

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MERJENJE VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE FRUCTAL

Ljubljana, oktober 2009

MOJCA VODOPIVEC

IZJAVA

Študentka Mojca Vodopivec izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom docentke dr. Sergeje Slapničar, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PODJETJE FRUCTAL d.d.	2
1.1 Predstavitev podjetja	2
1.2 Fructal skozi čas	3
1.3 Blagovne znamke podjetja Fructal d.d.	4
2 BLAGOVNA ZNAMKA KOT NEOPREDMETENO SREDSTVO	5
2.1 Opredelitev blagovne znamke in njena umestitev med sredstva podjetja	6
2.2 Merjenje vrednosti blagovne znamke	9
3 METODE MERJENJA VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE	10
3.2 Metode tržnih primerjav (angl. <i>relative valuation models</i>)	12
3.2.1 Primerjava vrednosti z generičnim podjetjem (angl. <i>comparing valuation to generic firm</i>)	12
3.2.2 Primerjava tržnih vrednosti različnih podjetij (angl. <i>comparing market valuations of different firms</i>)	13
3.3 Metode diskontiranih denarnih tokov (angl. <i>discounted cashflow approach</i>)	13
3.3.2 Metoda presežnih dobičkov (angl. <i>excess return models</i>)	14
3.3.3 Metoda prihranka licenčne pristojbine (angl. <i>royalty relief method</i> , tudi <i>relief from royalty method</i>)	15
4 PARAMETRI, POTREBNI ZA IZRAČUN VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE PO METODI PRESEŽNIH DOBIČKOV	16
4.1 Doba koristnosti	16
4.2 Obrestna mera	16
4.3 Pričakovani denarni tokovi	19
5 IZRAČUN VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE FRUCTAL NA SLOVENSKEM TRGU	21
5.1 Vrednost blagovne znamke Fructal, če ne bi bilo rasti prihodnjih donosov	25
5.2 Vrednost blagovne znamke Fructal, če bi bila rast prihodnjih donosov enakomerna v neskončnost	25
5.3 Vrednost blagovne znamke Fructal ob predpostavki različnih letnih stopenj rasti prihodnjih donosov	27
5.4 Analiza izračunov	28
SKLEP	29
LITERATURA IN VIRI	31
PRILOGE	33

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Parametri in izračuni pri določanju obrestne mere</i>	19
<i>Tabela 2: Proizvajalni stroški prodanih proizvodov (razen stroškov porabljenega materiala in surovin) za podjetje Fructal d.d. za leta 2006, 2007 in 2008.....</i>	22
<i>Tabela 3: Izračun proizvodnih stroškov za blagovno znamko Fructal in TBZ v letih 2006, 2007 in 2008</i>	23
<i>Tabela 4: Izračun presežnega dobička po davkih v letih 2006, 2007 in 2008.....</i>	24
<i>Tabela 5: Indeksi in povprečne letne stopnje rasti za prihodke od prodaje, proizvodne stroške, dobičke in presežne dobičke po davkih za blagovno znamko Fructal in TBZ</i>	24
<i>Tabela 6: Izbrani makroekonomski kazalniki</i>	26
<i>Tabela 7: Količinsko in vrednostno izražena prodaja za blagovno znamko Fructal, za slovenski trg in za podjetje Fructal kot celoto</i>	27
<i>Tabela 8: Izračun vrednosti blagovne znamke Fructal s sestavljeno enačbo (8)</i>	28
<i>Tabela 9: Primerjava izračunanih vrednosti blagovne znamke Fructal po treh predpostavkah.....</i>	28

KAZALO ENAČB

<i>Enačba 1: Izračun vrednosti blagovne znamke z uporabo multiplikatorja.</i>	12
<i>Enačba 2: Izračun vrednosti blagovne znamke po metodi presežnih dobičkov, ko ni na voljo generičnega proizvoda.....</i>	14
<i>Enačba 3: Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)</i>	16
<i>Enačba 4: Strošek lastniškega kapitala (CAPM)</i>	17
<i>Enačba 5: Obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja – izračun β ob upoštevanju razmerja med kapitalom in dolgom (β_l)</i>	18
<i>Enačba 6: Strošek dolga</i>	19
<i>Enačba 7: Vrednost blagovne znamke po metodi diskontiranih denarnih tokov.....</i>	20
<i>Enačba 8: Sestavljena enačba (po metodi diskontiranih denarnih tokov).....</i>	20
<i>Enačba 9: Vrednost blagovne znamke Fructal, če ne bi bilo rasti prihodnjih donosov</i>	25
<i>Enačba 10: Vrednost blagovne znamke Fructal, če bi bila rast prihodnjih donosov enakomerna v neskončnost</i>	27

UVOD

V preteklosti je bil za uspešnost podjetja pomemben predvsem kapital v fizični obliki – tovarne, stroji, denar. Danes ni več tako. Struktura bilanc stanja podjetij se je spremenila na račun zmanjšanja deleža opredmetenih sredstev in povečanja deleža neopredmetenih sredstev. Pomembne so postale torej stvari, ki se jih ne moremo dotakniti, videti, premakniti ali jim natančno izmeriti njihove vrednosti. Bilanca stanja nam velikokrat ne razkriva prave slike o podjetju. Veliko neopredmetenih sredstev, ki jih podjetje obvladuje, namreč ni vključenih vanjo. Vrednost za podjetje pa se skriva prav v njih. Zaradi tega je vse več poskusov, da bi jih nedvoumno opredelili in natančno izmerili njihovo vrednost. V tem diplomskem delu se bom osredotočila na blagovno znamko, sredstvo podjetja, ki najpogosteje ni vključeno v bilanco stanja, a vseeno igra pomembno vlogo pri ustvarjanju prihodkov, vzpostavljanju zvestobe potrošnikov ter zagotavljanju obstoja, rasti ter razvoja podjetja na dolgi rok.

Namen te diplomske naloge je izračunati vrednost blagovne znamke Fructal na slovenskem trgu in istočasno s tem izpolniti manjkajoči kriterij za pripoznanje blagovne znamke v bilanci stanja. Za podjetje Fructal sem se odločila, ker ima sedež v občini, v kateri živim, in sem posledično z njim seznanjena že od otroštva; tako prek Fructalovih izdelkov kot prek njegovih zaposlenih. Glede na izkušnje in lastno presojo pričakujem, da bo vrednost blagovne znamke Fructal dokaj visoka. Podjetje Fructal se namreč uvršča v krog najboljših v Evropi v svoji panogi. Cilj diplomske naloge je torej preveriti, ali je moja domneva pravilna, ter jo potrditi ali ovreči.

Najprej bom na kratko opisala podjetje Fructal d.d., njegovo zgodovino in blagovne znamke. V nadaljevanju bom opredelila blagovno znamko in jo umestila med sredstva podjetja. Nato bom podala splošne informacije, ki jih navajajo strokovnjaki s področja merjenja blagovne znamke. Sledil bo najpomembnejši del moje diplomske naloge, in sicer opis ter izbor ene ali več metod za merjenje vrednosti blagovne znamke. Izbrati želim metodo, ki je najprimernejša, oziroma tisto, ki daje najrelevantnejše rezultate.

V teoretičnem delu mi bodo v pomoč Mednarodni in Slovenski računovodski standardi ter druga strokovna literatura. V največji meri bom uporabila tujo literaturo in tuje internetne vire. V tuji literaturi je namreč merjenje vrednosti blagovne znamke pogosteje obravnavana tema kot v domači. Za opis podjetja in pridobitev vseh potrebnih podatkov za izračune pa bom uporabila letna poročila in interne vire podjetja Fructal.

Menim, da zastavljena naloga ne bo lahka. Med slovenskimi podjetji namreč praksa merjenja vrednosti blagovnih znamk in neopredmetenih sredstev ni še dovolj razširjena. To je vzrok, da bom, kot sem že omenila, uporabila predvsem tujo literaturo. Poleg tega se lahko pojavi problem tudi pri pridobitvi potrebnih informacij za izračune. Marsikateri podatki so za podjetja zaupne narave in jih nočejo posredovati javnosti. Ker pa se vodstvo podjetja Fructal zaveda pomena blagovnih znamk in je bilo zainteresirano, da se ugotovi kolikšna je vrednost

njihove blagovne znamke Fructal na slovenskem trgu, so bili pripravljeni sodelovati in mi dati na voljo vse potrebne podatke.

1 PODJETJE FRUCTAL d.d.

1.1 Predstavitev podjetja

Podjetje Fructal d.d., ali s celim imenom Fructal živilska industrija d.d., ima sedež v Ajdovščini, na Tovarniški cesti 7. Dejavnosti družbe Fructal so: proizvodnja sadnih in zelenjavnih sokov, predelava in konzerviranje sadja in vrtnin ter proizvodnja brezalkoholnih in žganih pijač. Sistem upravljanja družbe je dvotirni, organi družbe pa so skupščina, nadzorni svet in uprava, katere predsednik in generalni direktor je Anton Balažič. Večinski lastnik podjetja Fructal je Pivovarna Union d.d. (91,763% lastniški delež), ostali pa so še Fructal d.d. ter druge pravne in fizične osebe.

Fructal ima dve odvisni družbi:

- FRUCTAL ZAGREB – prodaja in distribucija, s sedežem v Zagrebu (Hrvaška) in
- FRUKTAL MAK – proizvodno trgovsko podjetje, s sedežem v Skopju (Makedonija).

Kakovost je Fructalova temeljna vrednota, kar dokazujejo tudi standardi kakovosti, ki jih podjetje dosegata: ISO¹ 9001, ISO 22000, SGF² in ISO 14001. Svojo skrb za kakovost Fructal že več desetletij komunicira potrošnikom preko slogana: Fructal, v sodelovanju z naravo. Je podjetje s tradicijo, a hkrati inovativno, kar se kaže v njegovih izvirnih reklamah in izdelkih ter stalnem prilagajanju željam potrošnikov. S kakovostjo se uvršča med vodilna evropska podjetja v svoji panogi.

Podjetje proda več kot polovico svojih proizvodov na domačem trgu, sledijo trgi JV Evrope (od tega največ proda v BiH), najmanj pa izvažata na trge EU in ostale trge (od tega največ v Italijo in Rusijo). Količinsko gledano, se prodaja v zadnjih treh letih zmanjšuje (v letu 2008 se je glede na predhodno leto zmanjšala za 6,9%), vrednostno gledano pa se na slovenskem trgu povečuje (leta 2008 glede na leto 2007 se je povečala za 0,7%), v tujini pa se v povprečju zmanjšuje (na trgih JV Evrope je zmanjšanje 0,7%, na ostalih tujih trgih pa 9,5%). Na splošno je v tujini v zadnjem letu zabeležen padec tržnega deleža Fructala (za 2,8%). Na slovenskem trgu pa se mu tržni delež povečuje (leta 2008 se mu je povečal za 2,5%) in ostaja tržni vodja s 46,2% (količinsko) oziroma 51,1% (vrednostno) tržnim deležem konec leta 2008. Največji delež v prodaji predstavljajo pijače (približno 90%), le manjši delež (približno 10%) pa živilski izdelki (podrobnejši podatki so v tabeli (7)).

¹ ISO je kratica za International Organization for Standardization

² SGF je kratica za Sure Global Fair. Ta certifikat potrjuje neponarejenost sadnih sokov ter skladnost z zahtevami evropskih predpisov.

Po raziskavi, ki jo je za Fructal leta 2007 izvedlo podjetje Valicon, je Fructal nedvomno tržni vodja tako na domačem kot na izbranih tujih trgih (Hrvaška, BiH, Srbija in Makedonija). Po besedah poslovodstva je pomembno omeniti podjetje Rauch kot Fructalovega konkurenta na tujem in domačem trgu, ter podjetje Dana kot konkurenta slovenskega porekla na domačem trgu. V zadnjih letih se je na slovenskem trgu pojavilo veliko novih večjih trgovskih podjetij. Poslovodstvo Fructala predvideva, da se bo v prihodnosti tržni delež nekaterih trgovskih podjetij, za katere izdeluje Fructal sokove pod trgovsko blagovno znamko, na področju prodaje sadnih sokov postopoma zniževal. Razlog naj bi bila močna cenovna konkurenca med trgovci. Meni tudi, da bodo, za razliko od trgovskih podjetij, na tržnem položaju na področju prodaje sadnih sokov pridobivale blagovne znamke.

