

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

LINA VUK

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VREDNOTENJE TRAJNEGA KAPITALA V PODJETJU
AKRAPOVIČ**

Ljubljana, september 2009

LINA VUK

IZJAVA

Študentka Lina Vuk izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Maksa Tajnikarja, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne: _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ	2
1.1 Na donosu zasnovan način	3
1.1.1 Metoda diskontiranih prihodnjih donosov	3
1.1.2 Metoda uglavničenja	4
1.2 Na sredstvih zasnovan način	5
1.3 Na tržnih primerjavah zasnovan način	5
2 PREDSTAVITEV PODJETJA	6
2.1 Opis in kratka zgodovina podjetja	6
2.2 Proizvodnja in prodaja	8
2.3 Trg in kupci	9
2.4 Lastništvo in poslovni cilji	10
3 FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA	10
3.1 Bilanca stanja	10
3.2 Izkaz poslovnega izida	13
3.3 Analiza kazalnikov	15
3.3.1 Obratni kapital	15
3.3.2 Likvidnost	16
3.3.3 Zadolženost	16
3.3.4 Gospodarnost in dobičkonosnost	17
4 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA	17
4.1 Napoved prihodkov	17
4.2 Napoved odhodkov	18
4.3 Ocena diskontne stopnje	18
4.4 Napoved prostega denarnega toka in vrednosti trajnega kapitala	20
4.5 Analiza občutljivosti	23
SKLEP	23
LITERATURA IN VIRI	25

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Glavni mejniki razvoja podjetja od leta 1990 do leta 2009</i>	7
<i>Tabela 2: Amortizacijske stopnje v letu 2007</i>	14
<i>Tabela 3: Dobiček iz poslovanja (EBIT) v obdobju 2003-2007 v EUR</i>	14
<i>Tabela 4: Gibanje obratnega kapitala v obdobju 2003-2007</i>	15
<i>Tabela 5: Analiza likvidnosti podjetja v obdobju 2003-2007</i>	16
<i>Tabela 6: Analiza zadolženosti v obdobju 2003-2007</i>	16
<i>Tabela 7: Napoved prihodkov v obdobju 2008-2012</i>	17
<i>Tabela 8: Napoved odhodkov v obdobju 2008-2012</i>	18
<i>Tabela 9: Izračun investicij v obratni kapital in stalna sredstva v obdobju 2007-2012 v tisoč EUR</i>	21
<i>Tabela 10: Izračun prostega denarnega toka in sedanje vrednosti za obdobje 2007-2012 v tisoč EUR</i>	22
<i>Tabela 11: Izračun trajnega kapitala na dan 31. 12. 2007</i>	22
<i>Tabela 12: Analiza občutljivosti ocene trajnega kapitala v tisoč EUR</i>	23

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Prodajni segmenti za leto 2007</i>	9
<i>Slika 2: Struktura stalnih sredstev v obdobju 2003-2007</i>	11
<i>Slika 3: Struktura obveznosti do virov sredstev v obdobju 2003-2007</i>	12
<i>Slika 4: Struktura poslovnih stroškov v obdobju 2003-2007</i>	13

UVOD

Vsak podjetnik se v svoji poslovni karieri vsaj enkrat vpraša, koliko je vredno njegovo premoženje. Odgovor na to vprašanje je vse prej kot lahek. Vrednosti premoženja ne moremo ugotoviti iz računovodskih podatkov o delovnih, obratnih in drugih sredstvih ter iz virov financiranja. Prav tako se dobljene vrednosti razlikujejo od namena tistega, ki vrednoti premoženje. Tako so lahko izračuni, pridobljeni s strani npr. potencialnega vlagatelja, povsem drugačni, kot če bi vrednost ocenjeval lastnik premoženja sam (Koletnik, 1992, str. 12-13).

Namen diplomske naloge je teoretično predstaviti glavne načine, metode in postopke vrednotenja gospodarskih družb, z najprimernejšo metodo, tj. metodo diskontiranih denarnih tokov, nato pa to teoretično znanje uporabiti za oceno trajnega kapitala na konkretnem primeru podjetja.

Cilj naloge je s pomočjo javno dostopnih finančnih podatkov, omenjene metode vrednotenja in pod predpostavko rasti v naslednjih petih letih podati čim bolj realno oceno trajnega kapitala na dan 31. 12. 2007. Končna ocena vrednosti bi lahko podjetju služila kot podlaga pri npr. strateških odločitvah, kot so združitve, nakupi drugih podjetij, lahko tudi v primeru morebitnega iskanja partnerja za dokapitalizacijo na trgu.

Diplomsko delo je narejeno izključno na javno dostopnih podatkih, kar je lahko razlog možnega razlikovanja rezultata, pridobljenega z diplomskim delom, z rezultatom, pri katerem bi imela na voljo vse pomembnejše podatke, pridobljene s strani preučevanega podjetja.

Diplomsko delo je razdeljeno na štiri tematske sklope. V prvem sklopu je predstavljen teoretični del metod vrednotenja podjetij, za kakšne namene jih uporabljamo in kakšne so njihove prednosti in slabosti. V tem delu so opisane tri metode vrednotenja, in sicer na donosu zasnovan način, na sredstvih zasnovan način in način tržnih primerjav.

V drugem sklopu je na kratko predstavljeno izbrano podjetje, njegova zgodovina, na katerih trgih nastopa in komu svoje izdelke prodaja. Na koncu tega sklopa se usmerim še na lastništvo in poslovne cilje, ki jih želi podjetje doseči. Ti so iztočnica za napoved prihodnjega poslovanja.

Tretji sklop vsebuje analizo preteklega in tekočega poslovanja in prav tako služi kot podlaga za vrednotenje. Prikazane so glavne postavke bilance stanja, izkaza poslovnega izida in nekateri kazalniki poslovanja.

V zadnjem, četrtem sklopu, so po korakih predstavljene predpostavke za potrebe vrednotenja, kot je ocena prihodkov in odhodkov v prihodnje, napoved investicij, ocena zahtevane donosnosti lastniškega kapitala, tehtano povprečje stroškov kapitala in prosti denarni tok. S pomočjo teh predpostavk bom na koncu ocenila vrednost trajnega kapitala.

1 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ

Splošno sprejeta teorija pravi, da vrednost podjetja opredeljujejo prihodnji donosi, ki so enaki vsoti sedanjih vrednosti pričakovanih donosov v prihodnosti. Ti se kažejo v obliki čistih denarnih tokov, diskontiranih z ustrezno diskontno mero, ki odraža časovno vrednost denarja in tveganje, povezano z ustvarjanjem donosov podjetja (Brigham & Daves, 2004, str. 4).

Različni avtorji različno opredeljujejo metode ocenjevanja vrednosti podjetij. Tajnikar (2000, str. 230-236) je opredelil štiri, ki temeljijo na:

- Premoženju,
- primerljivi tržni vrednosti,
- kapitalizaciji zaslužkov in
- sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov.

Ko vrednotimo na podlagi **premoženja**, dejansko ocenimo sredstva, ki jih ima podjetje v lasti. Na ta način lahko ocenimo premoženje podjetja s pomočjo trenutnih cen ali stroškov nadomestitve sredstev, lahko pa jih ocenimo s pomočjo njihove likvidacijske vrednosti. Slabost te metode se kaže predvsem v tem, da upošteva samo dosedanje poslovanje, ne upošteva pa dejstva, da bo podjetje delovalo tudi v prihodnje.

Če želimo podjetje vrednotiti na osnovi poznane **tržne vrednosti** kapitala, moramo na trgu najti primerljivo podjetje (podjetje, ki ima podobno vrsto posla, stopnjo rasti, finančno strukturo in podobno profitno maržo), kar pa je v praksi precej zapleteno. Vrednost ocenjujemo s pomočjo razmerja med tržno ceno in knjižno vrednostjo delnice ali razmerja med tržno ceno in dobičkom na delnico.

Metoda **kapitalizacije dobičkov** je uporabna predvsem za vrednotenje majhnih podjetij, ki nimajo možnosti za rast. Vrednost podjetja izračunamo s pomočjo razmerja med dolgoročnimi profiti (podjetje jih je dosegalo v preteklosti in jih je sposobno dosegati tudi v prihodnosti) in kapitalizacijsko stopnjo, ki predstavlja pričakovan donos na enoto kapitala.

Za vrednotenje hitro rastočih podjetij, ki prehajajo v večja podjetja, je smiselno izpeljati zgolj metodo **prostih denarnih tokov**.

Tudi ameriški standardi v okviru ameriškega združenja ocenjevalcev, angl. *American Society of Appraisers*, ločijo tri osnovne pristope k vrednotenju podjetij (Fishman, Pratt & Griffith, 2002, str. 3-5):

- na donosu zasnovan način,
- na sredstvih zasnovan način,
- na tržnih primerjavah zasnovan način.

Ti pristopi so le osnovne skupine, saj lahko znotraj njih najdemo več možnih metod ocenjevanja podjetij. Med seboj so posamezne metode močno prepletene, večkrat se zgodi, da je lahko delni rezultat enega pristopa ocenjevanja sestavni del drugega pristopa.

1.1 Na donosu zasnovan način

Ta način ocenjevanja vrednosti je najbližji splošno sprejeti teoriji, ki pravi, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov, diskontirani po ustrezni diskontni stopnji. Znotraj tega načina poznamo dve metodi, ki sta podrobneje opisani v nadaljevanju.

1.1.1 Metoda diskontiranih prihodnjih donosov¹

Praznik (2004, str. 43) je mnenja, da je metoda diskontiranja teoretično najbolj korektna, saj zajema sedanjo vrednost vseh uresničenih denarnih tokov in je uporabna za različne namene. Obenem navaja tudi slabosti metode, ki so predvsem v tem, da zaradi projekcije prihodnjih donosov in ocene ustrezne diskontne stopnje dobimo zamegljene rezultate, ki pričajo o vrednosti podjetja.

Metodo lahko uporabljamo na dveh ravneh: za oceno lastniškega in celotnega kapitala. Pri slednji moramo napoved donosov opredeliti tako, da opredeljuje tiste donose, ki so namenjeni vsem naložbenikom v podjetje (lastniki obveznic, navadnih in prednostnih delnic ter posojilodajalci). Donos je v tem primeru enak prostemu denarnemu toku (NDT), izračunamo pa ga tako, da čistim prihodkom od prodaje prištejemo amortizacijo ter odštejemo potrebe po obratnem kapitalu v tem obdobju. Za diskontno mero uporabimo tehtano povprečje stroškov kapitala, angl. *WACC – Weighted average cost of capital* (Praznik, 2004, str. 70).

