003 do 2007 z izjemo leta 2005 imelo pozitiven NOPLAT. Prosti denarni tok pa je bil v prvih treh letih obravnavanega obdobja negativen. Razlog za to je predvsem v velikih investicijah v opredmetena sredstva. Tehtano povprečje stroškov kapitala se je gibalo od 7,88% do 9,87%.

Analiza prihodnjega poslovanja podjetja Goriške opekarne je zavzemala obdobje od leta 2008 do 2012. V tem času podjetje napoveduje visoko rast dobička. Glavni razlog za to je v povečanih prihodkih zlasti zaradi povečanja proizvodnih kapacitet in temu primerno tudi prodajnih količin. Vendar pa bo moralo podjetje za dosego zastavljenih ciljev uspešno kljubovati konkurenci tako na domačem kot na tujem tržišču. Velik problem predstavljajo tudi cene energentov, ki v zadnjem času rastejo hitreje od pričakovanj.

Izračun vrednosti poslovanja podjetja je temeljil na izračunanih bodočih prostih denarnih tokovih do leta 2012 in na različnih predpostavkah tehtanega povprečja stroškov kapitala in stopnjah rasti. Diskontirana vrednost poslovanja se je gibala od slabih 23 milijonov EUR do 232 milijonov EUR. Ob izbrani vrednosti, to je 4% rast in 8,4% tehtanem strošku kapitala, ki je tudi enak povprečju panoge gradbenega materiala, sem v zadnjem koraku izračunala vrednost lastniškega kapitala, ki je znašal 36.627.000 EUR. Ocena delnice je na dan 31.12.2007 je ob takem izbranem scenariju znašala 70 EUR.

LITERATURA IN VIRI

1. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Bolčič, T. & Bergant, Ž. *Ekonomski dobiček*. Najdeno 5. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.abeceda.si/abecedar/clanki/Ekonomski%20dobicek.pdf>.
3. Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2000). *Principles of corporate finance*. (6th ed.) Boston: Irwin McGraw-Hill cop.
4. Brigham, E. (1995). *Fundamentals of financial management*. (7th ed.) Orlando: The Dryden Press.
5. Brigham, E. F. & Houston, J.F. (1999). *Fundamentals of financial management*. (9th ed.) Orlando: Harcourt, Inc.
6. Brigham, E., Gapenski, L. C. & Daves, P. D. (1999). *Intermediate financial management*. (6th ed.) New York: The Dryden Press.
7. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate financial management*. (8th ed.) Ohio: South Western.
8. Collin, P. H. & Ažman-Bizovičar, M. (1995). *Angleško-slovenski/slovensko-angleški poslovni slovar*. Ljubljana: DZS, d.d.
9. Damodaran. Najdeno 30. marec 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
10. Davek o dohodku pravnih oseb. *Davčni urad republike Slovenije*. Najdeno 15. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.durs.gov.si/si/davki_predpisi_in_pojasnila/davek_od_dohodkov_pravnih_oseb_pojasnila/splosno
11. *DCF vrednotenje*. Najdeno 15. julija 2008 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Discounted_cash_flow
12. *Diskontirani denarni tokovi*. Najdeno 15. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp>
13. Ehrhardt, M. C. & Brigham, E. F. (2003). *Corporate finance*. Ohio: Thomson/South-Western, cop.
14. *Goriške opekarne*. Najdeno 5. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www.go-opekarne.si/index.php?str=2_slo
15. Jelerčič, J. (2007). *Posebnosti vrednotenja Luke Koper*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. *Letno poročilo 2006, podjetje Goriške opekarne*
17. *Letno poročilo 2005, podjetje Goriške opekarne*
18. *Letno poročilo 2004, podjetje Goriške opekarne*
19. *Letno poročilo 2003, podjetje Goriške opekarne*
20. Marjanović, D. (2007). *Vrednotenje proizvodnega podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
22. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
23. *Povzetek revidiranega letnega poročila 2007, podjetje Goriške opekarne*.