Na zadnji dan v letu 2008 je bilo v podjetju 410 zaposlenih. Glede na predhodno leto se je število zaposlenih zmanjšalo za približno 6%, njihova izobrazbena struktura se je izboljšala. Zabeležen je padec čistega dobička za 73% (ta je v letu 2008 znašal 1.220.000€ in je precej manjši od čistega dobička predhodnega leta, in sicer zato, ker so leta 2007 beležili dobiček pri prodaji vrednostnih papirjev). Dobiček iz poslovanja pa je bil leta 2008 za 8% višji kot predhodno leto. Poslovodstvo ocenjuje, da je bilo poslovanje Fructala v letu 2008 uspešno, kljub globalni finančni krizi (podrobnejši podatki so predstavljeni v prilogi (1)).³

1.2 Fructal skozi čas

Začetki podjetja segajo v leto 1945. Takrat je bilo ustanovljeno Pokrajinsko podjetje za izvoz in predelavo sadja, ki se je skozi čas večkrat preimenovalo. Ime Fructal se je prvič pojavilo leta 1956, in sicer v polnem imenu Fructal, Sadno – likerski kombinat Ajdovščina. Veliko del se je v Fructalu opravljalo ročno, dokler niso leta 1962 prešli na pravo industrijsko proizvodnjo. Leta 1963 je nastala prva blagovna znamka Dvojni C. Fructal je imel leta 1970, s 732 zaposlenimi in veliko prodajo, sloves največjega proizvajalca sadnih sokov v takratni Jugoslaviji. Leta 1971 se je Fructalu pridružilo ljubljansko podjetje Alko. Pomemben mejnik se je zgodil leta 1974, ko so pričeli s proizvodnjo sokov (kasneje tudi hrane) za dojenčke, pod blagovno znamko Frutek, ki jo poznamo še danes. Uveljavljeno ime Fructal – Alko se je leta 1979 znova spremenilo in podjetje je postalo prepoznavno po imenu Fructal – Živilska industrija Ajdovščina. Leta 1987 je bila lansirana nova blagovna znamka Bibita, ki jo je podjetje prenehalo proizvajati šele leta 2007. Razpad Jugoslavije je prinesel velike politične spremembe, ki so imele močan vpliv na gospodarstvo. Za Fructal je to pomenilo zapiranje trgov nekdanje Jugoslavije in pridobivanje novih tekmecev, saj so se krepila podjetja naših južnih sosednjih republik. V Fructalu je prišlo do upada proizvodnje in odpuščanja delavcev. Kmalu pa se je situacija izboljšala, saj se je povečala prodaja na drugih tujih trgih (Rusija, Češka, Kanada, ZDA, Italija). Pomembno leto za Fructal je bilo leto 1993, ko je podjetje kot član Združenja proizvajalcev sadnih sokov prvič prejelo certifikat SGF. Leta 1996 je pridobilo podjetje status javne delniške družbe. Izrednega pomena za Fructal je bilo leto 2001, ko je

³ Podatki v tem odstavku veljajo za podjetje Fructal d.d. in ne za celotno skupino Fructal. Tudi pri kasnejših izračunih bom upoštevala podatke podjetja in ne skupine.

njegov večinski lastnik postala Pivovarna Union d.d.. Istega leta je bil vzpostavljen sistem HACCP⁴, najprej za proces proizvodnje otroške hrane Frutek, kasneje pa za vse proizvodne procese. Leta 2004 je postala Pivovarna Laško večinski lastnik Pivovarne Union, s čimer je tudi Fructal postal odvisna družba Pivovarne Laško. V naslednjih letih je podjetje za nekatere blagovne znamke prejelo naziv "Trusted brand" in "Superbrand".

1.3 Blagovne znamke podjetja Fructal d.d.

FRUCTAL

Fructal je krovna blagovna znamka za več različnih znamk. Pod blagovno znamko Fructal spadajo vsi izdelki, ki so skladni s poslanstvom podjetja, kar pomeni, da so izdelani izključno iz naravnih sestavin in brez umetnih dodatkov. Tradicija izdelkov blagovne znamke Fructal sega v leto 1963, ko so pričeli s polnjenjem sadnih sokov in nektarjev. Izdelki te znamke so prepoznavni po svoji kakovosti, različnih okusih in raznovrstni embalaži. Za doseženo kakovost sokov in nektarjev je podjetje prejelo certifikat SGF. Pod krovno blagovno znamko Fructal najdemo danes na tržišču izdelke pod naslednjimi blagovnimi znamkami: **Fructal** (kamor spadajo sadni sokovi, nektarji, bogate pijače, sirupi), **Fructal Natura**, **Fructal Pingo**, **Fructal Benefit**, **Fructal Premium**, **Fructal Smoothie** in **Frutiq**.

FRUTEK

Blagovna znamka Frutek je prišla prvič na tržišče leta 1974 s sokovi, kasneje, leta 1982, pa z otroškimi kašicami. Tudi ti proizvodi so narejeni v skladu s poslanstvom podjetja. Surovine za te izdelke so skrbno izbrane, proizvodi pa ne vsebujejo konzervansov, umetnih barvil in arom, kar je pri tej vrsti proizvodov zelo pomembno, saj so namenjeni otrokom. Frutek je prisoten na več kot desetih tujih tržiščih (Hrvaška, BiH, Srbija, Črna Gora, Kosovo, Makedonija, Rusija, Ukrajina, Belorusija, Bolgarija, Litva, Latvija, Kazahstan) v obliki sokov, nektarjev in kašic. Poseben slogan za Frutek se glasi: Da bi iz majhnega zraslo veliko.

FRUC

Pod to blagovno znamko spadajo osvežilne in negazirane sadne pijače, ki ne vsebujejo konzervansov, umetnih barvil ali sladil. Njihovo obstojnost tako dosežejo s pasterizacijo. Značilno za pijače je, da so namenjene predvsem odžeganju ter da imajo nižji sadni delež in odstotek dodanega sladkorja. Za izdelke te blagovne znamke podjetje beleži trende stagnacije in upadanja.

FRUTABELA

Frutabela je ime za sadno-žitne rezine. Te so brez umetnih arom, barvil in konzervansov. Nekatere so obogatene z dodatnimi vitamini, kalcijem ali vlakninami.

⁴ »HACCP sistem (Hazard Analysis and Critical Control Point System) je preventivni sistem, ki omogoča identifikacijo oziroma prepoznavanje, oceno, ukrepanje in nadzor nad potencialno prisotnimi dejavniki tveganja v živilih, ki lahko ogrožajo zdravje človeka.« ("Varnost živil," b.l.)

ALKOHOLNI PROGRAM

V ta program spadajo likerji **Matiss**, likerji z relativno nizko vsebnostjo alkohola. Kot ciljno skupino kupcev izdelkov Matiss, podjetje opredeljuje predvsem mlade. Matissovi likerji so na mednarodnem ocenjevanju vina in žganih pijač v Ljubljani do sedaj prejeli več visokih priznanj. **Prior** je blagovna znamka različnih vrst žganj, **Skandal** pa fructalovih vodk. Poleg teh so tu še **alkoholne pijače Fructal**, kamor spadajo: domači brandy, domači rum, encian, pelinkovec, sadjevec, slivovka, travarica, vinjak, vodka 2000 in borovničevcevec.

SADNI DODATKI

Kot zadnje naj omenim še sadne dodatke v obliki past za mlekarstvo industrijo. Proizvedeni so iz sadja, sadnih kaš, sokov in aromatskih komponent, prilagojeni pa so zahtevam posameznih mlekarov.

2 BLAGOVNA ZNAMKA KOT NEOPREDMETENO SREDSTVO

V zadnjih petdesetih letih je nastalo veliko podjetij, katerih precejšen delež vrednosti prihaja od sredstev, ki fizično ne obstajajo (npr.: Coca Cola, Microsoft, McDonalds). Za vsa ta podjetja je značilno naslednje:

- tradicionalna računovodska praksa njihovo vrednost podcenjuje ali je sploh ne upošteva;
- precejšen delež vrednosti podjetij prihaja od neopredmetenih sredstev (v nadaljevanju NS).

V 8. členu Mednarodnega računovodskega standarda 38 (v nadaljevanju MRS 38) je sredstvo definirano kot »/.../dejavniki,

- ki ga podjetje obvladuje zaradi preteklih poslovnih dogodkov, ter
- iz katerega se pričakuje tok prihodnjih gospodarskih koristi v podjetje.«

NS pa je »/.../ razpoznavno nedenarno sredstvo brez fizičnega obstoja.«

Obstaja več različnih delitev NS. Austin (2007, str. 69)⁵ jih deli na NS, povezana s strankami (angl. *customer – related intangible assets*), z umetniškimi deli (angl. *artistic – related intangible assets*), s pogodbami (angl. *contract – based intangible assets*), tehnologijo (angl. *technology – based intangible assets*) in trženjem (angl. *marketing – related intangible assets*), pod katere spada blagovna znamka. Drugačno delitev zasledimo pri Haighu (2007), ki deli NS v štiri kategorije: NS, povezana z znanjem (angl. *knowledge intangibles*), NS, povezana s poslovnimi procesi (angl. *business process intangibles*), NS povezana s tržnim položajem (angl. *market position intangibles*) in NS, povezana z blagovno znamko ter s poslovnimi odnosi (angl. *brand and relationship intangibles*). V okviru te diplomske naloge pa je bolj pomembna delitev, omenjena v MRS 38 (člen. 23-44), ki NS deli na **pridobljena**,

⁵ Avtor povzema po FASB (Financial Accounting Standards Board) Statement of Financial Accounting Standards No. 141 Business Combinations.

in tista, **ustvarjena v podjetju**. Od tega ali so pridobljena od zunaj ali ustvarjena v podjetju, je namreč odvisno njihovo priznanje. Podrobneje je to razloženo v nadaljevanju.

Velikokrat se kot sopomenka NS uporablja tudi besedna zveza **intelektualni kapital** (angl. *intellectual capital*). Sudarsanam, Sorwar in Marr (2003) ga opredeljujejo kot skupino sredstev organizacije, ki temeljijo na znanju in imajo pomemben vpliv na izboljšanje konkurenčnega položaja podjetja s tem, da ustvarjajo dodano vrednost za deležnike. V literaturi pa lahko najdemo različne druge opredelitve in delitve intelektualnega kapitala (Choong, 2008, str. 610-611, 618-619). Največkrat je omenjena delitev intelektualnega kapitala na (Sudarsanam et al., 2003):

- človeški kapital (angl. *human capital*),
- strukturni kapital (angl. *structural capital*) in
- kapital poslovnih odnosov (angl. *relationship capital*), kamor uvrščamo blagovno znamko.

Dunn in Baker (2003, str. 46) pravita, da je povezanost teh treh sestavin za uspešnost podjetja, katerega konkurenčna prednost temelji na intelektualnem kapitalu, izrednega pomena. V nadaljevanju pa se osredotočam samo na blagovno znamko.

2.1 Opredelitev blagovne znamke in njena umestitev med sredstva podjetja

Ne moremo trditi, da obstaja enotna opredelitev pojma blagovna znamka. Uporabljajo ga ljudje različnih poklicev, pri tem pa ne mislijo vsi na eno in isto stvar.

Kotler (1998, str. 444) opredeljuje blagovno znamko takole: »Blagovna znamka je ime, izraz, simbol, oblika ali kombinacija naštetih, namenjena prepoznavanju izdelka ali storitev enega ali skupine prodajalcev in razlikovanju izdelkov ali storitev od konkurenčnih.«

Blagovna znamka pomaga potrošnikom razlikovati prodajalce ali izdelovalce med seboj. Za razliko od patenta in avtorske pravice je pravica do uporabe blagovne znamke izključno pravica prodajalca in je trajna. Blagovna znamka je obljuba s strani prodajalca, da bo ponujal določene storitve, lastnosti in koristi. Kotler (1998, str. 444-445) navaja naslednje pomene, ki jih lahko sporoča blagovna znamka:

- **lastnosti:** ob soočenju z določeno znamko si v spomin prikličemo določene lastnosti, ki jih njej pripisujemo in so nam ponavadi že od prej poznane;
- **koristi:** ko kupci kupujejo izdelek neke blagovne znamke, pričakujejo, da jim bo ta zagotovil določene uporabne in čustvene koristi;
- **vrednote:** v blagovni znamki se odražajo vrednote proizvajalca in največkrat tudi kupca, ki kupi izdelek te znamke;
- **kultura:** skozi blagovno znamko lahko zaznamo tudi določeno kulturo (npr. kulturo države, kjer je bil izdelek proizveden);

- **osebnost:** blagovna znamka nam lahko pokaže osebnost, lahko nam predstavlja neko osebo, žival ali predmet in
- **uporabnik:** končno nam blagovna znamka kaže tudi, kakšen je kupec oz. uporabnik izdelka.

Blagovna znamka ni zgolj ime, saj bi s tem zgrešili smisel njenega določanja. Razvijati je potrebno zgoraj navedeno skupino pomenov blagovne znamke tako, da si lahko kupci predstavljajo čim več njenih razsežnosti (Kotler, 1998, str. 445).

Veliko managerjev gleda na blagovno znamko iz širokega zornega kota. Blagovna znamka zanje pomeni ustvarjanje določenega zavedanja, ugleda, odličnosti, pomembnosti in podobno, na trgu. Zato bi bilo potrebno razlikovati med "manjšimi oz. šibkejšimi" in "močnejšimi" znamkami (Keller, 2003, str. 3).

Kapferer (1997, str. 26) je mnenja, da blagovna znamka za kupca obstaja takrat, ko obstaja zaznava tveganja z njegove strani. Tveganja so na primer: tveganje, da bo ob nakupu izdelka druge blagovne znamke manjše zadovoljstvo ob delovanju izdelka, da ni vreden zapravljenega denarja, da bomo nezadovoljni z njim in podobno (Keller, 2003, str. 10). Takoj ko ta tveganja izginejo, blagovna znamka nima več nobene koristi za kupca in mu ni v interesu, da kupi izdelek točno določene znamke. Podjetja z močnimi blagovnimi znamkami imajo zvestejše kupce in s tem večjo stabilnost prihodkov od prodaje v prihodnosti (Kapferer, 1997, str. 26-31).