Vrednost podjetja po tej metodi najlažje izračunamo tako, da uporabimo pričakovane proste denarne tokove podjetja. Izračun sedanje vrednosti prihodnjega prostega denarnega toka v določenem obdobju se definira na naslednji način (1):

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \frac{NDT_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n} \quad (1)$$

kjer je:

$NDT_{1 \text{ do } n}$ čisti denarni tok v obdobju napovedi od 1 do n-let,

d diskontna mera,

n število let napovedi.

¹ Imenovana tudi metoda diskontiranega denarnega toka (discounted cash flow method -DCF method).

K vsoti sedanjih vrednosti donosov podjetja je treba prišteti še preostalo vrednost, to je sedanja vrednost prihodnjih donosov v obravnavanem obdobju. Ker so projekcije prostega denarnega toka običajno izdelane za obdobje 5-10 let, ga zajamemo v enem samem znesku, tj. v obliki preostale vrednosti, ki je diskontirana na sedanjo vrednost. To vrednost je smiselno prišteti predvsem takrat, ko predvidevamo, da bo podjetje poslovalo tudi v prihodnosti. Ko računamo preostalo vrednost, imamo na voljo več načinov računanja (likvidacijska vrednost podjetja ob koncu trajanja, uporaba tržnih mnogokratnikov, uporaba kapitalizacije donosov). Največkrat se odločimo za metodo kapitalizacije donosov, ki ji rečemo tudi Gordonov model rasti (Rojko, 2008, str. 8). Formula za izračun preostale vrednosti je naslednja (2):

$$RV = \frac{NDT_0(1 + g)}{d - g} \quad (2)$$

kjer je:

RV preostala vrednost,

NDT₀ normalizirani denarni tok na koncu obdobja napovedi,

d diskontna mera,

g povprečna letna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka.

1.1.2 Metoda uglavničenja²

Metoda kapitalizacije je pravzaprav krajša oblika metode diskontiranja, le da ta metoda za ocenjevanje vrednosti podjetja uporablja normaliziran donos, za katerega se predpostavlja, da raste ali pada po neki povprečni stopnji v teoretično neskončnost (Časar, 2009, str. 22).

Metodo kapitalizacije naložbeniki precej pogosto uporabljajo, a še vedno manj kot metodo diskontiranja. Njene prednosti so predvsem v tem, da ne zahteva dolgoročnih napovedi oz. projekcij donosov, prav tako pa je bolj enostavna in jo lahko razumejo tudi finančni nepoznavalci. Prav zaradi poenostavljanja je njena uporaba lahko sporna, saj predvideva, da donos, ki ga kapitaliziramo, predstavlja ustrezno osnovo za prihodnje donose. Zaradi tega dejstva metodo težko uporabimo za novo nastala podjetja in podjetja z visoko stopnjo rasti (Praznik, 2004 str. 43).

Kot osnovo za uporabo metode kapitalizacije uporabimo le donose, razpoložljive za imetnike navadnih delnic, mera kapitalizacije pa mora izvirati iz stroška lastniškega kapitala. Vrednost lastniškega kapitala ocenimo tako, da kapitaliziramo donos in odštejemo vrednost dolga in deleža, ki se nanaša na imetnike prednostnih delnic (Praznik, 2004 str. 77).

Vrednost podjetja izračunamo tako, da normaliziran donos podjetja delimo z mero kapitalizacije, za to pa uporabimo WACC. Spremembe pričakovanega normaliziranega

² Imenovana tudi metoda kapitalizacije donosov (capitalization method).

donosa podjetja opredelimo s pričakovano dolgoročno stalno stopnjo rasti (g), ki je odšteta od diskontne mere (d). Formula za izračun mere kapitalizacije je naslednja (3):

$$c = d - g \text{ oz. } c = WACC - g \quad (3)$$

Vrednost podjetja lahko z mero kapitalizacije izračunamo na dva načina. Uporabimo lahko formulo, ki ne vključuje rasti, ali formulo, ki vključuje rast (že omenjen Gordonov model rasti). V prvem primeru vrednost podjetja izračunamo tako, da pričakovani normalizirani denarni tok (NDT_1) delimo z mero kapitalizacije (c). Vrednost podjetja izračunamo na podlagi formule (4):

$$PV = \frac{NDT_1}{c} \quad (4)$$

Ker se običajno predvideva, da bo pričakovani denarni tok podjetja v prihodnje naraščal po neki konstantni stopnji, uporabimo formulo (2), opisano v poglavju 1.1.1.

1.2 Na sredstvih zasnovan način

Ta način velja za enega od splošnih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij, lastniških deležev ali vrednostnih papirjev in je podoben nabavno vrednostnemu načinu ocenjevanja vrednosti, ki ga uporabljajo ocenjevalci vrednosti sredstev. Ta način temelji na načelu substitucije, kar pomeni, da kupec za določeno sredstvo ni pripravljen plačati več, kot znaša nabavna cena vrednosti nadomestitve vseh njegovih sestavin (Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti, 2007, str. 146).

Pri uporabi te metode moramo vsa sredstva ustrezno opredeliti in ugotoviti njihovo akumulirano tržno vrednost, zato je potrebno vsako posamezno vrsto sredstev na aktivnem delu bilance ustrezno ceniti. Cenilci vsako od vrst sredstev posebej ocenijo in za njo uporabijo primerno tehniko. Seštevek vrednosti vseh sredstev predstavlja tržno vrednost sredstev podjetja, seštevek vrednosti vseh obveznosti podjetja pa predstavlja tržno vrednost obveznosti podjetja. Z razliko med obema vrednostma dobimo tržno vrednost lastniškega kapitala podjetja (Rojko, 2008, str. 11).

1.3 Na tržnih primerjavah zasnovan način

Tudi če vrednotimo podjetje s pomočjo tržnih primerjav, lahko uporabimo različne prijeme (Praznik, 2004, str. 40):

- metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi,
- metoda primerljivih kupoprodaj podjetij,³
- postopki uporabe različnih tržnih mnogokratnikov.⁴

Vrednotenje na podlagi tržne primerljivosti izvedemo tako, da na trgu poiščemo podjetje, ki je po dejavnosti in značilnostih podobno podjetju, katerega želimo ovrednotiti. Zelo pomembno je, da izberemo podjetja, ki imajo podobne notranje in zunanje dejavnike tveganja. Čim boljša je primerljivost izbranih podjetij, manj jih rabimo zajeti v vzorec. Pomembna je tudi izbira drugih značilnosti primerljivih podjetij, kot so trg, proizvodi in storitve, geografsko območje delovanja, velikost in drugi primerljivi podatki (Praznik, 2004, str. 85).

Kadar računamo mnogokratnike primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, upoštevamo tržno vrednost delnice, ki je podana na dan vrednotenja. Če primerljiva podjetja na enak način obračunavajo amortizacijo in imajo podobno strukturo kapitala, računamo vrednost podjetja s pomočjo mnogokratnika tržna cena delnice/donos na delnico (angl. *price/earnings ratio* – *P/E*) (Rojko, 2008, str. 11).

Če primerljiva podjetja ne kotirajo na borzi, lahko uporabimo metodo primerljivih kupoprodaj podjetij, ki temelji na enakih osnovah kot metoda primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij. Tu uporabimo podatke o nakupih oziroma prodajah podjetij. Razpoložljivih podatkov o kupoprodajah podjetij je kljub povečanemu številu prodaj in nakupov še vedno manj kot količina podatkov podjetij, ki so uvrščena na borzi, kar lahko precej oteži delo ocenjevalca. Dosegljivi podatki o podjetjih, katerih delnice kotirajo na borzi, so javno dostopni, pri tistih, katerih delnice ne kotirajo na borzi, pa so podatki večinoma nepopolni in bistveno manj zanesljivi (Praznik, 2004, str. 91-92).

2 PREDSTAVITEV PODJETJA

2.1 Opis in kratka zgodovina podjetja

Podjetje Akrapovič se že od samega začetka ukvarja z izdelavo izpušnih sistemov za širitaktne motorje. Glavna dejavnost podjetja se po Standardni klasifikaciji dejavnosti 2008 uvršča v panogo C 29.320 – Proizvodnja drugih delov in opreme za motorna vozila. Pretežni del realizacije predstavlja prodajo izpušnih sistemov za motocikle (v letu 2007 slabih 97 %), ostalo predstavljajo še kompozitni oziroma sestavljeni izdelki in izpušni sistemi za avtomobile. Sedež podjetja se nahaja v Ivančni Gorici, proizvodni obrati se nahajajo prav tako v Ivančni Gorici, od leta 2007 naprej pa tudi v Kamniku pod Krimom. Na dan 31. 12. 2007 je bilo v podjetju zaposlenih 411 delavcev, kar uvršča podjetje med velika podjetja (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 11).

³ Imenovana tudi metoda primerljivih transakcij.

⁴ Tržni mnogokratnik je tržna vrednost delnice ali celotnega kapitala podjetja, ki jo delimo s kategorijo ocenjevanja (npr. donos na delnico, čisti dobiček itd.).

Začetki podjetja Akrapovič segajo že v leto 1990, ko se je g. Igor Akrapovič odločil, da bo svoje znanje uporabil za izdelavo izpušnih sistemov za štiritaktne motorje. Že od vsega začetka pa je imelo podjetje jasno vizijo: postati vodilni proizvajalec visokotehnoloških izpušnih sistemov za štiritaktne motorje. Da je podjetje uspešno že od samega začetka, lahko pripišemo tudi dirkaški karieri in pripravljanju dirkalnih motociklov g. Akrapoviča pred samo ustanovitvijo podjetja. V tistem času namreč na trgu ni bilo na voljo vrhunskih izpušnih sistemov, ki so za pripravo dirkalnih motociklov ena izmed ključnih komponent. V Tabeli 1 so predstavljeni glavni mejniki razvoja podjetja.