24. *Prosti denarni tok*. Najdeno 12. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/f/freecashflow.asp>
25. *Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012*. (2007)
26. Sušinski, K. (2007). *Vrednost podjetja Gorenje in ekonomska ocena njegovih dveh izbranih potencialnih strategij razvoja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Špacapan, B. (2008). Panoga, ki cveti. *Kapital*, (443), 96-100.
28. Turel, S., Stibilj, J. & Cigoj, I. (1998). *Goriške opekarne skozi pet desetletij*. Renče: Goriške opekarne, d.d.
29. *Wienerberger*. Najdeno 6. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.wienerberger.si/servlet/Satellite?pagename=Wienerberger/Page/CallArticle05&cid=1046050252275&sl=wb_si_home_sl
30. *Zgodovina opekarstva na Goriškem*. Najdeno 5. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www.go-oepkarne.si/index.php?str=4_slo

PRILOGA 1: Bilanca stanja podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2003 do leta 2007 (v tisoč EUR)

	2007	2006	2005	2004	2003	2002
SREDSTVA	17.680	17.181	17.638	16.605	14.247	13.454
Dolgoročna sredstva	12.803	12.929	13.811	13.892	10.793	10.618
Neopredmetena sredstva	466	316	244	253	211	201
Opredmetena sredstva	12.302	12.527	13.519	13.630	10.573	10.406
Naložbene nepremičnine	35	41	47	0	0	0
Dolgoročne finančne naložbe	0	0	1	9	10	11
Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	0	0	0	0
Odložene terjatve za davek	0	0	0	0	0	0
Kratkoročna sredstva	4.761	4.132	3.671	2.624	3.314	2.833
Zaloge	3.896	3.172	2.665	1.886	2.328	1.924
Kratkoročne finančne naložbe	0	1	1	1	1	1
Kratkoročne poslovne terjatve	863	872	986	730	983	905
Denarna sredstva	2	87	20	6	3	3
Aktivne časovne razmejitve	116	121	155	89	139	3
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	17.680	17.181	17.638	16.605	14.247	13.454
Kapital	8.021	7.901	7.870	8.068	7.986	7.933
Rezervacije	224	143	107	57	20	0
Dolgoročne obveznosti	2.639	2.718	2.864	3.022	862	930
Dolgoročne finančne obveznosti	2.587	2.680	2.799	2.949	841	908
Dolgoročne poslovne obveznosti	52	38	65	74	21	23
Kratkoročne obveznosti	6.795	6.344	6.769	5.429	5.323	4.556
Kratkoročne finančne obveznosti	4.714	4.685	4.904	3.961	3.802	3.254
Kratkoročne poslovne obveznosti	2.081	1.658	1.865	1.467	1.521	1.302
Pasivne časovne razmejitve	1	77	28	29	55	36

Vir: Letna poročila podjetja Goriške opekarne za leta 2007, 2006, 2005, 2004, 2003 in 2002.

PRILOGA 2: Izkaz Poslovnega izida podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2003 do leta 2007 (v tisoč EUR)

	2007	2006	2005	2004	2003
Čisti prihodki od prodaje	9.374	9.437	7.953	7.645	7.208
Stroški blaga materiala in storitev	6.072	6.310	5.435	4.002	4.228
Stroški dela	1.985	2.058	2.226	1.965	2.091
Amortizacija	1.239	1.209	801	802	742
Drugi poslovni odhodki	92	90	74	113	74
Finančni prihodki	8	54	22	25	31
- od tega fin. prih od obresti	0	0	0	4	7
Finančni odhodki	409	373	319	342	415
- od tega fin. odh. Od obresti	96	70	58	85	104
Drugi prihodki	65	130	83	117	66
Drugi odhodki	1	0	1	1	4
Davek iz dobička	32	1	0	0	0
Čisti poslovni izid	121	31	-233	82	59

Vir: Letna poročila podjetja Goriške opekarne za leta 2007, 2006, 2005, 2004 in 2003.