Iz zgornjih opredelitev lahko razberemo, da je blagovna znamka izredno pomembna za obstoj in razvoj podjetja na dolgi rok. Prepoznavna blagovna znamka predstavlja za podjetje pomembno konkurenčno prednost, ki pa jo lahko pridobi le v relativno dolgem časovnem obdobju in z relativno visokimi vlaganji vanjo. Kasneje podjetje od nje prejema koristi, ki jih ne smemo zanemariti. Zaradi njenega pomembnega prispevka k vrednosti podjetja bi bilo smiselno, da se vrednost blagovne znamke prikaže v bilanci stanja.

MRS 38 v 63. členu ter Slovenski računovodski standard 2 (krajše SRS 2) v 14. členu izrecno navajata, da se blagovne znamke, ustvarjene v podjetju, ne priznavajo kot NS, ker ni mogoče razlikovati vrednosti porabe pri razvijanju blagovne znamke od stroškov razvijanja poslovanja kot celote. Vseeno pa MRS 38 v 128. členu priporoča, da se jo na kratko opiše, saj je za podjetje pomembna.

Da spada neko sredstvo pod NS, mora (biti) (MRS 38, člen 11-17):

- **razpoznavno:** jasno ga je mogoče razlikovati od dobrega imena; je ločljivo (podjetje ga lahko proda, da v najem, zamenja); izhaja iz pogodbenih ali drugih pravic (te so pa lahko prenosljive ali ločljive od podjetja ali od drugih pravic in obvez),
- **obvladljivo:** podjetje lahko iz sredstva prejema prihodnje gospodarske koristi in lahko omejuje drugim dostop do teh koristi; znanje, ki lahko pripomore k nastajanju

gospodarskih koristi v prihodnosti, je zavarovano s pravnimi pravicami (založniške pravice, omejevanje trgovinskih pogodb, pravna dolžnost zaposlencev v zvezi z ohranitvijo zaupnosti); podjetje ima pravne pravice do zavarovanja (ali druge načine obvladovanja) razmerij z odjemalci in

- **prinašati prihodnje denarne koristi:** podjetje bo imelo zaradi tega sredstva povečane prihodke od prodaje, manj stroškov in druge koristi.

MRS 38 v 21. členu navaja, da se NS pripozna samo takrat, ko:

- obstaja verjetnost, da bodo v prihodnosti v podjetje pritekale gospodarske koristi, ki jih bomo lahko pripisali sredstvu in
- lahko zanesljivo izmerimo nabavno vrednost tega sredstva.

V primeru blagovne znamke je prvi pogoj ponavadi izpolnjen. Pri pridobljeni blagovni znamki verjetnost pritoka gospodarskih koristi v prihodnosti kaže njena nabavna vrednost, pri blagovni znamki ustvarjeni v podjetju pa to verjetnost presodi poslovodstvo samo. Problem nastane pri drugem pogoj. Nabavno vrednost blagovne znamke lahko natančno določimo le v primeru poslovnega prevzema nekega podjetja in s tem nakupa njegove blagovne znamke ali, z drugimi besedami, v primeru pridobljene blagovne znamke. Pri prevzemih je namreč potrebno identificirati vsa NS in jih prikazati ločeno od dobrega imena, pod pogojem, da so razpoznavna. Prevzemna družba mora ta sredstva pripoznati v konsolidiranih izkazih, saj pridobi kontrolo nad njimi. Petras (2002, str. 42-46) meni, da pripoznavanje prispeva k večji transparentnosti in dobri presoji o tem, kaj bo prevzemna družba s prevzemom pridobila in morala upravljati. Konkretno blagovno znamko, je potrebno prikazati ločeno od dobrega imena zaradi pravnih pravic, ki iz nje izhajajo. Seveda v primeru, da je registrirana in pravno zaščitena. Austin (2007, str. 69) pravi, da pa istočasno vrednosti blagovne znamke v individualni bilanci hčerinskega podjetja, v katerem je bila blagovna znamka ustvarjena, ne moremo prikazati, ker v tem primeru ne izpolnjuje pogojev pripoznanja.

Haigh (2007) verjame, da je za uspešen prikaz prispevka blagovne znamke k poslovanju podjetja pomembno, da se podrobneje definira premoženje blagovne znamke in da se kvantitativno izrazi vrednost, ki jo za deležnike prispeva blagovna znamka. Austin (2007, str. 64) omenja študijo, kjer so ugotovili, da blagovna znamka prispeva v povprečju približno tretjino celotne vrednosti za delničarje.

MRS 38 določa, da se vrednost sredstva na začetku prikaže po nabavni vrednosti, ki predstavlja pošteno vrednost. Najzanesljivejšo meritev poštene vrednosti dajejo objavljene tržne cene na delujočem trgu. Če teh cen ni, je pri ocenitvi poštene vrednosti najbolje upoštevati ceno zadnjega prevzema ali drugega podobnega posla v čim bolj podobnih gospodarskih okoliščinah. V primeru nedelujočega trga se za pošteno vrednost vzame ceno, ki sta jo pripravljene sprejeti obe stranki v poslu (izpolnjen mora biti pogoj neodvisnosti, nepovezanosti, voljnosti in dobre obveščenosti strank ob najboljših razpoložljivih informacijah) (MRS 38, člen 24, 33, 39-40).

2.2 Merjenje vrednosti blagovne znamke

Vrednost, ki jo skrivajo blagovne znamke, je prvič postala predmet obravnave v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Takrat so se namreč izvedli prevzemi med nekaterimi velikimi podjetji, pri katerih je bila nakupna vrednost mnogo višja od knjigovodske vrednosti sredstev podjetja. Takrat se je tudi pojavil izraz "dobro ime", ki je predstavljal skupek NS.

Čadež (2005, str. 342) pravi, da je vrednotenje blagovne znamke »most med računovodstvom in trženjem in omogoča podjetjem realistično oceniti finančno uspešnost pri obvladovanju neopredmetenih osnovnih sredstev (*"intangibles"*).« Avtor tudi meni, da je za podjetje, da uspešno upravlja z blagovno znamko, ključnega pomena njeno pravilno vrednotenje. To še posebej velja za podjetje, katerega ključno konkurenčno prednost predstavlja prav blagovna znamka.

Kotler (1998, str. 446) meni, da je merjenje prave vrednosti blagovne znamke pristransko. Navaja pa naslednje konkurenčne prednosti za podjetje z visoko vrednostjo blagovne znamke: manjši stroški za trženje zaradi visoke prepoznavnosti in zvestobe, učinkovitejše pogajanje z distributerji in trgovci na drobno, možnost zaračunavanja višje cene kot konkurenti, lažja razširitev blagovne znamke in obramba pred kruto cenovno konkurenco.

Haigh (2007) meni, da je pravi namen merjenja vrednosti blagovne znamke sestaviti sprejemljivo, razumno in logično napoved. Glede točnosti napovedi je mnenja, da je ta odvisna od tega, ali je napovedana vrednost dovolj zanesljiva za sprejem pametne odločitve.

Ko merimo vrednost blagovne znamke, moramo upoštevati pomembne razlike med podjetji. Te razlike so (Damodaran, 2006, str. 22):

- **ena ali več blagovnih znamk:** nekatera podjetja imajo eno blagovno znamko, ki jo uporabljajo za vse svoje izdelke, druga pa dajejo različnim izdelkom različna imena, različne blagovne znamke,
- **ena vrsta ali več vrst proizvodov:** za podjetja, ki imajo eno vrsto proizvodov, je lažje izmeriti vrednost blagovne znamke te vrste proizvodov kot za podjetja, ki imajo več vrst različnih proizvodov,
- **ostale konkurenčne prednosti:** najlažje je izmeriti vrednost blagovne znamke, če je ta edina konkurenčna prednost podjetja.

Kot sem povedala že v prejšnjem poglavju, imamo v primeru Fructala več blagovnih znamk, več vrst proizvodov in več konkurenčnih prednosti. Zaradi tega je merjenje vrednosti blagovne znamke Fructal toliko bolj zahtevno. Glede na razpoložljive podatke, si bom za vrednotenje izbrala proizvod ene vrste ene blagovne znamke, in sicer znamke Fructal. Podrobneje bom to obrazložila v nadaljevanju.

3 METODE MERJENJA VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE

Pri prebiranju literature zasledimo najrazličnejše metode merjenja vrednosti blagovne znamke. Avtorji jih delijo v različne skupine in jih različno poimenujejo, v osnovi pa gre za podobne ali celo enake pristope oziroma metode.

Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (v nadaljevanju MSOV) (2003, str. 294-252) navajajo naslednje osnovne ekonomske pristope vrednotenja NS: metode tržnih primerjav, na sredstvih zasnovane metode in na donosu zasnovane metode. Tu velja omeniti tiste, ki so omenjene kot pogostejše rabljene za vrednotenje blagovne znamke, in sicer so to na donosu zasnovane metode: metoda diskontiranih denarnih tokov, metoda prihranka licenčnin in metoda presežnih donosov.

Kapferer (1997, str. 396-423) in Narayana ("Management Accounting: Brand Valuation," b.l.) jih delita na: metode na podlagi stroškov, metode na podlagi cen na trgu in metode na podlagi potencialnih dobičkov.

Damodaran (2006, str. 10-21) navaja naslednje metode vrednotenja blagovne znamke: stroškovna metoda, metode tržnih primerjav (primerjava vrednosti z generičnim podjetjem, primerjava tržnih vrednosti različnih podjetij) in metode diskontiranih denarnih tokov (primerjava z generičnim podjetjem, model presežnega dobička).

Haigh (2000, str. 11) meni, da stroškovna metoda ni najbolj uporabna, ker naj bi imeli stroški ustvarjanja blagovne znamke le malo skupnega s trenutno vrednostjo blagovne znamke. Metode na podlagi tržnih primerjav se mu zdijo neprimerne kot primarne metode, ker naj ne bi bilo dovolj primerljivih podatkov in ker se blagovne znamke med seboj razlikujejo. So pa uporabne za preverjanje točnosti predhodno uporabljenih metod. Kot največkrat uporabljeno metodo omenja "*royalty relief method*" oziroma metodo prihranka licenčnin. Temu pritruje Osburn (2006), ki pravi, da je mogoče vrednost blagovne znamke določiti kot vsoto, ki bi jo neka tretja stranka plačala lastniku blagovne znamke, v zameno za pravice iz naslova blagovne znamke. Kljub temu, da je omenjena metoda s tehničnega vidika dobra, ne daje zadostnih informacij o tem, kje in kako se ustvarja vrednost blagovne znamke.

Ko se odločimo za merjenje vrednosti kateregakoli sredstva, moramo dobro premisliti o naslednjih pogojih, preden izberemo metodo vrednotenja (*Grasping the Intangible*, b.l., str. 27):

- **Verodostojnost:** metoda vrednotenja, ki jo uporabimo, mora biti verodostojna in korektna. Verodostojnost je zagotovljena, če je metodo vrednotenja mogoče uporabiti za več podjetij, panog in za različna sredstva.
- **Objektivnost, nepristranskost:** pomembno je, da imamo dovolj podatkov in da so ti kvalitetni. Teoretično so najboljše metode tržnih primerjav, a velikokrat zanje nimamo dovolj informacij, poleg tega pa so te preveč subjektivne.

- **Doslednost:** metoda vrednotenja se mora dosledno uporabljati vsako leto in za istovrstna sredstva.
- **Zanesljivost:** različni strokovnjaki morajo ob uporabi podobnih metod vrednotenja priti do enakega rezultata oziroma enak rezultat moramo dobiti ob uporabi različnih metod vrednotenja.
- **Ustreznost:** izbor metode vrednotenja mora ustrezati potrebam in željam naročnika vrednotenja.
- **Izvedljivost, uporabnost:** uporabljene metode in parametri morajo biti razumljivi, poleg tega pa mora biti zagotovljena njihova dokaj lahka uporaba v praksi.

V nadaljevanju bom opisala omenjene metode in jih povezala v sklope, kot jih navaja Damodaran (torej: stroškovna metoda, metode tržnih primerjav, metode diskontiranih denarnih tokov) (2006, str. 10-21). Bolj podrobno bom predstavila metodo presežnih dobičkov, ki jo bom tudi uporabila za izračun vrednosti blagovne znamke Fructal.

1.1 Stroškovna metoda (angl. historical cost approach)

Pri tej metodi najprej ugotovimo kolikšni izdatki, ki jih ima podjetje, vplivajo na blagovno znamko, nato pa se ravnamo po naslednjih korakih (Damodaran, 2006, str. 10-11):

- določimo dobo amortiziranja izdatkov za blagovno znamko, in sicer na podlagi tega, koliko časa mislimo, da bomo prejemali določene koristi iz teh izdatkov;
- pridobimo podatke o izdatkih za blagovno znamko v preteklih letih, za kolikor smo določili dobo amortiziranja;
- s pomočjo linearne amortizacije odpišemo določen delež vsakoletnih izdatkov za blagovno znamko (ki predstavljajo delež od vseh izdatkov podjetja) vsako naslednje leto; tako lahko ocenimo celotni amortizacijski znesek izdatkov za blagovno znamko v tekočem letu in delež neamortiziranih izdatkov preteklega leta, ki predstavlja sredstvo, natančneje vrednost blagovne znamke.