Tabela 1: Glavni mejniki razvoja podjetja od leta 1990 do leta 2009

Leto	Mejniki
1990	Ustanovitev, Igor Akrapovič s.p.
1991	Nakup prvega stroja za krivljenje cevi in zaposlitev prvega delavca.
1992	Nakup dinamometra ⁵ in dozidava delavnice v Ivančni Gorici.
1993	Začetek sodelovanja z ekipo Kawasaki. Kot prvi na svetu predstavijo trgu nove produkte.
1994	Nakup profesionalnega krivilnega stroja in vetrovnika ⁶ .
1995	Predstavitev nove oblike dušilcev eliptične oblike.
1996	Prvič začnejo z izdelavo izpušnih sistemov za motocikle brez oklepov. Kompletnim izpušnim sistemom se pridružijo Slip-on ⁷ rešitve.
1997	Začetek serijske uporabe titana pri izdelavi izpušnih sistemom.
1998	Nakup novih prostorov, naprave za izdelavo cevi in prvega CNC obdelovalnega stroja.
1999	Sprememba pravnega statusa iz s.p. v d.o.o. Kupijo programsko opremo za 3D modeliranje in več CNC obdelovalnih strojev. Vzpostavijo prvi informacijski sistem in postavijo predstavitevno spletno stran podjetja.
2000	Predstavitev produktne linije Bolt-on ⁷ .
2001	Vstop na trg izpušnih sistemov za terenske motocikle. Začetek sodelovanja s podjetjem KTM. Zaposlitev izvršnega direktorja z namenom preoblikovanja organizacijske oblike iz obrtniške v profesionalno. Predstavitev svojega trženjsko-oblikovalskega oddelka.
2002	Podjetje postane uradni dobavitelj moštva Kawasaki in Aprilia v razredu moto GP. Udeležitev na največjem sejmu motociklov in motociklistične opreme. Pridobitev novega razvojnega oddelka.

»se nadaljuje«

⁵ Dinamometer je merilna naprava za merjenje moči, navora in drugih lastnosti motorjev.

⁶ Vetrovnik je naprava za merjenje učinkov zračnega upora.

⁷ Slip-on in Bolt-on izpušni sistemi pomenijo zamenjavo samo zadnjega dela izpušnega sistema - glušnika.

»nadaljevanje«

Leto	Mejniki
2003	Izgradnja dodatnih prostorov za potrebe skladiščenja in proizvodnje. Nakup naprave za hydroforming ⁸ . Prevoz dotedanjega dobavitelja komponent iz ogljikovih vlaken.
2004	Začetek uporabe informacijskega sistema SAP. Začetek izdelave izpušnih sistemov za potrebe Formule 1. Vstop na trg izpušnih sistemov za štirikolesnike (ATV in Quad). Lastnik podjetja g. Igor Akrapovič prejme priznanje Podjetnik leta.
2006	Novi direktor postane Marko Adamič.
2007	Pridobitev nove hale. Podjetje začne prodirati na avtomobilski trg. Preoblikovanje v delniško družbo zaprtega tipa, zaposleni v podjetju imajo skupaj 2,6 % vseh delnic. Zaradi potreb tekmovalnih motociklističnih ekip, ki jih sponzorirajo v ZDA, odprejo manjši razvojni center. Izdajati začnejo motociklistično revijo Sharp End. Predstavitev nove grafične podobe oz. logotipa.
2008	Postavitev spletne trgovine z oblačili in dodatki z logotipi podjetja.
2009	Nemška motociklistična revija PS Magazine izbere znamko Akrapovič za najboljšo znamko v kategoriji izpušnih sistemov. Tudi bralci največje evropske motociklistične revije Motorrad jo izberejo za znamko leta.

Vir: K. Kolenc, *Trženjski model visokotehnološkega podjetja: primer podjetja Akrapovič d.o.o., 2004, str. 65.*

2.2 Proizvodnja in prodaja

V podjetju se držijo navodila, da je edina pot do zmage, da si nepremagljiv, neustavljiv in najboljši v vsakem pogledu. Prav zato uporabljajo najboljše materiale, kot so titan, ogljikova vlakna (karbon) in nerjaveče jeklo, saj te omogočajo doseganje izjemnih rezultatov pri visokih mehanskih in temperaturnih obremenitvah. Podjetje želi za svoje kupce le najboljše, zato so začeli leta 2003 proizvode oblikovati s hydroformingom, kar še poveča kakovost produktov. Ker želi podjetje ostati prilagodljivo in neodvisno od zunanjih dobaviteljev ter obdržati 100 % nadzor nad kakovostjo, vse naredijo sami. Prav tako izdelkom poseben čar doda inovativen patentiran *dizajn* dušilca.

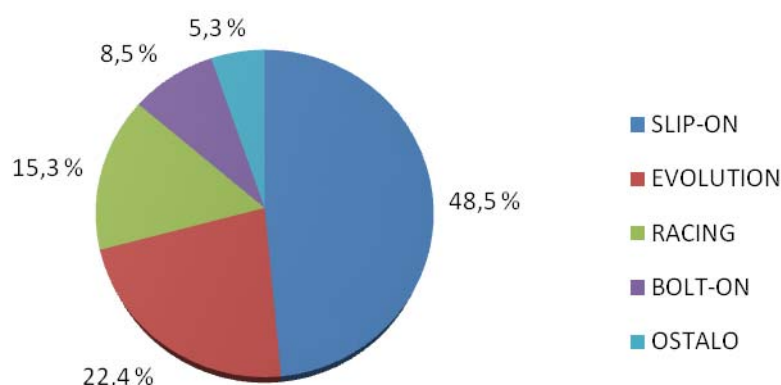
Kot že omenjeno, podjetje izdeluje izpušne sisteme za štiritaktne motorje. Primarno so izdelovali izpušne sisteme le za motocikle, leta 2007 pa jim je uspelo prodreti tudi na avtomobilski trg. Med najbolj znane proizvajalce motociklov, za katere podjetje ponuja izpušne sisteme, zagotovo spadajo Aprilia, Suzuki, Yamaha, Honda, KTM, Ducati in

⁸ Hidroforming je proces preoblikovanja cevi v kovinskih orodjih pod visokim tlakom vode. Tako sam material ne izgubi svoje trdnosti v procesu preoblikovanja, izpušni plini pa tako lahko potujejo v optimalnem toku skozi idealno oblikovane cevi.

Kawasaki. Na področju avtomobilov lahko kupci trenutno kupijo le izpušne sisteme za avtomobile BMW, Porsche in Nissan.

Kupci lahko pri nakupu izbirajo med celotnimi izpušnimi sistemi, kamor spadajo med drugim produkti Evolution, izdelani iz titana, ali pa se odločijo za nakup Bolt-on in Slip-on izdelkov. Za lažjo predstavo, kaj je celotni in delni izpušni sistem, je v Prilogi 1 prikazano slikovno gradivo posameznih izdelkov. V Sliki 1 pa so za leto 2007 prikazani deleži glavnih segmentov prodaje.

Slika 1: Prodajni segmenti za leto 2007



Vir: Letno poročilo 2007.

Kar 70 % prodaje zavzema segment cestnih motociklov, medtem ko se trend prodaje terenskih motorjev predvsem zaradi zaostrene zakonodaje nagiba v zmanjšani obseg. Zaradi tega dejstva je podjetje sprejelo odločitve o ukinitvi programa izpušnih sistemov za štirikolesna motorna kolesa, ker povpraševanje ni doseglo pričakovanih rezultatov. Zaradi pozitivne spremembe zakonodaje o uporabi izpušnih sistemov v cestnem prometu so v podjetju zabeležili tudi strmo naraščajoč trend po homologiranih izvedbah, t.j. izvedbah, ki ustrezajo predpisom za legalno uporabo v cestnem prometu (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 13).

2.3 Trg in kupci

Podjetje je bilo v letu 2007 prisotno v 54-ih državah po vsem svetu, s čemer ocenjujejo 100 % pokritost potencialnega trga. Največji delež (79,9 %) je podjetje ustvarilo na trgih EU, drugi največji trg je predstavljala Severna Amerika (10,2 %), prisotni pa so bili tudi na Bližnjem vzhodu, Afriki, Aziji in Južni Ameriki (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 12).

Znotraj celotne realizacije je bilo 61,8 % poslov izvedenih preko lastne distribucijske mreže zastopnikov v posameznih državah, 38,2 % pa preko OEM partnerjev, tj. proizvajalcev motociklov. Zaradi hitrega razvoja distribucijskih kanalov se predvsem na trgih, kjer prihaja do nezadostne sposobnosti zastopnikov po hitrem sledenju spremembam na trgu, povečuje

potreba po optimizaciji. Ključni elementi nadaljnega razvoja prodajne politike bodo predvsem agencijske prodaje in neposredno trženje (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 12).

2.4 Lastništvo in poslovni cilji

V podjetju so že dalj časa razmišljali, kako bi omogočili in zagotovili nadaljnjo organizirano in nadzorovano rast. Vodstvo podjetja je v soglasju z lastnikom g. Igorjem Akrapovičem sprejelo sklepe, ki naj bi ohranile dolgoročno konkurenčnost podjetja ter izboljšalo učinkovitost poslovanja. Stopnje rasti prodaje, število zaposlenih, osvajanje novih trgov, segmentov in novih tehnologij je zahtevalo konkretne odločitve in ena izmed njih je bila v letu 2007 preoblikovanje podjetja v delniško družbo. Razlog za to niso bili običajni vzroki, kot je npr. potreba po zunanjih investitorjih, edini vzrok je bila želja lastnika, da podjetje pridobi solastnike iz vrst zaposlenih. Lastniška struktura je razporejena tako, da je g. Akrapovič lastnik 97,4 % vseh delnic podjetja, preostalih 2,6 % pa predstavljajo delnice zaposlenih (Mihajlovič, 2007, str. 2).

Poslovni cilji, ki so povezani s tem preoblikovanjem, so naslednji (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 8):

- omogočiti nadaljnjo rast,
- ohraniti dolgoročno konkurenčnost,
- ohraniti in še izboljšati učinkovitost poslovanja,
- prehod v veliko, mednarodno priznano družbo,
- prenesti odgovornost na širši krog zaposlenih.