PRILOGA 3: Izkaz denarnih tokov podjetja Goriške opekarne, d.d. od leta 2003 do leta 2007
(v tisoč EUR)

	2007	2006	2005	2004	2003
Poslovni prihodki	9.568	9.621	7.961	7.645	7.183
Poslovni odhodki (brez amortizacije)	-7.808	-8.018	-7.148	-6.547	-6.054
Davki iz dobička	-32	-1	0	-1	0
Spremembe obratnega kapitala	-118	-407	-935	856	-297
Prejemki pri naložbenju	334	5	31	11	32
Izdatki pri naložbenju	-1.570	-381	-1.058	-4.127	-1.253
Prejemki pri financiranju	5.712	7.037	1.372	2.154	434
Izdatki pri financiranju	-6.170	-7.790	-159	-103	-104

Vir: Letna poročila podjetja Goriške opekarne za leta 2007, 2006, 2005, 2004 in 2003.

PRILOGA 4: Napovedi bilance stanja podjetja Goriške opekarne, d.d. za obdobje od leta 2008 do leta 2012 (v tisoč EUR)

	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012
SREDSTVA	17.683	18.345	18.070	18.485	17.485
Dolgoročna sredstva	12.881	13.756	13.432	13.832	12.832
Neopredmetena sredstva	302	287	273	273	273
Opredmetena sredstva	12.579	13.469	13.159	13.559	12.559
Dolgoročne finančne naložbe	0	0	0	0	0
Kratkoročna sredstva	4.547	4.364	4.383	4.398	4.398
Zaloge	3.296	3.039	3.039	3.039	3.039
Kratkoročne finančne naložbe	0	0	0	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	1.231	1.304	1.323	1.339	1.339
Denarna sredstva	20	20	20	20	20
Aktivne časovne razmejitve	255	255	255	255	255
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	17.683	18.375	18.070	18.485	17.485
Kapital	8.900	9.618	10.483	11.433	12.468
Rezervacije	185	235	285	335	385
Dolgoročne obveznosti	3.040	2.617	2.003	1.400	800
Dolgoročne finančne obveznosti	2.980	2.566	1.964	1.372	784
Dolgoročne poslovne obveznosti	59	51	39	27	16
Kratkoročne obveznosti	5.506	5.852	5.246	5.265	3.779
Kratkoročne finančne obveznosti	3.837	4.078	3.656	3.670	2.634
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.668	1.773	1.590	1.594	1.145
Pasivne časovne razmejitve	52	53	52	52	53

Vir: Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012; Lastni izračuni.

PRILOGA 5: Napoved izkaza poslovnega izida podjetja Goriške opekarne, d.d. za obdobje od leta 2008 do leta 2012 (v tisoč EUR)

	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012
ODHODKI	10.654	11.111	11.090	11.099	11.010
Poslovni odhodki	10.308	10.811	10.839	10.879	10.829
Stroški blaga materiala in storitev	6.368	6.842	7.123	7.123	7.123
Stroški dela	1.261	2.126	2.081	2.081	2.081
Amortizacija	1.261	1.340	1.310	1.350	1.300
Drugi stroški	80	108	108	108	108
Finančni odhodki	345	299	249	214	179
- od tega fin. odh. od obresti	162	155	118	98	76
Izredni odhodki	1	1	1	1	1
PRIHODKI	11.459	12.148	12.352	12.505	12.506
Poslovni prihodki	11.302	12.040	12.232	12.386	12.386
Finančni prihodki	7	8	20	20	20
- od tega fin. prih. obresti	0	0	0	4	7
Izredni prihodki	150	100	100	100	100
Davek iz dobička	145	187	227	254	269
Čisti dobiček	660	850	1.035	1.157	1.227

Vir: Strategija razvoja Goriških opekarn za obdobje 2008-2012; Lastni izračuni.