Kapferer (1997, str. 398-399) in Haigh (2007) omenjata tudi **stroškovno metodo na podlagi nadomestljivih stroškov** (angl. *valuation by replacement costs*). Pri tej metodi se izognemo uporabi stroškov iz preteklih let. Gre za predvidevanje in ocenjevanje stroškov v sedanosti v primeru, da bi ponovno razvijali blagovno znamko. Avtorja menita, da je ravno zaradi omenjenega predvidevanja ta metoda izredno subjektivna.

Prednosti in slabosti

Prednosti te metode sta enostavnost izvedbe in zmanjšanje samovoljnosti podjetij pri sami izvedbi. Kljub temu ta metoda ni najboljša, saj ne meri vrednosti blagovne znamke, ampak kapital, vložen vanjo, kar pa kaže malo ali nič povezave s trenutno vrednostjo blagovne znamke na trgu. Tako imamo lahko podjetja, ki ne vlagajo veliko v blagovno znamko, a je njena vrednost kljub temu visoka, in podjetja, ki kljub visokim vlaganjem v blagovno znamko ne dosegajo njene visoke vrednosti (Damodaran, 2006, str. 11). Narayana ("Management

Accounting: Brand Valuation," b.l.) dodaja še eno slabost te metode, in sicer to, da ni dovolj orientirana na prihodnost.

3.2 Metode tržnih primerjav (angl. *relative valuation models*)

Z uporabo modelov tržnih primerjav se vrednost neopredmetenega sredstva izračuna tako, da se obravnava sredstvo primerja s podobnim ali enakim neopredmetenim sredstvom, ki je že bilo prodano na trgu.

3.2.1 Primerjava vrednosti z generičnim podjetjem (angl. *comparing valuation to generic firm*)

Pri tej metodi se predpostavlja, da je mogoče z obema podjetjema, tako z generičnim kot s tistim z blagovno znamko, trgovati. Poleg tega je pomembno, da sta podjetji v isti panogi. Ko ugotovimo, kako trg vrednoti obe podjetji, lahko sklepamo o vrednosti, ki jo pripisuje blagovni znamki. Ker je lahko primerjava vrednosti med obema podjetjema težko izvedljiva zaradi neenakega tržnega deleža, je potrebno za obe podjetji izračunati vrednost multiplikatorja s pomočjo prihodkov, poslovnega dobička ali knjigovodske vrednosti kapitala. V primeru, da ima podjetje dokaj vredno blagovno znamko in je njena vrednost edina razlika z generičnim podjetjem, mora biti multiplikator podjetja z blagovno znamko veliko večji od multiplikatorja generičnega podjetja. Vrednost blagovne znamke izračunamo po naslednji enačbi (1) (Damodaran, 2006, str. 19):

Enačba 1: Izračun vrednosti blagovne znamke z uporabo multiplikatorja.

$$\text{vrednost blagovne znamke} = [(EV/X)_{BZ} - (EV/X)_{\text{generičen}}] \times X_{BZ} \quad (1)$$

kjer je:

EV – ocenjena vrednost (angl. *estimated value*),

X – multiplikator,

BZ – blagovna znamka.

Ta metoda je lažje izvedljiva kot metode diskontiranih denarnih tokov (opisane so v nadaljevanju), ker vzamemo tržno vrednotenje kot dano in ga sami ne ocenjujemo. Res pa je, da se napake trga v tej metodi projicirajo, in posledično prevzamemo predvidevanje trga.

3.2.2 Primerjava tržnih vrednosti različnih podjetij (angl. *comparing market valuations of different firms*)

Primerjavo tržnih vrednosti različnih podjetij izvedemo, ko ne moremo najti generičnega podjetja, s katerim je mogoče trgovati. Poznamo dve vrsti merjenja (Damodaran, 2006, str. 19-20):

- neposredno merjenje blagovne znamke (angl. *Direct measure of brand name*) in
- posredno merjenje blagovne znamke (angl. *Proxy measure of brand name*).

Prednosti in slabosti

Prednost tržnih pristopov je v tem, da temeljijo na dejstvih resničnih transakcij na trgu in nam zato dajo najboljše dokaze poštene vrednosti. Kljub temu je te metode težko uporabiti v praksi. Težave nastopijo, ker se z NS le redko trguje, vsaka transakcija je edinstvena, poleg tega pa težko pridemo do podrobnih informacij o takem poslu. Slabost teh pristopov je tudi ta, da izredno težko zagotovimo popolno primerljivost sredstva, ki ga ocenjujemo, in sredstva, ki je že prej nastopalo v transakciji. Če že, veliko lažje primerjamo ti dve sredstvi s kvalitativnega kot pa s kvantitativnega, oziroma vrednostnega vidika. Zaradi naštetih slabosti, so metode tržnih primerjav primerne le kot podporne metode, za preverjanje rezultatov dobljenih z drugimi metodami.

3.3 Metode diskontiranih denarnih tokov (angl. *discounted cashflow approach*)

Metode diskontiranih denarnih tokov so za vrednotenje NS najpogostejše uporabljene. S temi metodami skušamo ugotoviti, kolikšen je vpliv blagovne znamke na denarni tok podjetja. To je dokaj težko, saj ne moremo kar enostavno ločiti vpliva blagovne znamke od vseh drugih vplivov na denarni tok (npr.: zaznana kakovost s strani kupcev, ugled blagovne znamke na trgu) (Damodaran, 2006, str. 12).

3.3.1 Primerjava z generičnim podjetjem (angl. *comparison to generic company*)

Tu primerjamo podjetje z blagovno znamko, ki jo proučujemo, in podjetje brez blagovne znamke. Razliko med denarnima tokovima med podjetjema pripišemo blagovni znamki, njeno sedanjo vrednost pa označimo kot vrednost blagovne znamke. Ovire pri izvedbi te metode nastanejo pri izbiri generičnega podjetja, saj ima ta lahko izredno majhen tržni delež in veliko manj prihodkov na račun bolj razvejanega prodajnega programa podjetja z blagovno znamko. Da se metodo bolj poenostavi, Damodaran (2006, str. 13) priporoča: pristop s splošno poslovno maržo (angl. *generic operating margin approach*), pristop rentabilnosti kapitala (angl. *generic return on capital approach*) in pristop presežnega dobička generičnega podjetja (angl. *generic excess return approach*). Pri metodah primerjav z generičnim podjetjem predpostavljamo, da je mogoče brez težav pridobiti potrebne podatke, kar je v

praksi pogostokrat težko, in da je blagovna znamka edini razlog za razliko v marži, rentabilnosti kapitala in presežnem dobičku v podjetjih (Damodaran, 2006, str. 14).

3.3.2 Metoda presežnih dobičkov (angl. *excess return models*)

Po tej metodi je vrednost NS sedanja vrednost bodočih donosov, ki jih podjetje dosega z uporabo tega sredstva, v primerjavi s sedanjo vrednostjo bodočih donosov podjetja z enakim proizvodom oziroma storitvijo, ki tega sredstva ne uporablja. S tem modelom največkrat vrednotimo NS, ki ustvarjajo denarni tok v sodelovanju z drugimi sredstvi, in za katerega ne moremo izvesti vrednotenja po drugih metodah: odnosi s kupci in dobavitelji, tehnologija, blagovne znamke in know-how⁶. Presežni dobiček predstavlja dobiček po tem, ko je sredstvo pokrilo svoje stroške kapitala oziroma zahtevano stopnjo donosa.

Damodaran (2006, str. 14) predpostavlja, da je ves presežni dobiček podjetja mogoče pripisati blagovni znamki. Navaja naslednjo enačbo (2):

Enačba 2: Izračun vrednosti blagovne znamke po metodi presežnih dobičkov, ko ni na voljo generičnega proizvoda

$$\begin{aligned} \text{vrednost blagovne znamke} \\ = \text{ocenjena diskontirana vrednost podjetja} \\ - \text{knjigovodska vrednost investiranega kapitala} \end{aligned} \quad (2)$$

Avtor predlaga izračun po zgornji enačbi v primeru, ko nimamo na voljo generičnega proizvoda ali podatkov o njem. Slabost pri tej enačbi (2) pa se kaže v tem, da presežni dobiček podjetja ne izhaja samo iz blagovne znamke, ampak iz vseh konkurenčnih prednosti podjetja. Prav tako se pojavi problem pri oceni investiranega kapitala in posledično pri oceni vrednosti blagovne znamke (Damodaran, 2006, str. 14).

Ko imamo na voljo za primerjavo generični proizvod, vrednost blagovne znamke izračunamo na naslednji način:

- ocenimo presežne denarne tokove, ki jih je mogoče pripisati blagovni znamki;
- določimo davčno stopnjo in davek odbijemo od osnove;
- zgornja dva koraka ponovimo za primer generičnega proizvoda;
- odštejemo dobiček po davkih generičnega proizvoda od dobička po davkih blagovne znamke;
- diskontiramo dobljeni rezultat na današnji dan, kar nam pokaže vrednost blagovne znamke, ki jo želimo izmeriti.

⁶ Know-how je izraz za posedovanje zaupnih informacij v obliki nepatentiranih izumov, formul, vzorcev, skic, postopkov, metod, skupaj s strokovnim znanjem in izkušnjami, s strani zaposlenih.

Z uporabo teh korakov se izognemo poenostavitvi in upoštevamo, da je blagovni znamki mogoče pripisati le del celotnega presežnega dobička podjetja. Če želimo dobiti rezultat, ki izraža kredibilnost, moramo pri oceni poštene vrednosti izključiti vsakršno subjektivnost in negotovost. V nasprotnem primeru ta metoda ni zanesljiva. Dobro je tudi preveriti rezultat, izračunan po metodi presežnih dobičkov tako, da ga primerjamo z rezultatom, izračunanim po metodi prihranka licenčne pristojbine. Vendar pa ima slednja precej pomanjkljivosti, o čemer je več omenjenega v nadaljevanju.

3.3.3 Metoda prihranka licenčne pristojbine (angl. *royalty relief method*, tudi *relief from royalty method*)

Pri tej metodi temelji ocena vrednosti blagovne znamke na vrednosti plačila licenčne pristojbine, ki se mu lastnik proučevane blagovne znamke izogne. Zaradi lastništva nad blagovno znamko ima posledično manjše stroške in večje prihodke. Po tej metodi vrednost blagovne znamke izračunamo tako, da (Haigh, 2000, str. 11):

- ocenimo obseg prihodnje prodaje za čas življenjske dobe neopredmetenega sredstva;
- dodamo primerno stopnjo licenčnine (največkrat je ta določena kot odstotek prihodkov po davkih ali odstotek prodaje);
- prihodek od licenčin diskontiramo na današnji dan in dobimo vrednost blagovne znamke.

Višina licenčnine se lahko med podjetji precej razlikuje, čeprav gre za isto panogo. Zaradi tega je dobro primerjati višino ocenjene licenčnine in višino operativne marže, ki bi jo trgovec zaračunal pri prodaji izdelka proučevane blagovne znamke. Višino licenčnine lažje določimo, če imamo na trgu podobno sredstvo, ki je dano v najem in se zanj že plačuje licenčnino.

Metoda se v praksi velikokrat uporablja, ker so potrebni podatki pogostokrat dostopni na trgu in ker se vrednost blagovne znamke lahko izračuna na podlagi podatkov, pridobljenih iz dokumentov, ustvarjenih pri poslih z drugimi podjetji. Prav zaradi slednjega je ta metoda priljubljena tudi pri davčnih strokovnjakih in na sodiščih. Sinclair in Keller (b.l.) pa zagovarjata trditev, da metoda prihranka licenčne pristojbine ni dobra, ker: upošteva promet, ne pa dobička blagovne znamke (promet je lahko dober, kljub negativnemu dobičku) in ker višine licenčnih pristojbin niso lahko dostopne in so zato velikokrat prepuščene lastni presoji ocenjevalca in niso zanesljive.

Weiler (b.l.) pravi, da ne smemo enačiti stroškov za uporabo blagovne znamke z njeno vrednostjo. Meni, da metoda prihranka licenčne pristojbine podcenjuje vrednost blagovne znamke.

Prednosti in slabosti

Prednost metod diskontiranih denarnih tokov je v tem, da z njimi zajamemo edinstvene značilnosti obravnavanega NS (življenjska doba sredstva, tveganje, denarni tok, ki ga sredstvo

ustvari). Poleg tega niti ne potrebujemo posebnih tržnih podatkov. Na kar pa moramo biti pazljivi je, da natančno določimo poslovanje v prihodnosti in dosledno izmerimo ekonomske prihodke ter stroške kapitala. Slabost teh modelov sta tudi subjektivnost in občasno pomanjkanje informacij, pridobljenih iz notranjih poročevalskih sistemov podjetja.

4 PARAMETRI, POTREBNI ZA IZRAČUN VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE PO METODI PRESEŽNIH DOBIČKOV

Vrednost blagovne znamke Fructal bom izmerila na podlagi prej opisane metode presežnih dobičkov, ki spada pod metode diskontiranih denarnih tokov. V okviru teh metod moram določiti:

- dobo koristnosti oziroma ekonomsko dobo proučevanega sredstva,
- obrestno mero oziroma diskontno stopnjo in
- pričakovane denarne tokove.