3 FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA

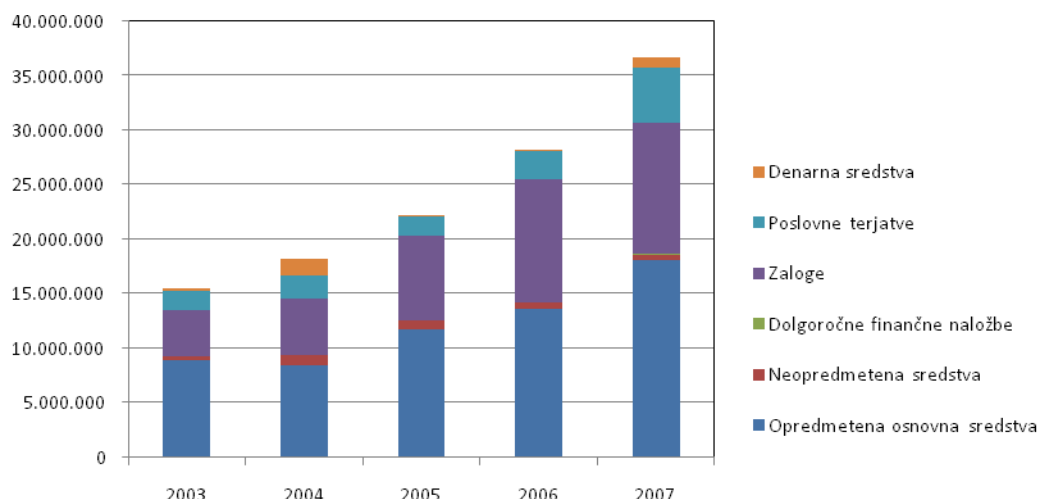
V nadaljevanju bom analizirala finančno poslovanje podjetja v obdobju od leta 2003 do leta 2007. Analiza temelji na revidiranih računovodskih izkazih podjetja, na katere je bilo vsako leto izdano pozitivno revizijsko mnenje. Finančni podatki, na katerih je bila narejena analiza, so prikazani v Prilogah 2 in 3.

3.1 Bilanca stanja

Sredstva

Celotna sredstva so se v proučevanem obdobju vseskozi povečevala, stopnja rasti je znašala 18,93 %. Knjigovodska vrednost celotnih sredstev je v letu 2007 znašala 37.009.909 EUR in se je v primerjavi z letom 2006 povečala za 31,14 %. Največji vpliv na povečanje celotnih sredstev je imelo povečanje opredmetenih osnovnih sredstev zaradi povečanega investiranja v letu 2007 in povečanje poslovnih terjatev. Kot lahko vidimo na Sliki 2 na strani 11, največji delež aktive predstavljajo opredmetena osnovna sredstva in zaloge proizvodov.

Slika 2: Struktura stalnih sredstev v obdobju 2003-2007



Vir: GVIN in lastni izračuni.

Opredmetena osnovna sredstva predstavljajo predvsem zemljišča, zgradbe, proizvodjalne naprave in stroje ter drugo opremo. V letu 2007 so se v primerjavi z letom 2006 na račun povečanega investiranja le-ta povečala za dobrih 33 %. Decembra 2007 je podjetju uspelo realizirati nakup dodatnega zemljišča z vsemi obstoječimi objekti na relaciji Kamnik pod Krimom (obrat Podpeč) za namene širitve proizvodnje cevi in karbonskih izdelkov ter za potrebe končnega skladiščenja gotovih izdelkov in njihove odpreme. Dodatnih 3,8 milijona EUR so namenili za nakup hidravlične stiskalnice, opreme za merjenje in testiranje materialov ter ostalih proizvodnih sredstev in računalniške opreme (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 44).

Dolgoročne finančne naložbe predstavljajo naložbe v deleže družb v skupini Akrapovič. Te predstavljajo ustanovitvene vloške v družbi Akrapovič avtomobilski deli, d.o.o., in Akrapovič kompozitni deli, d.o.o., ter ustanovitveni vložek v zavod. Prvič se pojavijo v letu 2007 in skupno znašajo 21 tisoč EUR (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 51).

Zaloge so se v letu 2007 v primerjavi z letom 2006 povečale za slabih 6 %, to povečanje pa je posledica strateških nakupov surovin med letom. Prav tako se zaloge povečujejo zaradi novih vrst končnih izdelkov (novi motocikli na tržišču), medtem ko se za stare izdelke sestavne dele še vedno drži na zalogi. Največji delež zalog predstavljajo zaloge materiala (47,5 %) in zaloge nedokončane proizvodnje (51,5 %). Večji del zalog materiala predstavljajo trakovi in plošče iz titana in nerjaveče pločevine, ki sta osnovni sestavini za izdelavo izdelkov. Zaloge nedokončane proizvodnje predstavljajo polizdelki, med temi pa se v podjetju pojavljajo cevi lastne proizvodnje, polizdelki za proizvodnjo in polizdelki za prodajo (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 51).

Kratkoročne poslovne terjatve prav tako kažejo trend rasti, le v letu 2006 beležimo manjši padec. Leta 2007 so se poslovne terjatve v primerjavi s predhodnim letom povečale za kar 93,7 %, kar je posledica povečanega obsega prodaje. Ta podatek za podjetje ni zelo

zaskrbljujoč, saj ne beležijo spornih ali dvomljivih terjatev, prav tako pa približno polovica teh predstavlja odprte poslovne terjatve, ki še niso zapadle.

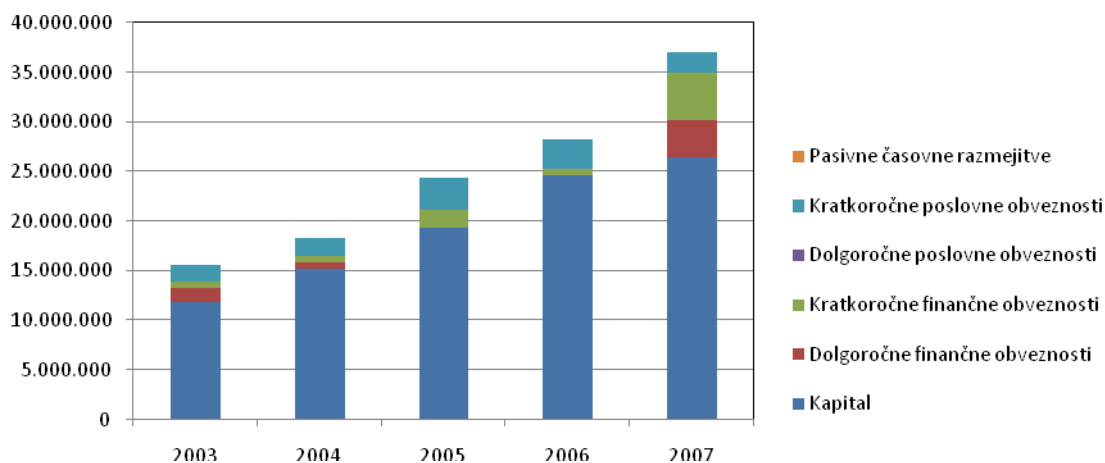
Na dan 31. 12. 2007 je imelo podjetje na transakcijskem računu, odprtem pri NLB, d.d., SKB, d.d. in Volksbank-Ljudska banka, d.d., za 995 tisoč EUR *denarnih sredstev*.

Obveznosti do virov sredstev

Knjigovodska vrednost celotnega kapitala podjetja je na dan 31. 12. 2007 znašala 26.479 tisoč EUR in se je v primerjavi s stanjem na koncu leta 2006 povečala za 7,7 % na račun ustvarjenega dobička. *Kapital* je v letu 2007 v strukturi obveznosti do virov sredstev predstavljal največji delež, in sicer kar 71,5 %.

Podjetje je v letu 2007 pri Volksbank-Ljudski banki najelo posojilo v višini 4.600 tisoč EUR, od tega 920 tisoč EUR predstavlja kratkoročni del posojila. Sredstva posojila so namenjena investicijam v osnovna sredstva podjetja. Glavnice posojila zapadejo v 60-ih enakih mesečnih obrokih, pri čemer zadnji obrok zapade 31. 12. 2012. Obračunane bodo tudi obresti, ki letno znašajo 3-mesečni EURIBOR + 0,65 % letno. *Dolgoročne finančne obveznosti* so konec leta 2007 znašale 3.680 tisoč EUR, kar predstavlja 9,94 % celotnih obveznosti do virov sredstev. Kot vidimo na Sliki 3, v letih 2005 in 2006 dolgoročnih finančnih obveznosti ni bilo, v ostalih letih pa so predstavljale le nizek delež v celotnih obveznostih (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 53-54).

Slika 3: Struktura obveznosti do virov sredstev v obdobju 2003-2007



Vir: GVIN in lastni izračuni.

Kratkoročne finančne obveznosti so v preteklih letih predstavljale poglavitni del financiranja, le v letu 2003 so bile dolgoročne finančne obveznosti večje od kratkoročnih. V letu 2007 so kratkoročne finančne obveznosti znašale 4.860 tisoč EUR in so se v primerjavi s predhodnim letom povečale za kar 643,7 %. Kratkoročne finančne obveznosti v letu 2007 predstavljajo 1 milijon EUR limita pri Volksbank-Ljudski banki in 2.940 tisoč EUR limita pri SKB banki.

Ostalih 920 tisoč EUR predstavlja kratkoročni del posojila, ki sem ga opisala v zgornjem odstavku (Letno poročilo Akrapovič, d.d., 2007, str. 53-54).

Podjetje v preučevanem obdobju ni imelo dolgoročnih poslovnih obveznosti, je pa imelo kratkoročne poslovne obveznosti, ki so v letu 2007 znašale 1.991 tisoč EUR. Kar 79 % vseh kratkoročnih poslovnih obveznosti so v istem letu znašale kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev, največ tistih v Sloveniji. Kot vidimo na Sliki 3, je vrednost kratkoročnih poslovnih obveznosti skozi leta nihala, stopnja rasti v preučevanem obdobju pa je znašala 3,73 %.

3.2 Izkaz poslovnega izida

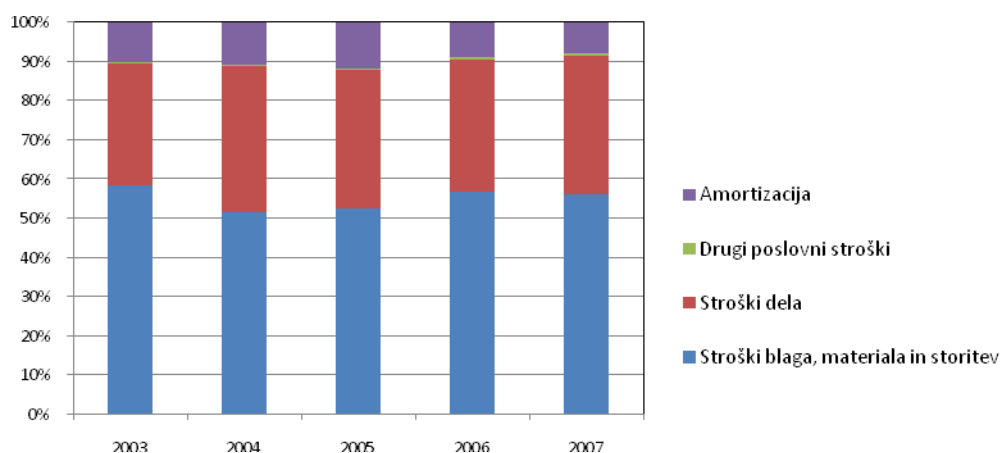
Poslovni prihodki in odhodki

V obravnavanem obdobju so čisti prihodki od prodaje konstantno naraščali, stopnja rasti je znašala 16,97 %. V letu 2007 so čisti prihodki znašali 31.026 tisoč EUR, kar predstavlja 28,3 % rast glede na leto 2006 in presega planirano realizacijo za 14 %.

Zaradi povečane prodaje so se povečevali tudi stroški poslovanja. V letu 2007 so znašali 26.842 tisoč EUR in se glede na predhodno leto povečali za 7.209 tisoč EUR oziroma 36,7 %. Stroški porabljenega materiala so se povečali za 34,5 % oziroma 2.643 tisoč EUR predvsem zaradi rasti repro-materiala. Povečali so se tudi stroški storitev, in sicer za 35,2 %. Zaradi intenzivnega zaposlovanja v letu 2007 so se za 43,7 % povišali tudi stroški dela. V tem letu so namreč na novo zaposlili 123 delavcev, konec leta pa je bil v podjetju zaposlen 401 delavec.

V strukturi poslovnih stroškov so v letu 2007 največji delež predstavljali stroški blaga materiala in storitev (56,1 %), sledijo jim stroški dela (35,5 %) in amortizacija (8 %), drugi poslovni stroški pa predstavljajo 0,4 % vseh skupnih poslovnih stroškov. Na Sliki 4 spodaj si lahko pogledamo, kakšni so bili ti deleži v obdobju 2003-2007.

Slika 4: Struktura poslovnih stroškov v obdobju 2003-2007



Vir: GVIN in lastni izračuni.

Amortizacija je skozi leta nenehno nihala, v letu 2007 pa se je v primerjavi z letom 2006 povišala za 386 tisoč EUR oziroma za 21,8 %. Obračun amortizacije se izvaja po metodi časovno enakomernega amortiziranja, amortizacijske stopnje pa so določene v skladu z davčnimi predpisi in predstavljajo največje davčno dovoljene stopnje.

Tabela 2: Amortizacijske stopnje v letu 2007

Amortizacijske skupine	Stopnja
Neopredmetena osnovna sredstva	20 %, 10 %
Stavbe in deli stavb	3 % - 5 %, 6 %
Oprema	20 % - 33,3 %
Računalniki in računalniška oprema	50 %
Drobni inventar v okviru osnovnih sredstev	20 % - 33,3 %

Vir: Letno poročilo Akrapovič, 2007, str. 44.

Na ravni poslovanja je podjetje skozi vsa leta beležilo pozitiven poslovni rezultat, ki se je v preučevanem obdobju vseskozi povečeval, le v zadnjem letu je padel. V letu 2007 je dobiček iz poslovanja znašal 4.427 tisoč EUR, kar predstavlja 14,1 % vseh prihodkov in se je v primerjavi s predhodnim letom zmanjšal za 2.382 tisoč EUR oziroma za 35 %. V Tabeli 3 si lahko ogledamo nihanje dobička iz poslovanja po letih in spreminjanja ostalih kategorij.

Tabela 3: Dobiček iz poslovanja (EBIT) v obdobju 2003-2007 v EUR

	2003	2004	2005	2006	2007
Čisti prihodki od prodaje	14.170.987	16.930.416	19.601.194	24.182.586	31.025.518
Drugi poslovni prihodki	300	9.314	0	16.899	36.958
Stroški blaga, materiala in storitev	6.791.503	6.669.424	8.174.341	11.155.682	15.049.829
Stroški dela	3.675.475	4.827.643	5.547.164	6.640.840	9.539.607
Amortizacija	1.170.429	1.386.628	1.826.181	1.769.569	2.155.740
Drugi poslovni odhodki	31.132	46.345	78.523	66.903	96.482
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	1.858.297	3.188.783	3.163.245	4.296.364	3.185.558

Vir: GVIN in lastni izračuni.

Finančni prihodki in odhodki

Finančni prihodki so skozi celotno opazovano obdobje nižji od finančnih odhodkov, le v letu 2005 lahko opazimo večje finančne prihodke kot odhodke. To lahko pripišemo obrestim od depozitov (37.615 EUR) in visokim pozitivnim tečajnim razlikam v znesku 221 tisoč EUR. V letu 2007 so finančni prihodki znašali 46 tisoč EUR, finančni odhodki pa 286 tisoč EUR in so bili v primerjavi z letom 2006 višji za 12,7 %.

Čisti dobiček

Čisti dobiček (brez davka iz dobička) je v preučevanem obdobju nenehno nihal, v letu 2004 se je v primerjavi z letom 2003 povišal za visokih 64,4 %. V letu je 2007 znašal 4.313 tisoč

EUR in se je v primerjavi s predhodnim letom zmanjšal za 9,4 %. Čisti dobiček v odstotku od čistih prihodkov je v letu 2007 znašal 13,9 %, skupna rast pa je v obravnavanem obdobju znašala 12 %.

3.3 Analiza kazalnikov

Za preverjanje uspešnosti poslovanja in napovedovanje prihodnjih podatkov je treba izračunati tudi različne kazalnike. Poslovni uspeh, ki ga podjetje doseže, samo po sebi ni dovolj dobro merilo za uspešnost, le-tega je potrebno primerjati z vlaganji, ki so potrebna, da dosežemo ta uspeh.

3.3.1 Obratni kapital

Analiza obratnega kapitala nam pove, kolikšen obseg kapitala je potreben, da lahko z njim financiramo gibljiva sredstva. Obratni kapital je izračunan kot razlika med gibljivimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. V Tabeli 4 je prikazana višina obratnega kapitala v obdobju od 2003 do 2007.

Tabela 4: Gibanje obratnega kapitala v obdobju 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Kratkoročne poslovne terjatve	1.731.893	2.173.732	1.679.457	2.599.841	5.036.934
Zaloge	4.208.626	5.157.861	7.816.998	11.277.554	11.951.721
Kratkoročne finančne naložbe	0	110.702	2.158.367	0	0
Denarna sredstva	299.049	1.443.854	157.395	41.057	994.822
	6.239.568	8.886.149	11.812.217	13.918.453	17.983.477
Kratkoročne finančne obveznosti	657.886	666.783	1.765.665	754.999	4.860.000
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.657.822	1.784.559	3.238.351	2.880.304	1.991.070
	2.315.708	2.451.342	5.004.016	3.635.303	6.851.070
OBRATNI KAPITAL	3.923.950	6.434.807	6.808.202	10.283.150	11.132.407
kot % od prihodkov	27,7 %	38 %	34,7 %	42,5 %	35,8 %

Vir: GVIN in lastni izračuni.

Kot vidimo, je obratni kapital skozi vsa leta pozitiven in strmo narašča. Znesek obratnega kapitala lahko primerjamo z višino čistih prihodkov od prodaje in dobimo ustrezen kazalec, ki nam omogoča ugotoviti potrebno količino obratnega kapitala pri napovedi čistega denarnega toka. Raven obratnega kapitala je v podjetju dovolj velika in nima likvidnostnih težav. Kot delež v čistih prihodkih od prodaje je med leti nihal, v letu 2007 pa se ustalil na slabih 36 %.

3.3.2 Likvidnost

Hitri koeficient nam pokaže, ali je podjetje sposobno poravnati tekoče kratkoročne obveznosti z denarjem, ki ga ima. Priporočena vrednost je okrog 0,5, vendar v praksi le redko katero podjetje dosega to vrednost. Kot vidimo v spodnji tabeli, se je podjetje le v letih 2004 in 2005 približalo tej vrednosti. Kratkoročni koeficient nam pokaže, kakšna je sposobnost podjetja, da poravna svoje kratkoročne obveznosti s kratkoročnimi sredstvi, ki jih ima. Priporočena vrednost znaša 2. Vrednost, manjša od 1,5, kaže na to, da se podjetje nahaja v likvidnostnih težavah. Kratkoročna sredstva izračunamo kot vsoto sredstev za prodajo, zalog, kratkoročnih poslovnih terjatev, kratkoročnih finančnih naložb ter denarnih sredstev. Spodaj vidimo, da je ta kazalnik v vseh letih višji od 2, kar pomeni, da podjetje nima težav s pokrivanjem svojih kratkoročnih obveznosti. V Tabeli 5 si lahko pogledamo, koliko sta znašala hitri in kratkoročni koeficient v obravnavanem obdobju.

Tabela 5: Analiza likvidnosti podjetja v obdobju 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Hitri koeficient	0,13	0,63	0,46	0,04	0,15
Kratkoročni koeficient	2,69	3,63	2,36	3,83	2,62

Vir: GVIN in lastni izračuni.

3.3.3 Zadolženost

S kazalniki stanja financiranja ugotavljamo, s čim se financirajo sredstva in nam kažejo stopnjo finančne neodvisnosti podjetja. Pomembni so, kadar se podjetje odloča o dolgoročni politiki financiranja in za posojilodajalce, saj ti kažejo, kakšno je tveganje glede vračila posojila. Kazalnik zadolžitve nam pove, kolikšen del sredstev je financiranih iz tujih virov. Izračunamo ga kot razmerje med celotnimi obveznostmi (dolgovi) in obveznostmi do virov sredstev.

Tabela 6: Analiza zadolženosti v obdobju 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Kazalnik zadolžitve	12,7 %	7,2 %	7,2 %	2,7 %	23,1 %
Koef. finančnega vzvoda	0,17	0,07	0,07	0,03	0,23

Vir: GVIN in lastni izračuni.

Koeficient finančnega vzvoda meri občutljivost podjetja pri zunanem zadolževanju. Izračunamo ga kot razmerje med dolgom in kapitalom. Večji kot je kazalec, več tujih virov je podjetje uporabilo za financiranje svojih naložb. V Tabeli 6 zgoraj vidimo, da je kazalnik zelo nizek (nižji od 1), kar pomeni, da so naložbe, financirane s tujimi viri, bolj tvegane za lastnike podjetja kot za upnike.