4.1 Doba koristnosti

V MSOV (2003, str. 251) je doba koristnosti opredeljena kot »obdobje, ko lahko pričakujemo, da neopredmetena sredstva lastniku prinašajo gospodarski donos sredstev.« Če ima podjetje več blagovnih znamk, moramo dobo koristnosti določiti za vsako blagovno znamko posebej. Flignor in Orozco (2006, str. 11-12) pravita, da je v izračunih največkrat uporabljena krajša doba koristnosti sredstva, kot je zakonsko določena. Konkretno za blagovno znamko pa naj bi bila **doba koristnosti nedoločena**, kar bom upoštevala pri izračunih. Nekateri drugi avtorji, na primer Kapferer (1997, str. 415), predlagajo, da se za izračune vzame kot doba koristnosti desetletno obdobje.

4.2 Obrestna mera

Za določitev obrestne mere se v praksi največkrat uporabi **tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)**, za katerega uporabimo naslednjo enačbo (3):

Enačba 3: Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)

$$WACC = r_e \times w_e + r_d \times w_d \times (1 - t) \quad (3)$$

kjer je:

WACC – tehtano povprečje stroškov kapitala,

r_e – strošek lastniškega kapitala,

w_e – delež, financiran s kapitalom,

r_d – strošek dolga,

w_d – delež, financiran z dolgom,
 t – davčna stopnja.

Strošek lastniškega kapitala izračunamo po modelu **CAPM**, z enačbo (4):

Enačba 4: Strošek lastniškega kapitala (CAPM)

$$R = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (4)$$

kjer je:

R – zahtevana stopnja donosa ali strošek lastniškega kapitala,

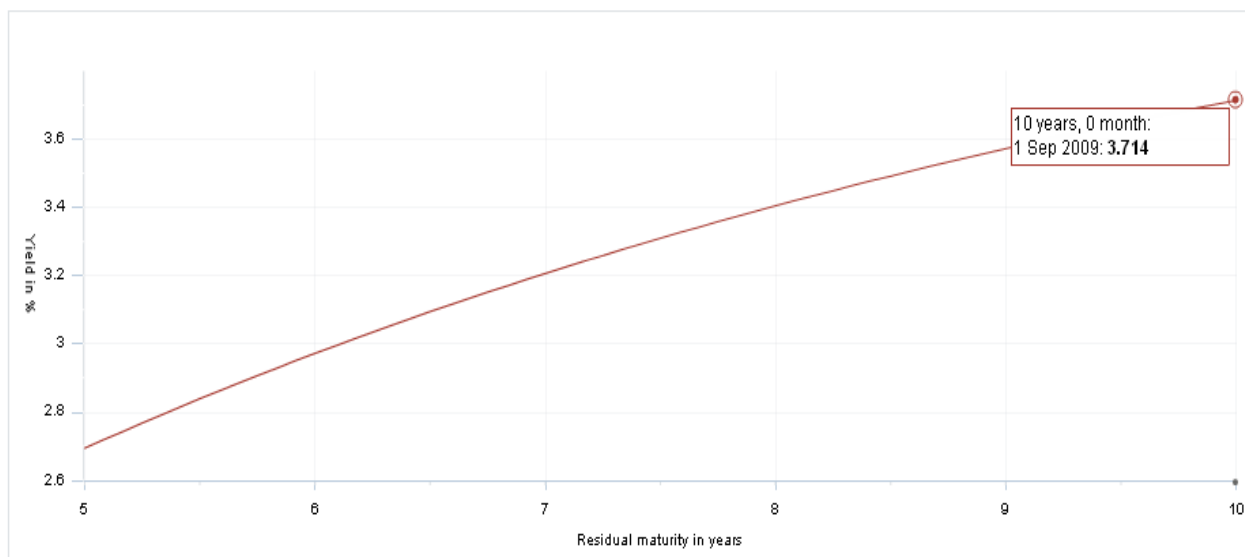
r_f – netvegana stopnja donosa,

$(r_m - r_f)$ – tržna premija za tveganje,

β – obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja.

Netvegana stopnja donosa (r_f) najpogosteje temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic, ker imajo le-te zelo nizko tveganje neplačila, so visoko likvidne in vključujejo tudi premijo za časovni horizont. Ker pa dolgoročne državne obveznice niso povsem brez tveganja, bom za izračune raje uporabila stopnjo donosnosti evra, ki znaša **3,71%** (slika (1)).

Slika 1: Krivulja donosnosti evra



Vir: Spletna stran evropske centralne banke <http://www.ecb.int/stats/money/yc/html/index.en.html>

Tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$) je zahteva s strani investorjev za vlaganje v lastniški kapital. Največkrat je določena na bazi preteklih podatkov. Za izračun sem izbrala premijo, ki izhaja iz geometrijskega povprečja dolgoročne tržne premije dolgoročnih obveznic za razvite kapitalske trge (za obdobje 1928-2008). Tržna premija za tveganje tako znaša **3,88%**⁷.

⁷ Podatek najden na spletni strani Damodaran online, pod rubriko Updated Data v dokumentu Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States

Obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja (β) kaže odnos med variabilnostjo stopnje donosnosti lastniškega kapitala podjetja in stopnje donosnosti lastniškega kapitala celotnega trga. Sistematičnemu tveganju se investitorji ne morejo izogniti z razpršitvijo naložb, saj gre pri tem tveganju za negotovost realizacije bodočih donosov, izhajajočih iz faktorjev, ki učinkujejo na vsa podjetja v nekem gospodarstvu enako. Na Damodaranovi spletni strani so objavljeni podatki za β brez upoštevanja dolga (angl. *unlevered β*), za izračun koeficienta β ob upoštevanju razmerja med kapitalom in dolgom (angl. *levered β*) pa uporabimo naslednjo enačbo (5):

Enačba 5: Obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja – izračun β ob upoštevanju razmerja med kapitalom in dolgom (β_l)

$$\beta_l = (1 + (1 - t) \times (D/E)) \times \beta_u \quad (5)$$

kjer je:

β_l – β ob upoštevanju razmerja med kapitalom in dolgom (zadolžena β),

β_u – β brez dolga (nezadolžena β),

D/E – razmerje med finančnim dolgom in tržno vrednostjo kapitala,

t – davčna stopnja.

Glede na to, da je bila **efektivna davčna stopnja (t)** podjetja 0% (za leto 2008 niso plačali davka na dohodek), sem v izračunih upoštevala **enotno davčno stopnjo** za leto 2008, ki je znašala **20%**. Ne moremo namreč trditi, da bo tudi v prihodnosti efektivna davčna stopnja enaka 0%.

Za izračun **koeficienta β_l** (zadolžena β) sem najprej pridobila podatke za koeficient β_u (nezadolžena β) za evropski trg, za panogo *Soft Drinks*. Po podatkih je torej nezadolžena β **0,43⁸**. Po enačbi (5) sem izračunala še zadolženo β , ki znaša **1,71**.

Poleg sistematičnega poznamo še nesistematično tveganje, ki ga določajo faktorji, specifični za posamezno podjetje oziroma panogo. Upoštevamo ga tako, da zahtevani stopnji donosa dodamo premijo za to specifično tveganje. Tako sem v izračun vključila še **deželno tveganje** za Slovenijo, ki znaša **1,50%⁹**.

Celoten strošek lastniškega kapitala, izračunan po enačbi (4), torej znaša **11,84%**.

Strošek dolga, ki znaša **3,75%**, sem izračunala z enačbo (6):

⁸ Podatek najden na spletni strani Damodaran online, pod rubriko Updated Data v dokumentu Levered and Unlevered Betas by Industry

⁹ Podatek najden na spletni strani Damodaran online, pod rubriko Updated Data v dokumentu Risk Premiums for Other Markets

$$r_d = \text{plačane obresti} / \text{povprečen finančni dolg}$$

(6)

Zgornji izračuni nas pripeljejo do tehtanega povprečja stroškov kapitala, izračunanega po enačbi (3), ki znaša **9,54%**.

Vsi izračuni v zvezi s tehtanim povprečjem stroškom kapitala in pridobljeni podatki, povezani z njim, so bolj pregledno prikazani v spodnji tabeli (1).

Tabela 1: Parametri in izračuni pri določanju obrestne mere

Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)	9,54%
Delež, financiran z dolgom	26%
Delež, financiran s kapitalom	74%
Strošek dolga (rf)	3,75%
Plačane obresti	465.195 €
Strošek lastniškega kapitala (CAPM)	11,84%
Premija za deželno tveganje	1,50%
Tržna premija za tveganje	3,88%
Netvegana stopnja donosa	3,17%
Zadolžena β	0,60
Nezadolžena β	0,43
Enotna davčna stopnja	20%
Efektivna davčna stopnja	0%
Razmerje D/E	0,35
Povprečni kapital (E)	35.417.028 €
Povprečni finančni dolg (D)	12.401.294 €

Vir: Letno poročilo za družbo Fructal za leto 2008, 2009, str. 34, 38 in spletna stran Damodaran online.

4.3 Pričakovani denarni tokovi

Zanesljivost metod diskontiranih denarnih tokov je v veliki meri odvisna od ocene prihodnjih denarnih tokov, zato moramo biti posebej pazljivi pri njihovem določanju.

Pri določitvi prihodnjih denarnih tokov bom uporabila **tradicionalni pristop**. To pomeni, da bodo denarni tokovi, ki jih bom določila, odražali gibanje sedanjih denarnih tokov in bodo diskontirani po diskontni stopnji, ki velja za vsa sredstva v podjetju (WACC). Obstaja pa še drugi pristop, pričakovani pristop, ki ga ne bom vključila v izračune. Za ta pristop so značilni prihodnji denarni tokovi, v katere so vgrajene predpostavke o morebitnem tveganju povezanem s sredstvom. Uporabljena diskontna stopnja tako ne vključuje tveganja, ampak

izraža samo časovno vrednost denarja (*Exposure Draft. Revised International Valuation Guidance Note No.4*, 2009, str. 19).

Po metodah diskontiranih denarnih tokov je **vrednost nekega sredstva, v našem primeru blagovne znamke, sedanja vrednost prihodnjih donosov ustvarjenih s tem sredstvom skozi njegovo ekonomsko dobo**. Zaradi poenostavitve bom v vseh enačbah, kjer nastopajo prihodnji denarni tokovi uporabila kratico PFI, ki označuje izraz *Prospective Financial Information*, ki je v tujih virih pogostokrat uporabljen in označuje kakršnekoli prihodnje donose (Sinclair & Keller, b.l.). Kot merilo za donose je v praksi največkrat uporabljen dobiček pred ali po obdavčenju (MSOV, 2003, str. 250).

Za izračun vrednosti blagovne znamke po metodi diskontiranih denarnih tokov uporabimo naslednjo enačbo (7) (Kapferer, 1997, str. 415):

Enačba 7: Vrednost blagovne znamke po metodi diskontiranih denarnih tokov

$$\text{vrednost blagovne znamke} = \sum_{t=1}^n \frac{PFI_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{preostala vrednost}}{(1+r)^n} \quad (7)$$

kjer je:

PFI_t – neto donos v letu t , pripisan blagovni znamki,
 r – obrestna mera,
 n – ekonomska doba blagovne znamke (doba koristnosti).

Kot sem že prej omenila, ima blagovna znamka nedoločeno dobo koristnosti, zaradi česar nam njene preostale vrednosti ni potrebno računati (Flignor in Orozco, 2006, str. 12). Tako uporabimo namesto enačbe (7) t.i. sestavljeno enačbo (8).

Enačba 8: Sestavljena enačba (po metodi diskontiranih denarnih tokov)

$$\text{vrednost blagovne znamke} = \frac{PFI_1}{(1+r)} + \dots + \frac{PFI_{n-1}}{(1+r)^{n-1}} + \frac{\frac{PFI_n}{(r-g)}}{(1+r)^{n-1}} \quad (8)$$

kjer je:

PFI_1 – neto donos v letu 1, pripisan blagovni znamki,
 PFI_n – neto donos v letu n , pripisan blagovni znamki,
 PFI_{n-1} – neto donos v predzadnjem letu, pripisan blagovni znamki,
 r – obrestna mera,
 g – stopnja rasti donosov v prihodnosti.

Enačba 8: Sestavljena enačba (po metodi diskontiranih denarnih tokov) Enačba (8) upošteva, da so v začetnem obdobju različni denarni tokovi in stopnje rasti, za prihodnja leta pa upošteva stabilno stopnjo rasti v neskončnost (Berk et al., 2006, str. 41).

Izračun prihodnjih donosov in vrednosti blagovne znamke podajam v naslednjem poglavju.

5 IZRAČUN VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE FRUCTAL NA SLOVENSKEM TRGU

Fructalove izdelke bom primerjala z izdelki trgovske blagovne znamke (v nadaljevanju TBZ). Tako bom dobila podatek, koliko zasluži Fructal s prodajo enakih izdelkov v dveh različnih situacijah: pod blagovno znamko Fructal in pod TBZ. Za pravilno primerjavo, sem poskušala poiskati TBZ, ki bi prodajala podobne izdelke kot Fructal. Zaradi širokega asortimana Fructalovih izdelkov pa je to izjemno težko. V Sloveniji namreč ni podjetja, ki bi bilo po proizvodih podobno Fructalu do te mere, da bi bila možna primerjava. Poleg tega se pojavi težava tudi s pridobitvijo podatkov. Tako sem se odločila za TBZ, za katero sokove izdeluje Fructal. S tem sem si olajšala delo z iskanjem podatkov, vendar pa bom v tem primeru lahko izračunala le vrednost določenih izdelkov pod blagovno znamko Fructal in ne vrednosti celotne blagovne znamke. Fructal namreč za TBZ izdeluje le sokove polnjene v t.i. Tetra Brik embalažo, sokove iste vrste pa izdeluje tudi pod svojim imenom v isti embalaži, postopoma pa podjetje uvaja novo embalažo t.i. Tetra Gemina. Primerjala bom torej TBZ v Tetra Briku in blagovno znamko Fructal v Tetra Briku oz. Tetra Gemini. Rezultat tako ne bo izražal vrednosti krovne blagovne znamke Fructal, ampak le njen del. Posploševanje na druge izdelke blagovne znamke Fructal ne bo mogoče (nekateri izdelki pod znamko Fructal so veliko bolj kakovostni in posledično dražji od proučevanih, dražja pa je tudi cena za njihove surovine, zato primerjava z izdelki TBZ ni smiselna). Metoda moje ocene pa bo predstavljala indikator tudi za ocene vrednosti blagovne znamke na ostalih proizvodih in predvsem bom predstavila metodo, uporabno za oceno vrednosti blagovne znamke v celoti. Da bo enostavneje, bom v nadaljevanju uporabljala izraz blagovna znamka Fructal, pri tem pa bom imela v mislih Fructalove izdelke v Tetra Briku oz. Tetra Gemini.

Pri izračunih prihodnjih donosov si bom pomagala s podatki zadnjih treh let (2006, 2007, 2008). Kot merilo za donose bom upoštevala presežni dobiček po davkih. Korake izračunavanja presežnega dobička opisujem v nadaljevanju.

Najprej sem izračunala proizvodjalne stroške za blagovno znamko Fructal in TBZ. Podjetje mi je posredovalo podatke o kritju za posamezno blagovno znamko, kjer so zajeti le proizvodjalni stroški materiala in surovin. Za izračun celotnih proizvodjalnih stroškov sem v letnem poročilu poiskala še podatke o preostalih proizvodjalnih stroških, ki jih prikazujem v tabeli (2) na naslednji strani. Ker podatkov za proizvodjalne stroške v letu 2006 nisem imela na voljo, sem jih izračunala tako, da sem najprej določila rast proizvodjalnih stroškov leta 2008 glede na leto

2007 (v tabeli (2) je rast izražena z indeksom 2008/2007). Pod predpostavko, da je bila rast v letu 2006 enaka rasti v letu 2007, sem določila manjkajoče proizvodjalne stroške za leto 2006. Tako sem dobila zneske proizvodjalnih stroškov (razen proizvodjalnih stroškov materiala in storitev) za leta 2006, 2007 in 2008 za celotno podjetje Fructal.

Tabela 2: Proizvajalni stroški prodanih proizvodov (razen stroškov porabljenega materiala in surovin) za podjetje Fructal d.d. za leta 2006, 2007 in 2008

(v €, razen indeksov)

Vrsta stroškov\Leto	2006	2007	2008	
	Ocenitev stroškov na podlagi njihove rasti leta 2008 glede na leto 2007			Indeks 2008/2007
Stroški storitev	2.349.221	1.794.128	1.370.197	76,37
Stroški amortizacije	3.330.375	3.218.365	3.110.122	96,64
Stroški dela	5.349.839	5.485.225	5.624.037	102,53
Drugi stroški	78.060	82.644	87.497	105,87
Skupaj stroški	11.107.495	10.580.362	10.191.853	

Vir: Letno poročilo za družbo Fructal za leto 2008, 2009, str. 67 in 68.

Podatki o stroških v zgornji tabeli (2) torej veljajo za podjetje kot celoto, zato sem morala naprej ugotoviti, koliko teh stroškov moram pripisati blagovni znamki Fructal oz. TBZ. Predpostavila sem, da sta delež stroškov za posamezno blagovno znamko v celotnih stroških in delež prihodkov od prodaje od posamezne blagovne znamke v celotnih prihodkih od prodaje enaka. Prihodke od prodaje blagovne znamke Fructal oz. TBZ sem delila s celotnimi prihodki od prodaje na ravni podjetja, s čimer sem določila deleže prihodkov od prodaje v celotnih prihodkih za vsako znamko posebej po posameznih letih. Izračunane deleže sem nato pomnožila s celotnimi stroški podjetja (ti so izračunani v zgornji tabeli (2)) in dobila stroške, ki jih lahko pripišem posamezni znamki v proučevanih letih. Tako izračunanim stroškom sem prištela še kritje (proizvajalni stroški materiala in surovin) in dobila celotne proizvodjalne stroške za blagovno znamko Fructal oz. TBZ za vsa tri obravnavana leta. Celotne izračune opisane v tem odstavku, predstavljam v tabeli (3) na naslednji strani.

Tabela 3: Izračun proizvodjalnih stroškov za blagovno znamko Fructal in TBZ v letih 2006, 2007 in 2008
(v €, razen deležev)

Kategorija\Leto	2006	2007	2008
Podjetje Fructal d.d.			
Celotni prihodki od prodaje	56.629.000	58.873.000	58.613.000
Skupaj stroški	11.107.495	10.580.362	10.191.853
BZ Fructal			
Prihodki od prodaje	13.143.337	13.326.297	14.203.496
Delež prihodkov od prodaje BZ Fructal v celotnih prihodkih od prodaje	23,21%	22,64%	24,23%
Stroški BZ Fructal	2.578.000	2.394.936	2.469.758
Kritje	6.293.364	6.894.680	7.343.443
Proizvajalni stroški BZ Fructal	8.871.364	9.289.616	9.813.201
TBZ			
Prihodki od prodaje	1.626.613	2.115.908	2.272.123
Delež prihodkov od prodaje TBZ v celotnih prihodkih od prodaje	2,87%	3,59%	3,88%
Stroški TBZ	319.052	380.260	395.085
Kritje	536.222	546.746	607.119
Proizvajalni stroški TBZ	855.274	927.006	1.002.204

Vir: Interni viri podjetja Fructal in letno poročilo za družbo Fructal za leto 2008, 2009, str. 13.

Ostane nam samo še končni izračun presežnega dobička po davkih v letih 2006, 2007 in 2008. Od prihodkov od prodaje blagovne znamke Fructal oz. TBZ, sem odštela proizvodjalne stroške izračunane v zgornji tabeli (3) in dobila dobičke po posameznih letih in znamkah. Od teh dobičkov sem odštela davek od dobička, ki je izračunan po 20% davčni stopnji. Dobičke po davkih za TBZ sem odštela dobičkom po davkih za blagovno znamko Fructal in dobila zneske presežnih dobičkov po davkih, ki jih lahko pripišemo blagovni znamki Fructal. Opisan postopek izračuna presežnih dobičkov je prikazal v tabeli (4) na naslednji strani.

Tabela 4: Izračun presežnega dobička po davkih v letih 2006, 2007 in 2008

(v €, razen davčna stopnja)

Kategorija\Leto	2006	2007	2008
BZ Fructal			
Prihodki od prodaje	13.143.337	13.326.297	14.203.496
Proizvajalni stroški	8.871.364	9.289.616	9.813.201
Dobiček	4.271.973	4.036.681	4.390.295
Davčna stopnja	20,00%	20,00%	20,00%
Dobiček po davkih	3.417.579	3.229.345	3.512.236
TBZ			
Prihodki od prodaje	1.626.613	2.115.908	2.272.123
Proizvajalni stroški	855.274	927.006	1.002.204
Dobiček	771.339	1.188.902	1.269.919
Davčna stopnja	20,00%	20,00%	20,00%
Dobiček po davkih	617.071	951.121	1.015.935
Presežni dobiček po davkih	2.800.507	2.278.224	2.496.301

Vir: Interni viri podjetja Fructal.

Kot lahko vidimo, se kategorije, predstavljene v zgornji tabeli (4), med leti različno spreminjajo. Padci in rasti se izmenjujejo iz leta v leto, zaradi česar ne moremo določiti enakomernega trenda. Za lažje predstavljanje nihanj med leti podajam spodnjo tabelo (5), kjer so prikazane velikosti sprememb prihodkov od prodaje, proizvodjalnih stroškov ter dobičkov in presežnih dobičkov po davkih.

Tabela 5: Indeksi in povprečne letne stopnje rasti za prihodke od prodaje, proizvodjalne stroške, dobičke in presežne dobičke po davkih za blagovno znamko Fructal in TBZ

Kategorija	Indeks 2007/2006	Indeks 2008/2007	Povprečne letne stopnje rasti
BZ Fructal			
Prihodki od prodaje	101,39	106,58	3,95%
Proizvajalni stroški	104,71	105,64	5,17%
Dobiček po davkih	94,49	108,76	1,38%
TBZ			
Prihodki od prodaje	130,08	107,38	18,19%
Proizvajalni stroški	108,39	108,11	8,25%
Dobiček po davkih	154,13	106,81	28,31%
Presežni dobiček po davkih	81,35	109,57	-5,59%

Vrednost blagovne znamke Fructal bom izračunala ob upoštevanju različnih scenarijev v prihodnosti:

- donosi v prihodnosti ne bodo rasli,
- donosi bodo rasli z enako stopnjo v neskončnost in
- donosi bodo rasli z različnimi stopnjami rasti.

5.1 Vrednost blagovne znamke Fructal, če ne bi bilo rasti prihodnjih donosov

Tu torej predpostavljamo, da bo razlika v presežnih dobičkih po davkih vsa naslednja leta enaka, kot je bila zadnje leto, torej leta 2008 (podatek iz tabele (4)). Kot diskontni faktor uporabimo prej izračunani WACC podjetja. Za izračun uporabimo spodnjo enačbo (9), ki jo izpeljemo iz enačbe (8):

Enačba 9: Vrednost blagovne znamke Fructal, če ne bi bilo rasti prihodnjih donosov

$$\text{vrednost blagovne znamke} = \frac{PFI_0}{r} = \frac{2.496.301\text{€}}{9,54\%} = 26.166.676\text{€} \quad (9)$$

kjer je:

PFI_0 – dejanski neto donos v zadnjem letu, pripisan blagovni znamki.

Vrednost blagovne znamke Fructal, če ne bi bilo rasti prihodnjih donosov, torej znaša **26.166.676 €**. Da bi ostali na isti ravni oziroma da podjetje sploh ne bi raslo, pa ni v interesu podjetja Fructal. Zato je ta predpostavka nerealna in nadaljujem z izračuni, kjer bom vključila tudi rast podjetja.

5.2 Vrednost blagovne znamke Fructal, če bi bila rast prihodnjih donosov enakomerna v neskončnost

V primeru tega scenarija predpostavljam, da je rast prihodnjih donosov enakomerna v prihodnost. Zaradi globalne finančne krize pa ni smiselno napovedovati velike rasti za prihodnje donose. UMAR¹⁰ (*Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, 2009*) napoveduje za naslednji dve leti (2010, 2011) izboljšanje makroekonomskih kazalnikov glede na leto 2009. Gibanje nekaterih makroekonomskih kazalnikov prikazujem v tabeli (6) na naslednji strani).

¹⁰ Urad za makroekonomske analize in razvoj.

Tabela 6: Izbrani makroekonomski kazalniki

Kazalnik (izražen v %)\Leto	2009	2010	2011
BDP	-4,00	1,00	2,70
Zasebna potrošnja	-0,60	1,00	2,00
Dodana vrednost za predelovalno dejavnost	-9,00	1,00	3,50

Vir: UMAR, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, str. 33 in 37.

Menim, da lahko dolgoročno rast prihodnjih donosov utemeljim pri vrednosti **1%**. Navajam naslednje razloge:

- Za leto 2009 UMAR napoveduje negativne trende, v naslednjih letih pa je že napovedana rast. Vseeno pa ne moremo vedeti, kolikšna bo v prihodnje še razsežnost svetovne gospodarske krize. Kljub napovedi negativnih makroekonomskih kazalcev za leto 2009 menim, da ta ne bo tako močno izrazita v panogi proizvodnje pijač, saj gre tukaj za proizvodnjo življenjsko potrebne dobrine.
- Podjetje Fructal ima precej nestabilen presežni dobiček po letih, kar lahko vidimo v tabeli (4) in (5). V letu 2007 glede na leto 2006 je zabeležen padec presežnega dobička za 18,65%, leta 2008 glede na leto 2007 pa povečanje presežnega dobička za 9,57%. V povprečju je presežni dobiček padal 5,59% na letni ravni. Zaradi takega odstopanja je težko pravilno napovedati rast v prihodnost. Glede na to, da naj bi se po besedah posloводства dobiček pri TBZ zaradi velike cenovne konkurence med trgovskimi podjetji zmanjševal, predvidevam, da se bo posledično povečeval presežni dobiček blagovne znamke Fructal, čeprav je bil v preteklih treh letih v povprečju prisoten trend upadanja. Posloводство Fructala namreč tudi pričakuje, da bodo pri svojih blagovnih znamkah ohranjali razmerje med proizvodjalnimi stroški in prihodki od prodaje na približno enakem nivoju na dolgi rok.
- Poleg tega je pomembno tudi dejstvo, da gre v primeru trga pijač v Sloveniji za zrel trg, zaradi česar je podjetjem težko povečati prodajo in tržni delež.
- Kot sem že prej omenila, se z vrednostnega vidika prodaja Fructalovih izdelkov v Sloveniji res da povečuje, količinsko gledano pa upada. Tako celotna prodaja, kot tudi prodaja izdelkov pod blagovno znamko, ki jo proučujem (glej tabelo (7) na naslednji strani). Menim, da zaradi te obratne sorazmernosti ni smiselno napovedati velike stopnje rasti.