3.3.4 Gospodarnost in dobičkonosnost

Gospodarnost ali ekonomičnost nam pove, koliko enot prihodkov podjetje ustvari na enoto odhodkov. Načelo ekonomičnosti je doseganje čim nižjih stroškov na enoto proizvoda. Gospodarnost je v preučevanem obdobju vseskozi višja od ena, kar pomeni, da je podjetje ustvarilo več prihodkov kot odhodkov. Vrednosti so v preučevanem obdobju nihale, najvišjo vrednost je podjetje doseglo v letu 2004, ko je kazalnik znašal 1,31, kar pomeni, da je imelo podjetje na 1 EUR stroška, 1,31 EUR prihodka. V letu 2007 je bila vrednost najnižja (1,16), kar je posledica močno povišanih materialnih stroškov in stroškov dela.

Dobičkonosnost nam pokaže, kakšno je razmerje med čistim dobičkom in vloženimi sredstvi oziroma vloženim kapitalom. ROE angl. *return on equity* meri donosnost lastniškega kapitala. ROE je v preučevanem obdobju padal, v letu 2003 je znašal 28 %, v letu 2007 pa samo še 13 %. ROA, angl. *return on assets*, meri donosnost sredstev in tudi ta je v preučevanem obdobju padal. V letu 2003 je znašal 23 %, v letu 2007 pa 10 %, kar pomeni, da je podjetje s sredstvi in kapitalom vsako leto manj učinkovito.

4 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA

V okviru na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti sem izbrala metodo diskontiranega denarnega toka. Koncept sloni na dejstvu, da gre za diskontiranje bodočih donosov na sedanjo vrednost, kateremu dodamo še preostalo vrednost. Glavni namen izdelave načrta prostih denarnih tokov za investitorje je, da ugotovimo, kolikšen znesek bi lahko dobili lastniki podjetja brez okrnitve načrtovane prodaje.

4.1 Napoved prihodkov

V poslovnem letu 2008 sem v skladu z napovedjo podjetja napovedala povečanje poslovnih prihodkov za 16 %, do leta 2012 pa se bo ta rast ustalila na približno 9 %. Skupno se bodo poslovni prihodki leta 2012 glede na leto 2008 povečali za 9,3 %, iz 36.032.476 EUR leta 2008 na 56.154.530 EUR leta 2012. Podjetje bo povečano prodajo doseglo predvsem z načrtovano nadaljnjo širitvijo v avtomobilsko industrijo, s povezovanjem z novimi strateškimi partnerji in pa z uvedbo novih proizvodov z uporabo razpoložljive tehnologije. V letu 2007 se je moto in avto segmentu ter kompozitnim izdelkom pridružila še livarska dejavnost (izdelki iz titana), ki bo še dodatno prispevala k rasti prihodkov.

Tabela 7: Napoved prihodkov v obdobju 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Poslovni prihodki	36.032.476	41.257.181	46.620.614	51.282.676	56.154.530
Finančni prihodki	91.940	121.361	179.614	231.702	273.408
Drugi prihodki	20.576	22.017	23.338	24.504	25.485
CELOTNI PRIHODKI	36.144.992	41.400.559	46.823.566	51.538.882	56.453.423

4.2 Napoved odhodkov

Upoštevajoč stanje na globalnem trgu je podjetje sprejelo strategijo ukrepov, s katerimi bo skušalo povečati dodano vrednost in produktivnost. Stroške sem napovedala kot delež prihodkov na podlagi razmerja prejšnjih let, le pri amortizaciji in stroških dela to ni bilo mogoče, saj so ta odvisna od stanja sredstev oziroma novih zaposlitev. Strošek blaga, materiala in storitev je v letu 2004 predstavljal 38,6 % vseh prihodkov, do leta 2007 pa se je povečal za par odstotkov. V preučevanem obdobju je ta delež v povprečju znašal 42 %, zato sem za leto 2008 uporabila isti delež. Z leti naj bi ta delež rahlo naraščal predvsem na račun višjih cen, za leto 2012 sem tako uporabila 46-odstotni delež. Celotna napoved odhodkov je podana v Prilogi 5.

Stroški dela se bodo povečevali v skladu s pričakovanim povečanim obsegom poslovanja, kar posledično zahteva dodatno zaposlovanje delavcev. Podjetje naj bi do leta 2012 zaposlilo dodatnih 150 delavcev, kar bi v letu 2012 skupno pomenilo 495 zaposlenih. Povečati želi predvsem število bolj kvalificiranega kadra, sedanjim zaposlenim pa omogočiti čim več izobraževanja ob delu. Stroški dela bi se tako v letu 2012 glede na leto 2008 povišali za skupno 5,4 % in bi znašali 13.687.262 EUR.

Amortizacija bo v obdobju 2008-2012 naraščala skladno z naraščanjem osnovnih sredstev, v celotnem obdobju pa se bo povečala za 8,6 %. Za prihodnje sem napovedala poslovanje brez večjih investicijskih naložb.

Tabela 8: Napoved odhodkov v obdobju 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Poslovni odhodki	28.178.158	31.921.892	35.701.095	39.370.515	43.357.520
Finančni odhodki	360.146	439.378	522.860	612.746	703.508
Drugi odhodki	13.064	15.155	17.428	19.868	22.450
CELOTNI ODHODKI	28.551.368	32.376.425	36.241.383	40.002.129	44.083.478

4.3 Ocena diskontne stopnje

Druga faza metode diskontiranega denarnega toka je opredelitev ustrezne diskontne mere. Z njo diskontiramo prosti denarni tok, ki pripada lastnikom in upnikom podjetja. Podjetja se lahko financirajo z različnimi vrstami kapitala, ki imajo različno zahtevano stopnjo donosa zaradi različne tveganosti. Lahko bi rekli, da je diskontna mera oportunitetni strošek, ki je enak pričakovanemu donosu alternativnih naložb, ki imajo približno enako stopnjo tveganja kot obravnavana naložba. Ko se investitor racionalno odloča o dveh alternativnih naložbah, bo izbral tisto, ki mu prinaša večji donos. Da bi se odločil za naložbo z višjim tveganjem, bo zato zahteval višji donos. Za diskontno mero bom uporabila tehtano povprečje stroškov kapitala, ki zahteva ločen izračun lastniškega in dolžniškega kapitala (Brigham & Daves, 2004, str. 296-297). WACC izračunamo po enačbi (5):

$$WACC = w_d * r_d (1-T) + w_s * r_s \quad (5)$$

kjer je:

w_d utež dolga,

w_s utež lastniškega kapitala,

r_d strošek dolga,

r_s strošek lastniškega kapitala,

T davčna stopnja.

Razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom je bilo v preučevanem obdobju vseskozi približno enako, zato bom pri izračunih v utežeh strukture financiranja uporabila razmerje iz preteklosti oziroma iz leta 2007, ko je utež dolga znašala 28,5 % in utež lastniškega kapitala 71,5 %.

Strošek dolga je potrebno prilagoditi za davčno stopnjo, le-ta pa ima na strošek dolga ugoden učinek. Obresti so namreč odbitna postavka od davčne osnove in znižujejo davčno breme podjetja. Do dolžniškega kapitala podjetje pride bodisi z najemom kredita, bodisi z izdajo obveznic ali drugih dolžniških papirjev (Berk, Lončarski & Zajc, 2002, str. 81-83). Strošek dolga prikazuje obrestno mero, po kateri se podjetje zadolžuje v prihodnosti, zato bi bilo napačno upoštevati pretekle obrestne mere. Strošek dolga bom sestavila iz tveganega in netveganega dela dolga. Za netvegani del bom uporabila trimesečno obveznico ECB, ki je osnova za bančne kredite. Na dan ocenjevanja znaša temeljna obrestna mera za evro območje (EURIBOR) 4,87 %, ki ji prištejemo še deželno tveganje za Slovenijo, ki je po podatkih Damodarana v decembru 2007 znašala 0,75 %. Ko upoštevamo še davke, znaša skupni strošek dolga 4,49 %.

Strošek lastniškega kapitala temelji na razširjenem CAPM modelu, ki pravi, da je zahtevana donosnost dolgoročnih naložb enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za tveganje, ki ji dodamo še prilagoditev za državno tveganje in tveganje za velikost (Brigham & Daves, 2004, str. 88). Strošek lastniškega kapitala je izračunan na sledeči način (6):

$$r_s = r_f + (r_m - r_f) * \beta + \text{dodatek za deželno tveganje} + \text{dodatek za velikost} \quad (6)$$

kjer je:

r_f netvegana stopnja donosa,

$r_m - r_f$ pribitek za kapitalsko tveganje,

β mera za obseg sistematičnega tveganja.

Netvegana stopnja donosa običajno temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic, saj pri njih obstaja najnižje tveganje. Ker v Sloveniji še ni potrebnih podatkov za daljše obdobje (10, 20 let), lahko uporabimo podatke za ameriški trg vrednostnih papirjev. Netvegana stopnja donosa je izračunana na podlagi povprečja donosnosti ameriških državnih obveznic v obdobju od leta 1928 do leta 2007 in znaša 5,26 %.

Pribitek za kapitalno tveganje predstavlja oportunitetni strošek, ki ga ima investitor, če se odloči, da namesto v obveznice investira v lastniške finančne instrumente oziroma je presežek donosa nad netvegano stopnjo donosa, ki ga trg priznava investitorjem za tveganje na lastniški kapital. Pribitek za kapitalno tveganje je izračunan kot razlika med slovenskimi evroobveznicami in nemškimi obveznicami ter znaša 5,7 %.

Koeficient beta izraža relativno tveganje naložbe, kar predstavlja negotovost realizacije bodočih donosov, ki učinkuje na vsa podjetja v gospodarstvu enako in se mu posamezni investitor ne more izogniti, tudi če dizezificira svoj portfelj naložb. Če beta zavzema vrednost od 0 do 1 je naložba podpovprečno tvegana, če pa je vrednost bete višja od 1, je naložba v lastniški kapital bolj tvegana kot povprečno podjetje. 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) (Brigham & Daves, 2004, str. 505). Beta koeficient za zadolženo podjetje sem izračunala s pomočjo Hamadove formule (7):

$$\beta_{L,i} = \beta_{U,i} * (1 + (1 - T) * D/E) \quad (7)$$

Podjetje Akrapovič spada v panogo proizvodnje drugih delov in opreme za motorna vozila. Podatke o beti nezadolženega podjetja sem pridobila na internetni strani Damodaran.com, za najbolj primerljivo panogo pa sem vzela »Auto Parts and Equipment«. Beta brez zadolženosti za podjetja v tej panogi znaša 0,59, razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom pa za leto 2007 znaša 0,398. Beta v našem primeru tako znaša 0,74, kar predstavlja podpovprečno tveganje.