Tabela 7: Količinsko in vrednostno izražena prodaja za blagovno znamko Fructal, za slovenski trg in za podjetje Fructal kot celoto

(v €, razen količinsko izražene prodaje)

	2006	2007	2008	Indeks 2008/2007
BZ Fructal				
Količinsko izražena prodaja (v hl)	183.072	168.415	166.211	98,69
Vrednostno izražena prodaja	13.143.337	13.326.297	14.203.496	106,58
Slovenija				
Količinsko izražena prodaja (v tonah)	58.687	53.973	50.090	92,81
Vrednostno izražena prodaja	36.227.000	38.146.000	38.443.000	100,78
Celotno podjetje				
Količinsko izražena prodaja (v tonah)	87.978	82.868	77.149	93,10
Vrednostno izražena prodaja	56.629.000	58.873.000	58.613.000	99,56

Vir: Interni podatki podjetja Fructal in letno poročilo za družbo Fructal za leto 2008, 2009, str. 12, 13.

Vrednost blagovne znamke, na podlagi predpostavke o enakomerni rasti prihodnjih donosov, izračunamo s spodnjo enačbo (10). Pri tem upoštevamo stopnjo dolgoročne stabilne rasti 1% in izpolnimo pogoj, ki je tu potreben: $r > g$. Prihodnji donos, v našem primeru presežni dobiček, izračunamo tako, da zadnji dejanski presežni dobiček (to je presežni dobiček v letu 2008, glej tabelo (4)) pomnožimo s stopnjo rasti, ki smo jo določili kot dolgoročno stopnjo rasti prihodnjih donosov. Izračunan prihodnji donos nato diskontiramo z razliko med WACC in dolgoročno stopnjo rasti prihodnjih donosov.

Enačba 10: Vrednost blagovne znamke Fructal, če bi bila rast prihodnjih donosov enakomerna v neskončnost

$$\text{vrednost blagovne znamke} = \frac{PFI_1}{(r - g)} = \frac{PFI_0 \times (1 + g)}{(r - g)} = \frac{2.496.301\text{€} \times (1 + 1\%)}{(9,54\% - 1\%)} = 29.522.997\text{€} \quad (10)$$

Vrednost blagovne znamke Fructal ob predpostavki enakomernega naraščanja prihodnjih denarnih tokov je 29.522.997 €.

5.3 Vrednost blagovne znamke Fructal ob predpostavki različnih letnih stopenj rasti prihodnjih donosov

Nazadnje bom upoštevala še predpostavko različnih letnih stopenj rasti prihodnjih donosov. Za prihodnja tri leta bom izbrala različne stopnje rasti, od tretjega leta v neskončnost pa bom upoštevala že prej izbrano stabilno dolgoročno stopnjo rasti prihodnjih donosov 1%. Glede na lastno presojo in omenjene dejavnike bom upoštevala naslednje stopnje rasti: za leto 2009 1%, za leto 2010 1,5% in za leto 2011 2%. Menim, da zaradi že prej omenjenih dejavnikov ni smiselno napovedovati več kot 2% stopnje donosa

V tabeli (8) je prikazan izračun vrednosti blagovne znamke Fructal ob predpostavki različnih stopenj rasti prihodnjih donosov v prvih treh letih in enakomerni stabilni rasti v neskončnost. Tudi tu uporabimo za diskontni faktor WACC, za rast donosov pa prej določene stopnje rasti.

Tabela 8: Izračun vrednosti blagovne znamke Fructal s sestavljeno enačbo (8)

(v €, razen stopnja rasti, WACC in diskontni faktor)

Parameter\Leto	2009	2010	2011	∞
Stopnje rasti	1,00%	1,50%	2,00%	1,00%
PFI	2.521.264	2.559.083	2.610.265	2.636.367
(r-g)				8,54%
WACC	9,54%	9,54%	9,54%	9,54%
Diskontni faktor	1,0954	1,1999	1,3144	1,3144
Diskontirani PFI	2.301.683	2.132.745	1.985.941	23.487.123
Vrednost blagovne znamke Fructal (vsota diskontiranih PFI)	29.907.492			

Vrednost blagovne znamke Fructal, izračunana po sestavljeni enačbi (8), torej znaša **29.907.492 €**.

5.4 Analiza izračunov

Za lažjo primerjavo vseh rezultatov vrednosti blagovne znamke Fructal, si lahko pomagamo s spodnjo tabelo (9).

Tabela 9: Primerjava izračunanih vrednosti blagovne znamke Fructal po treh predpostavkah

(v €)

Predpostavka	Vrednost BZ Fructal
Brez rasti prihodnjih donosov	26.166.676
Rast prihodnjih donosov je enakomerna po stopnji 1%	29.522.997
Tri leta različna stopnja rasti, v neskončnost enakomerna po stopnji 1%	29.907.492

Glede na različne predpostavke, sem dobila različne rezultate o vrednosti blagovne znamke Fructal. Težko je povedati, kateri rezultat je bolj pravilen. Vseeno mislim, da rezultat ob predpostavki, da ni rasti prihodnjih donosov, ni relevanten. Bolj sta primerna druga dva. Kljub temu, da sem izbrala po mojem mnenju najboljšo metodo za merjenje vrednosti blagovne znamke, ne morem trditi, da bodo izračunane vrednosti v prihodnosti tudi dejansko take. To lahko zgolj predvidevam. Že prej sem omenila različne probleme, ki se lahko pojavijo pri metodi presežnih dobičkov. Konkretno pa sem med izračunavanjem vrednosti blagovne znamke Fructal, zasledila naslednje težave:

- težko sem našla primerno TBZ za primerjavo, zaradi razlike v asortimanu izdelkov TBZ in Fructala;
- določitev stopenj rasti prihodnjih donosov temelji na subjektivnem mnenju, kaj se bo dogajalo na trgu brezalkoholnih pijač v prihodnjih letih;
- napoved prihodnjih donosov je bila težka zaradi relativno majhnega števila podatkov (ob razpoložljivih podatkih za več let v preteklost, bi bila napoved lažja),
- zaradi svetovne gospodarske krize je težko natančneje napovedati v prihodnost.

Menim, da je ocenjena vrednost blagovne znamke Fructal v primerjavi s TBZ zelo visoka. Predstavlja namreč kar 47% bilančne vsote podjetja Fructal v letu 2008 (ob upoštevanju vrednosti blagovne znamke 29.907.492 €). Poleg tega pa moramo upoštevati, da izračun velja samo za določene artikle pod krovno blagovno znamko Fructal. Iz tega lahko predvidevamo, da je celotna krovna blagovna znamka toliko več vredna. Poleg tega ima Fructal še druge blagovne znamke, ki skupaj s krovno dodajajo vrednost celotnemu podjetju. V primeru, da bi imeli na razpolago tržno ceno vrednosti delnice podjetja Fructal, bi lahko primerjali, ali investitorji na trgu res toliko cenijo blagovno znamko Fructal, kot to kažejo izračuni. Ker pa je Fructal zaprta družba v 100% lasti druge družbe, te primerjave ne moremo izvesti. Na podlagi izračunane vrednosti blagovne znamke Fructal menim, da je ta zelo pomemben dejavnik konkurenčne prednosti podjetja Fructal.

Glede na to, da ima podjetje Fructal ob zmanjšani količinski prodaji večje prihodke od prodaje, predvidevam, da se povečuje prodajna cena njegovih izdelkov. Podjetju bi zato svetovala, da poskuša biti v prihodnosti stroškovno bolj učinkovito in ob isti marži postavljati nižje cene. Menim, da bi se posledično količinska prodaja podjetja povečala. Seveda pa je težko kontrolirati stroške surovin, saj po besedah posloводства lahko te znotraj leta nihajo tudi za več kot 50%. Poleg tega pa moramo upoštevati tudi politiko podjetja, ki poudarja kvaliteto svojih proizvodov. V tem primeru bi pomenilo nižanje stroškov na račun slabših surovin izgubo pomembne konkurenčne prednosti podjetja in slab vpliv na zaznavanje blagovne znamke s strani potrošnikov.

SKLEP

Pri izdelavi diplomskega dela sem analizirala vrednost pomembne kategorije sredstev v podjetju, neopredmetenimi sredstvi, ki v bilancah podjetja ni prikazana in ni priznana. Posebej sem se posvetila blagovni znamki Fructal. V teoretičnem delu sem predstavila več metod vrednotenja neopredmetenih sredstev, ki se najpogosteje uporabljajo v praksi. Pri vseh metodah sem se seznanila z njihovimi prednostmi in slabostmi ter se odločila za metodo presežnih dobičkov. Zanj sem se odločila, ker menim, da kljub njenim slabostim daje ustrežnejše rezultate kot druge metode. Poleg tega sem v primeru te metode dobila več potrebnih podatkov, kot bi jih v primeru izbora katere druge metode. Kljub temu pa sem pri izračunavanju naletela na več težav. Zaradi različnih izdelkov pod krovno blagovno znamko

Fructal, sem težko dobila za primerjavo TBZ z istovrstnimi izdelki. Zato sem se odločila za oceno vrednosti ene vrste izdelkov, ki spadajo pod krovno blagovno znamko in jih je mogoče primerjati z izbrano TBZ. Srečala sem se tudi s problemi pri napovedovanju prihodnjih donosov. Tu se subjektivnemu mnenju nisem mogla izogniti, sem pa poskušala svoje odločitve čim bolj argumentirati na podlagi različnih makroekonomskih kazalnikov, preteklega poslovanja podjetja in mnenja poslovodstva podjetja Fructal za prihodnost. Z izračunom vrednosti blagovne znamke sem izpolnila v uvodu napisan namen diplomske naloge. Določila sem torej vrednost blagovne znamke Fructal (oziroma vrednost ene vrste izdelkov pod to blagovno znamko) in s tem istočasno izpolnila edini manjkajoči kriterij za pripoznavanje blagovne znamke kot neopredmetenega sredstva v bilanci stanja. Kot sem predvidevala, je vrednost blagovne znamke Fructal v primerjavi s TBZ zelo visoka. To tudi potrjuje dejstvo, da Fructal zaseda mesto tržnega vodje v svoji panogi v Sloveniji in na drugih trgih JV Evrope ter da spada med vodilna evropska podjetja v panogi proizvodnje pijač.

Menim, da se bo v prihodnjih letih vse več podjetij odločalo za ocenjevanje vrednosti svojih neopredmetenih sredstev. Sklepam tudi, da se bodo skozi različne poskuse izračunavanj izpopolnjevale že obstoječe in se razvijale nove metode merjenja vrednosti.

LITERATURA IN VIRI

1. Austin, L. (2007). Accounting for intangible assets. *Business review*, 9 (1), 63-74. Najdeno 3. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.uabr.auckland.ac.nz/files/articles/Volume13/v13i1-accounting-for-intangible-assets.pdf>
2. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2006). *Poslovne finance*. (3. izd.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Choong, K. K. (2008). Intellectual capital: definitions, categorization and reporting models. *Journal of Intellectual Capital*, 9 (4), 609-638. Najdeno 16. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://proquest.umi.com/pqdlink?index=4&did=1657265771&SrchMode=1&sid=6&Fmt=6&VInst=PROD&VType=PQD&RQT=309&VName=PQD&TS=1253093721&clientId=73801>
4. Čadež, S. (2005). Vrednotenje blagovnih znamk. *Les*, 57 (11), 342-345.
5. Damodaran, A. (2006). Dealing with Intangibles: Valuing Brand Names, Flexibility and Patents. Najdeno 27. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>
6. Dunn, P. & Baker, R. J. (2003). *The firm of the future: a guide for accountants, lawyers, and other professional services*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
7. *Exposure Draft. Revised International Valuation Guidance Note No.4. Valuation of Intangible Assets*. (2009). Najdeno 4. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.ivsc.org/pubs/exp_drafts/0901_gn4_intangible_assets.pdf
8. Flignor, P. & Orozco, D. (2006). Intangible Asset & Intellectual Property Valuation: A Multidisciplinary Perspective. Najdeno 4. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.wipo.int/sme/en/documents/pdf/IP_Valuation.pdf
9. *Grasping the intangible*. (2007). Najdeno 18. septembra 2009 na spletnem naslovu https://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/UK_Audit_GraspingtheIntangible.pdf
10. Haigh, D. (2000). Brand Valuation: Measuring and Leveraging your Brand. Najdeno 27. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.markenlexikon.com/texte/brandfinance_brand_valuation_leverage_may_2000.pdf
11. Haigh, D. (2007). Brand Valuation: What it Means and Why it Matters. Najdeno 5. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.4hoteliers.com/4hots_fshw.php?mwi=2246
12. Interni viri podjetja Fructal d.d.
13. Kapferer, J. (1997). *Strategic Brand Management: New Approaches To Creating And Evaluating Brand Equity*. (2nd ed.) London: Kogan Page.
14. Keller, K. L. (2003). *Strategic brand management – Building, Measuring and Managing Brand Equity*. (2nd ed.) New Jersey: Prentice Hall.