Za bolj natančno oceno stroškov lastniškega kapitala sem osnovnemu modelu CAPM prištela še premijo za deželno tveganje za Slovenijo, ki znaša, kot že omenjeno, 0,75 in premijo za majhnost v vrednosti 2 %.

Izračun stroška lastniškega kapitala po formuli (6) je sledeč:

$$r_s = 5,26 \% + 5,7 \% * 0,74 + 0,75 + 2 \% = 12,2 \%$$

Končni izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala – WACC po formuli (5):

$$WACC = 28,5 \% * 4,49 \% (1 - 0,23) + 71,5 \% * 12,2 \% = 9,7 \%$$

4.4 Napoved prostega denarnega toka in vrednosti trajnega kapitala

Denarni tok lahko izračunamo na več načinov. Za namen ocenjevanja vrednosti bom uporabila slednjega:

Dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo (NOPAT)
+ Amortizacija
- Investicije v obratni kapital
- Investicije v stalna sredstva

= Skupaj prosti denarni tok

Ko opredelimo prihodnje proste denarne tokove in ustrezno diskontno stopnjo, lahko izračunamo sedanjo vrednost prostega denarnega toka v določenem časovnem obdobju na podlagi enačb (1) in (2), ki so bile predstavljene v poglavju 1.1.1. Projekcije prostega denarnega toka so izdelane za obdobje 2008-2012, vendar predpostavljam, da bo podjetje poslovalo tudi po letu 2012. Preostala vrednost denarnega toka predstavlja sedanjo vrednost vseh prihodnjih denarnih tokov, ki jih bo podjetje doseglo po letu 2012. Sedanji vrednosti celotnega kapitala bom odštela še dolg na dan 31. 12. 2007 in tako dobila vrednost trajnega kapitala.

Kot izhodišče pri izdelavi projekcij sem uporabila izkaze poslovnega izida in bilance stanja za podjetje za preteklih pet let poslovanja. Za podjetje sem dolgoročno načrtovala visok denarni tok, ki ga bo podjetje namenjalo za pokrivanje kreditov in širjenje proizvodnje. Podjetje se bo še naprej posvečalo razvijanju novih in kakovostnejših izdelkov, še razširilo svoj trg in razvijalo nove produkte za druge proizvajalce motociklov in avtomobilov.

V Tabeli 9 spodaj je prikazan izračun obratnega kapitala in investicij v obratni kapital po letih, prikazana pa so tudi napovedana stalna sredstva in investicije v stalna sredstva. Vsi podatki so vzeti iz napovedane bilance stanja za obdobje 2008-2012, ki je prikazana v Prilogi 4.

Tabela 9: Izračun investicij v obratni kapital in stalna sredstva v obdobju 2007-2012 v tisoč EUR

	2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012
Kratkoročna sredstva	17.984	21.940	25.889	30.031	34.235	36.630
Kratkoročne obveznosti	6.851	7.947	8.424	9.014	9.555	10.032
Obratni kapital	11.134	13.993	17.465	21.017	24.680	26.599
Investicije v obratni kapital	849	2.860	3.472	3.553	3.664	1.919
Stalna sredstva	19.024	21.307	23.012	25.083	27.089	28.715
Investicije v stalna sredstva	4.732	2.283	1.705	2.071	2.007	1.625

Investicije v obratni kapital sem izračunala tako, da sem za vsako leto iz postavk bilance stanja izračunala razliko med začetnimi in končnimi gibljivimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. V zgornji tabeli je prikazan tudi plan investicij v stalna sredstva. V letu 2007 so stalna sredstva znašala 19.024 tisoč EUR, leto poprej pa 14.292 tisoč EUR, kar pomeni, da so investicije v stalna sredstva znašala 4.732 tisoč EUR, kar je precej več kot prejšnja leta.

Razlog za močno povečane naložbe v stalna sredstva v letu 2007 je v pridobitvi novih objektov (*testirnica* in livarna), dodatnih zemljišč in nakupu več strojev in naprav. Po tem letu sem predvidela umiritev investicijske aktivnosti.

V Tabeli 10 spodaj je predstavljen izračun prostega denarnega toka za obdobje 2007-2012, s pomočjo diskontne stopnje in stopnje rasti pa je izračunana še sedanja vrednost denarnega toka v prihodnosti.

Tabela 10: Izračun prostega denarnega toka in sedanje vrednosti za obdobje 2007-2012 v tisoč EUR

	2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012
EBIT	4.221	7.854	9.335	10.920	11.912	12.797
Davek	804	1.806	2.147	2.511	2.740	2.943
NOPAT	3.417	6.048	7.188	8.408	9.172	9.854
Amortizacija	2.156	2.425	2.716	3.015	3.332	3.665
Investicije v obratni kapital	849	2.860	3.472	3.553	3.664	1.919
Investicije v stalna sredstva	4.732	2.283	1.705	2.071	2.007	1.625
Prosti denarni tok NDT	-9	3.330	4.727	5.799	6.834	9.974
WACC		9,7 %	9,7 %	9,7 %	9,7 %	9,7 %
Sedanja vrednost prostega denarnega toka		3.035	3.928	4.392	4.717	6.276

Za izračun davka sem uporabila splošno davčno stopnjo, ki je po podatkih Davčnega urada Republike Slovenije za leto 2007 znašala 23 %, v letu 2008 22 %, v letu 2009 21 % in od leta 2010 naprej 20 %.

Končni izračun vrednosti trajnega kapitala je prikazan v Tabeli 11.

Tabela 11: Izračun trajnega kapitala na dan 31. 12. 2007

Sedanja vrednost denarnih tokov (2008-2012)	22.347.418	
Preostala vrednost	70.868.679	
Dolgoročna rast NDT		1,5 %
Dolgoročni WACC		9,7 %
Sedanja vrednost trajnega kapitala		93.216.097
Dolg (31. 12. 2007)		10.531.070
Ocenjena vrednost trajnega kapitala		82.685.027

Na podlagi preteklega poslovanja, ocene poslovanja v prihodnosti in uporabe metode diskontiranih denarnih tokov, ocenjujem, da vrednost trajnega kapitala na dan 31. 12. 2007 znaša 82.685.027 EUR. Zaradi uporabe zgolj javno dostopnih podatkov bi se lahko ta vrednost razlikovala od vrednosti, ki bi jo lahko pridobila na podlagi bolj oprijemljivih podatkov, pridobljenih s strani podjetja.

4.5 Analiza občutljivosti

V prejšnjem poglavju so bile predstavljene posamezne sestavine za izračun vrednosti trajnega kapitala v okviru osnovnega scenarija. Vsaka sprememba pomembnih spremenljivk, kot sta diskontna stopnja in stopnja rasti, vodi v drugačno oceno trajnega kapitala podjetja. Analiza občutljivosti tako ni nič drugega kot ocena rezultatov v razmerah, ko se predpostavke izračuna spreminjajo. Spreminjamo samo dve spremenljivki, vrednosti ostalih spremenljivk pa ostajajo nespremenjene (Tajnikar, Bršičič, Bukvič & Ponikvar, 2004, str. 33).

V osnovnem scenariju znaša v napovedanem obdobju 2008-2012 stopnja rasti denarnega toka 1,5 %, diskontna stopnja pa 9,7 %. V okviru analize občutljivosti spreminjamo prvo spremenljivko v razmiku med 1 % in 3 %, drugo spremenljivko pa v razmiku med 8,5 % in 10,5 %. V Tabeli 12 so prikazani izračuni analize občutljivosti trajnega kapitala.

Tabela 12: Analiza občutljivosti ocene trajnega kapitala v tisoč EUR

		WACC			
		10,5 %	9,7 %	9 %	8,5 %
rast	1 %	63.994	78.146	87.390	94.990
	1,5 %	73.233	82.685	93.024	101.579
	2 %	77.040	87.491	98.967	108.597
	3 %	81.492	93.136	106.090	117.101

Na podlagi analize občutljivosti in uporabe metode diskontiranega denarnega toka ocenjujem vrednost trajnega kapitala na dan 31. 12. 2007 v razmiku med 63.994 tisoč EUR in 117.101 tisoč EUR.

SKLEP

Lahko bi rekli, da je ocenjevanje trajnega kapitala v podjetju zelo zahtevno opravilo, ki je odvisno od dobre napovedi prihodnjega poslovanja. Bolj kot smo pri napovedi uspešni, večja je verjetnost, da se približamo realnemu končnemu rezultatu. Kot že omenjeno, je vrednost podjetja v veliki meri odvisna tudi od tega, kdo se za vrednotenje odloča oziroma kdo je naročnik le-tega. Prav tako se pri vrednotenju pojavlja subjektivni faktor, saj vsak ocenjevalec drugače vidi razvoj podjetja v prihodnosti. Ravno zato je potrebno, da ocenjevalec preudarno, kritično in predvsem v skladu s pričakovanji podjetja opredeli prihodnje poslovanje.

Ocenjevanja vrednosti trajnega kapitala se je možno lotiti na več možnih načinov, vendar je v praksi ena najbolj priznanih in največkrat uporabljenih prav metoda diskontiranih denarnih tokov, ki sem jo uporabila v diplomskem delu. Z natančno napovedjo prihodnjih denarnih tokov in določitve ustrezne diskontne stopnje lahko izračunamo sedanjo vrednost kapitala podjetja. Podjetje Akrapovič je skozi leta obstoja izoblikovalo izjemno prepoznavno blagovno znamko, ki mu prinaša zelo dober položaj na trgu. Blagovna znamka je priljubljena tako pri

tekmovalcih kot tudi pri neprofesionalnih motoristih. Glavni razlog za uspešnost podjetja v proizvodnji tehnološko dovršenih proizvodov je dejstvo, da lahko vsak kupec dobi prav takšne izdelke, kot jih uporabljajo profesionalci. Poleg visoke tehnološke dovršenosti se podjetje lahko pohvali še z visoko pripadnostjo zaposlenih in lastnikovo težnjo po nenehnem izobraževanju in vlaganju v razvoj.