15. Kotler, P. (1998). *Marketing management – trženjsko upravljanje – analiza, načrtovanje in nadzor*. (2. izd.) Ljubljana: Slovenska knjiga.
16. *Letno poročilo za družbo Fructal za leto 2007* (2008). Najdeno 10. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.fructal.si/docs/LP_07.pdf
17. *Letno poročilo za družbo Fructal za leto 2008*. (2009). Najdeno 20. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.ajpes.si/JOLP/podjetje.asp?maticna=5048664000&leto=2008>
18. *Mednarodni računovodski standard MRS 38 – Neopredmetena sredstva*. (2009). Najdeno 10. september 2009 na spletnem naslovu <http://www.racunovodja.com/clanki.asp?clanek=2854>
19. *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti*. (2003). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
20. Narayana Rao, K.V.S.S. (bl.) *Management Accounting: Brand Valuation*. Najdeno 27. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://knol.google.com/k/narayana-rao-kvss/management-accounting-brand-valuation/2utb2lsm2k7a/116?locale=en#>
21. Osburn, H. (2006). The valuation of brands. Najdeno 27. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.accountingweb.co.uk/print/node/164705>
22. Petras, G. (2002). New Pressure on Valuing Acquired Intangibles. *Mergers & Acquisitions. The Dealermaker's Journal*, 27 (5), 42-46.
23. *Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009*. (2009). Umar. Najdeno 24. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/spoml09/PNGG_2009n.pdf
24. Sinclair, R. & Keller, K. L. (b.l.) *Determination of Fair Value of Intangible Assets for IFRS Reporting Purposes*. Najdeno 4. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.prophet.com/downloads/articles/Sinclair_Determination-of-fair-value.pdf
25. *Slovenski računovodski standard 2 (2006). – Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve*. Najdeno 6. novembra 2008 na spletnem naslovu: <http://www.racunovodja.com/clanki.asp?clanek=524>
26. Spletna stran evropske centralne banke. Najdeno 1. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/money/yc/html/index.en.html>
27. Spletna stran podjetja Fructal d.d. <http://www.fructal.si/>
28. Spletna stran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
29. Sudarsanam, S., Sorwar, G. & Marr, B. (2003). *Valuation of Intellectual Capital and Real Option Models*. Najdeno 13. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.realoptions.org/papers2004/SudarsanamIntellCap.pdf>
30. *Varnost živil*. Najdeno 3. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.zzv-ms.si/si/varnost-zivila/varnost-zivil.swf>
31. Weiler, D. G. (b.l.) *Using Royalty Rates as Valuation Benchmarks*. Najdeno 9. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.ipinstitute.org/urrvb.html>

PRILOGE

Priloga 1: Poudarki iz leta 2008 za družbo Fructal d.d.	1
Priloga 2: Bilanca stanja družbe Fructal d.d. na dan 31. decembra 2008.	2
Priloga 3: Izkaz poslovnega izida družbe Fructal d.d. za leto 2008.	4

Priloga 1: Poudarki iz leta 2008 za družbo Fructal d.d.

	FRUCTAL d.d.			
v 1.000 EUR	2006	2007	2008	INDEKS 2008/2007
ČISTI PRIHODKI IZ PRODAJE	56.824	59.471	59.836	101
DOBIČEK IZ POSLOVANJA PRED OBRESTMI, DAVKI IN AMORTIZACIJO (EBITDA)	3.897	5.615	5.547	99
% EBITDA	6,9%	9,6%	9,4%	98
DOBIČEK IZ POSLOVANJA (EBIT)	-2.933	906	982	108
ČISTI DOBIČEK / IZGUBA POSLOVNEGA LETA	-3.245	4.498	1.220	27
SREDSTVA	55.173	52.392	63.769	122
LASTNIŠKI KAPITAL	30.051	34.652	36.182	104
<i>Knjigovodska vrednost delnice (v €)</i>	<i>12,0</i>	<i>13,8</i>	<i>14,4</i>	<i>104</i>
FINANČNE OBVEZNOSTI	12.676	7.223	17.580	243
FINANČNE NALOŽBE	2.822	1.840	12.909	701
Donos na kapital (ROE)	-10,80%	12,98%	3,37%	26
Dobičkovnost prihodkov (ROS)	-5,71%	7,69%	2,07%	27
Donos na sredstva (ROA)	-5,88%	8,59%	1,91%	22
Stopnja zadolženosti (D/E)	42%	21%	49%	233
Število zaposlenih	469	435	410	94

Vir: Letno poročilo za družbo Fructal za leto 2008, 2009, str. 4.

Priloga 2: Bilanca stanja družbe Fructal d.d. na dan 31. decembra 2008.

		Pojasnilo	31.12.2008	31.12.2007
	Sredstva		63.768.506	52.391.650
A.	Dolgoročna sredstva		31.917.722	26.873.480
I.	Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR	1	595.696	124.588
	1. Dolgoročne promoženjske pravice		90.939	124.588
	2. Neopredmetena sredstva v pridobivanju		504.757	0
II.	Opredmetena osnovna sredstva	2	23.872.748	24.592.630
	1. Zemljišča in zgradbe		13.701.043	13.003.694
	a) Zemljišča		6.347.666	4.057.264
	b) Zgradbe		7.353.377	8.946.430
	2. Proizvajalne naprave in stroji		8.278.419	9.210.039
	3. Druge naprave in oprema		1.893.286	2.335.495
	4. Opredmetena osnovna sredstva, ki se pridobivajo		0	43.402
III.	Naložbene nepremičnine	3	17.679	288.060
IV.	Dolgoročne finančne naložbe		5.995.709	1.840.494
	1. Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil		5.995.709	1.840.494
	a) delnice in deleži v družbah v skupini	4a	778.953	778.953
	b) delnice in deleži v pridruženih družbah	4b	0	2.112
	c) druge delnice in deleži	4c	5.204.256	1.034.429
	č) druge dolgoročne finančne naložbe	4d	12.500	25.000
V.	Dolgoročna posojila	5	1.144.276	0
	a) Dolgoročna posojila družbam v skupini		1.144.276	0
VI.	Dolgoročne poslovne terjatve	6	20.450	27.708
	1. Dolgoročne poslovne terjatve do drugih		20.450	27.708
VII.	Odložene terjatve za davek	7	271.165	0
B.	Kratkoročna sredstva		31.781.897	25.399.409
I.	Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	8	583.200	0
II.	Zaloge	9	10.628.472	13.024.798
	1. Material		4.894.848	6.992.056
	2. Nedokončana proizvodnja		1.512.941	1.406.306
	3. Proizvodi		4.075.417	4.571.779
	4. Trgovsko blago		145.266	54.657
III.	Kratkoročne poslovne terjatve	10	13.507.626	12.198.961
	1. Kratkoročne poslovne terjatve do družb v skupini		1.801.199	3.797.167
	2. Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev		11.139.934	7.882.450
	3. Kratkoročne poslovne terjatve do drugih		566.493	519.344
IV.	Kratkoročne finančne naložbe	11	6.913.630	0
	1. Kratkoročne finančne naložbe razen posojil		13.630	0
	a) Druge kratkoročne finančne naložbe		13.630	0
	2. Kratkoročna posojila		6.900.000	0
	a) Kratkoročna posojila drugim		6.900.000	0
V.	Denarna sredstva	12	148.969	175.650
C.	Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	13	68.887	118.761
	Izvenbilančna aktiva	14	19.425.489	18.027.523

		Pojasnilo	31.12.2008	31.12.2007
	Obveznosti do virov sredstev		63.768.506	52.391.650
A.	<i>Kapital</i>	15	36.181.693	34.652.363
I.	Vpoklicani kapital		10.455.738	10.455.738
	1. Osnovni kapital		10.455.738	10.455.738
II.	Kapitalske rezerve		16.029.249	16.029.249
III.	Rezerve iz dobička		1.737.098	1.737.098
	1. Zakonske rezerve		1.045.574	1.045.574
	2. Rezerve za lastne delnice in lastne poslovne deleže		10.028	10.028
	3. Lastne delnice in lastni poslovni deleži (kot odbitna postavka)		-10.028	-10.028
	4. Druge rezerve iz dobička		691.524	691.524
IV.	Presežek iz prevrednotenja		2.069.830	1.907.715
V.	Preneseni čisti poslovni izid		4.670.075	24.708
VI.	Čisti poslovni izid poslovnega leta		1.219.703	4.497.855
B.	<i>Rezervacije in dolgoročne PČR</i>	16	1.005.411	1.110.678
	1. Rezervacije za pokojnine in podobne obveznosti		616.149	708.565
	2. Druge rezervacije		91.834	101.849
	3. Dolgoročne PČR		297.428	300.264
C.	<i>Dolgoročne obveznosti</i>		0	579.627
I.	Dolgoročne finančne obveznosti	17	0	332.824
	1. Dolgoročne finančne obveznosti do bank		0	332.824
II.	Odložene obveznosti za davek		0	246.803
Č.	<i>Kratkoročne obveznosti</i>		24.709.385	14.643.379
I.	Kratkoročne finančne obveznosti	18	17.579.882	6.889.882
	1. Kratkoročne finančne obveznosti do bank		12.279.882	6.889.882
	2. Druge kratkoročne finančne obveznosti		5.300.000	0
II.	Kratkoročne poslovne obveznosti	19	7.129.503	7.753.497
	1. Kratkoročne poslovne obvez. do družb v skupini		0	-4.332
	2. Kratkoročne posl.obveznosti do dobaviteljev		5.940.704	6.648.365
	4. Kratk. poslovne obvez. na podlagi predujmov		48.160	0
	5. Druge kratkoročne poslovne obveznosti		1.140.639	1.109.464
D.	<i>Kratkoročne pasivne časovne razmejitve</i>	20	1.872.017	1.405.603
	Izvenbilančna pasiva		19.425.489	18.027.523

Vir: Letno poročilo za družbo Fructal za leto 2008, 2009, str. 33 in 34.

Priloga 3: Izkaz poslovnega izida družbe Fructal d.d. za leto 2008.

Postavka	Pojasnilo	2008	2007
1. ČISTI PRIHODKI IZ PRODAJE	21	58.836.345	58.471.475
I. Čisti prih. iz prod. proiz./stor. na dom.trgu		36.771.292	37.015.339
II. Čisti prih. iz prod.proiz./stor. na tuj.trgu		19.762.221	20.371.602
III. Čisti prih. iz prod.blag./mat. na dom.trgu		1.738.309	541.112
IV. Čisti. prih. iz prod.blag./mat. na tuj.trgu		564.523	543.422
2. SPREMEMBA VRED. ZALOG PROIZV. IN NEDOK.PROIZV.		-391.849	-194.722
3. DRUGI POSLOVNI PRIHODKI	22	1.924.665	1.370.998
4. STROŠKI BLAGA, MATERIALA IN STORITEV	23	44.606.293	44.301.157
a) Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala		2.017.687	1.018.202
b) Stroški porabljenega materiala		31.846.147	32.379.703
c) Stroški storitev		10.742.459	10.903.252
5. STROŠKI DELA	23	9.717.534	9.377.082
a) Stroški plač		6.845.016	6.607.597
b) Stroški socialnih zavarovanj		1.104.719	1.066.878
- od tega stroški pokojninskega zavarovanja		607.254	586.446
c) Drugi stroški dela		1.767.799	1.702.607
6. ODPISI VREDNOSTI	23	4.578.877	4.708.813
a) Amortizacija		3.847.064	4.237.098
b) Prevrednotovalni posl.odhodki pri neopred.sred. in opred.OS		12.211	1.820
c) Prevrednotovalni posl.odhodki pri obratnih sredstvih		719.602	469.895
7. DRUGI POSLOVNI ODHODKI	23	484.489	354.397
8. FINANČNI PRIHODKI IZ DELEŽEV		37.893	4.550.936
c) Finančni prihodki iz deležev v drugih družbah		25.104	4.511.254
č) Drugi finančni prihodki drugih naložb (prodaja VP)		12.789	39.682
9. FINANČNI PRIHODKI IZ DANIH POSOJIL		136.925	12.031
a) Finančni prihodki iz danih posojil družbam v skupini		0	12.031
b) Finančni prihodki iz danih posojil drugim		136.925	0
10. FINANČNI PRIHODKI IZ POSLOVNIH TERJATEV		736	0
a) Finančni prihodki iz poslovnih terjatev do drugih		736	0
SKUPAJ FINANČNI PRIHODKI	24	175.554	4.562.967
11. FINANČNI ODHODKI OD SLABITEV NALOŽB		2.567	275.653
12. FINANČNI ODHODKI IZ FINANČNIH OBVEZNOSTI		484.423	501.605
a) Finančni odhodki iz posojil, prejetih od družb v skupini		0	12.077
b) Finančni odhodki iz posojil, prejetih od bank		433.310	489.528
č) Finančni odhodki iz drugih finančnih obveznosti		51.113	0
SKUPAJ FINANČNI ODHODKI	25	486.990	777.258
14. ODLOŽENI DAVKI	7	-549.172	194.156
15. ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA		1.219.703	4.497.855
Čisti dobiček a na delnico		0,49	1,8

Vir: Letno poročilo za družbo Fructal za leto 2008, 2009, str. 35.