Med izdelavo diplomske naloge sem naletela na nemalo težav in ugotovila, da je za uspešno vrednotenje potrebno dobro poznati in razumeti računovodstvo ter samo poslovanje podjetja. Ravno zato bi morda z uporabo natančno izdelanih planov podjetja ter pogovori z vodilnimi prišla do bolj realne ocene trajnega kapitala. Z natančno analizo preteklega poslovanja in zgoraj navedenimi razlogi za uspešnost sem podjetju v prihodnosti napovedala nadaljnjo rast in ocenila trajni kapital na 82.685.027 EUR. Če to vrednost primerjamo s knjigovodsko vrednostjo trajnega kapitala, ki je na dan 31. 12. 2007 znašala 26.478.839 EUR, vidimo, da je ocenjen trajni kapital za več kot trikrat večji od knjigovodske vrednosti. Višjo vrednost ocenjenega trajnega kapitala lahko pripišemo tudi dejavnikom, ki se jih v samih bilancah ne vidi in jih ne moremo izračunati. Odnosi s kupci, prepoznavnost na trgu, intelektualni kapital in vlaganja v razvoj blagovne znamke so dejavniki, ki višajo vrednost premoženja in so večkrat pomembnejši od številke na papirju.

LITERATURA IN VIRI

1. Akrapovič d.d. (2004). Letno poročilo podjetja Akrapovič d.d. Ivančna Gorica: Akrapovič d.d.
2. Akrapovič d.d. (2005). Letno poročilo podjetja Akrapovič d.d. Ivančna Gorica: Akrapovič d.d.
3. Akrapovič d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Akrapovič d.d. Ivančna Gorica: Akrapovič d.d.
4. Akrapovič d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Akrapovič d.d. Ivančna Gorica: Akrapovič d.d.
5. *Akrapovič, d.d.* Najdeno 25. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.akrapovic.com/>.
6. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate financial management*. (8th ed.) Ohio: South Western.
8. Časar, Č. (2009). *Teoretični in praktični izzivi ocenjevanja vrednosti podjetij*. (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. Damodaran, A. (2000a). *Approaches to valuation*. Najdeno 11. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch2.pdf>.
10. Damodaran, A. (2000b). *Introduction to valuation*. Najdeno 12. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch1.pdf>.
11. Damodaran, A. (2008). *What is risk free rate? A Search for the Basic Building Block*. New York University: Stern School of Business.
12. *Davek o dohodku pravnih oseb. Davčni urad Republike Slovenije*. Najdeno 15. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.durs.gov.si/si/davki_predpisi_in_pojasnila/davek_od_dohodkov_pravnih_oseb_pojasnila/splosno/.
13. *Euribor*. Najdeno 14. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.euribor.org/html/content/euribor_data_previousyears.html.
14. *Finančni podatki podjetja Akrapovič, d.d.* Najdeno 23. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com>
15. Fishman, J. E., Pratt, S. P. & Griffith, J. C. (2002). *Guide to business valuation*. (12th Ed.). Fort Worth: Practitioners Publishing Company.
16. Kolenc, K. (2005). *Trženjski model visokotehnološkega podjetja: primer podjetja Akrapovič, d.o.o.* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta
17. Koletnik, F. (1992). *Koliko je vredno podjetje: teoretični in praktični vidiki vrednotenja podjetij*. Ljubljana: Zveza računovodskih in finančnih delavcev Slovenije.
18. *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti*. (8. izdaja). 2007.
19. Mihajlovič, N. (2007, 15. oktober). *Akrapovič bo zaposlene motiviral z delnicami*. Finance, str. 2.
20. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
21. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.

22. *Risk Premiums for Other Markets in Europe*. Najdeno 12. avgusta 2009 na spletnem naslovu
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html.
23. Rojko, L. (2008). *Vrednotenje podjetja GL*. (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. *Standardna klasifikacija dejavnosti 2008*. Najdeno 28. julija 2009 na spletnem naslovu
<http://www.stat.si/klasje/tabela.aspx?cvn=4978>.
25. Tajnikar, M. (2000). *Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih*. (2. izdaja). Portorož: Visoka šola za podjetništvo.
26. Tajnikar, M., Brščič, B., Bukvič, V. & Ponikvar, N. (2004). *Upravljalna ekonomika z vajami*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. *Unlevered Beta*. Najdeno 11. avgusta 2009 na spletnem naslovu
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Prodajni segmenti v letu 2007	1
Priloga 2: Bilanca stanja v obdobju 2003-2007	2
Priloga 3: Izkaz poslovnega izida v obdobju 2003-2007	3
Priloga 4: Bilanca stanja v obdobju 2003-2012	4
Priloga 5: Izkaz poslovnega izida v obdobju 2003-2012	5

Priloga 1: Prodajni segmenti v letu 2007

Linija **Bolt-On**:



Linija **Slip-On**:



Linija **Racing**:



Linija **Evolution**:



Priloga 2: Bilanca stanja v obdobju 2003-2007

Leta	2003	2004	2005	2006	2007	Rast 2003-2007
A. Stalna sredstva	9.316.373 €	9.433.089 €	12.583.673 €	14.291.992 €	19.024.275 €	15,35 %
Neopredmetena dolgoročna sredstva	360.336 €	930.213 €	806.313 €	638.837 €	559.217 €	9,19 %
Opredmetena osnovna sredstva	8.956.037 €	8.502.876 €	11.777.360 €	13.653.155 €	18.175.078 €	15,21 %
Dolgoročne finančne naložbe	0 €	0 €	0 €	0 €	289.980 €	100,00 %
B. Gibljava sredstva	6.239.568 €	8.886.149 €	11.812.217 €	13.918.453 €	17.983.477 €	23,58 %
Zaloge	4.208.626 €	5.157.861 €	7.816.998 €	11.277.554 €	11.951.721 €	23,21 %
Poslovne terjatve	1.731.893 €	2.173.732 €	1.679.457 €	2.599.842 €	5.036.934 €	23,80 %
Kratkoročne finančne naložbe	0 €	110.702 €	2.158.367 €	0 €	0 €	0,00 %
Denarna sredstva	299.049 €	1.443.854 €	157.395 €	41.057 €	994.822 €	27,17 %
Aktivne časovne razmejitve	215 €	1.122 €	3.515 €	12.022 €	2.157 €	58,59 %
C. Sredstva skupaj	15.556.156 €	18.320.360 €	24.399.405 €	28.222.467 €	37.009.909 €	18,93 %
A. Kapital	11.923.860 €	15.219.331 €	19.395.389 €	24.587.164 €	26.478.839 €	17,30 %
B. Dolgoročne rezervacije	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0,00 %
C. Finančne in poslovne obveznosti	3.632.295 €	3.101.029 €	5.004.016 €	3.635.303 €	10.531.070 €	23,73 %
1. Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	1.316.587 €	649.687 €	0 €	0 €	3.680.000 €	22,82 %
Dolgoročne finančne obveznosti	1.316.587 €	649.687 €	0 €	0 €	3.680.000 €	22,82 %
Dolgoročne poslovne obveznosti	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0,00 %
2. Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	2.315.708 €	2.451.342 €	5.004.016 €	3.635.303 €	6.851.070 €	24,23 %
Kratkoročne finančne obveznosti	657.886 €	666.783 €	1.765.664 €	754.999 €	4.860.000 €	49,18 %
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.657.822 €	1.784.559 €	3.238.352 €	2.880.304 €	1.991.070 €	3,73 %
Pasivne časovne razmejitve	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0,00 %
D. Obveznosti do virov sredstev	15.556.155 €	18.320.360 €	24.399.405 €	28.222.467 €	37.009.909 €	18,93 %

Priloga 3: Izkaz poslovnega izida v obdobju 2003-2007

Leta	2003	2004	2005	2006	2007	Rast 2003- 2007
Čisti prihodki od prodaje	14.170.987 €	16.930.416,0 €	19.601.194,0 €	24.182.586,0 €	31.025.518,0 €	16,97 %
Drugi poslovni prihodki	300 €	9.314,0 €	0,0 €	16.899,0 €	36.958,0 €	161,89 %
Stroški blaga materiala in storitev	6.791.502 €	6.669.424,0 €	8.174.341,0 €	11.155.682,0 €	15.049.829,0 €	17,25 %
Stroški dela	3.675.475 €	4.827.643,0 €	5.547.164,0 €	6.640.840,0 €	9.539.607,0 €	21,02 %
Drugi poslovni odhodki	31.132 €	46.345,0 €	78.523,0 €	66.903,0 €	96.482,0 €	25,39 %
Amortizacija	1.170.429 €	1.386.628,0 €	1.826.181,0 €	1.769.569,0 €	2.155.740,0 €	12,99 %
Poslovni prihodki	14.171.287 €	16.939.730,0	19.601.194,0	24.199.485,0	31.062.476,0	16,99 %
Poslovni odhodki	11.668.538 €	12.930.040,0	15.626.209,0	19.632.994,0	26.841.658,0	18,13 %
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	2.502.749 €	4.009.690,0 €	3.974.985,0 €	4.566.491,0 €	4.220.818,0 €	11,02 %
Finančni prihodki	69.293 €	73.743,0 €	258.780,0 €	110.646,0 €	46.201,0 €	-7,79 %
Finančni odhodki	101.242 €	137.481,0 €	125.841,0 €	253.701,0 €	285.830,0 €	23,07 %
Drugi prihodki	3.560 €	105,0 €	3.752,0 €	22.337,0 €	19.052,0 €	39,86 %
Drugi odhodki	13.242 €	360,0 €	1.385,0 €	346,0 €	11.166,0 €	-3,35 %
Celotni prihodki	14.244.140 €	17.013.578,0 €	19.863.726,0 €	24.332.468,0 €	31.127.729,0 €	16,92 %
Celotni odhodki	11.783.022 €	13.067.881,0 €	15.753.435,0 €	19.887.041,0 €	27.138.654,0 €	18,16%
Davek	602.821 €	756.914,0 €	947.046,0 €	149.063,0 €	803.517,0 €	5,92 %
Čisti poslovni izid	1.858.297 €	3.188.783,0 €	3.163.245,0 €	4.296.364,0 €	3.185.558,0 €	11,38 %

Priloga 4: Bilanca stanja v obdobju 2003-2012

BILANCA STANJA	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
A. Dolgoročna sredstva	9.316	9.433	12.583	14.292	19.024	21.307	23.012	25.083	27.089	28.715
Neopredmetena dolgoročna sredstva	360	930	806	639	559	696	823	957	1.078	1.164
Opredmetena osnovna sredstva	8.956	8.503	11.777	13.653	18.175	20.356	21.984	23.963	25.880	27.433
Dolgoročne finančne naložbe	0	0	0	0	290	255	204	163	131	118
B. Kratkoročna sredstva	6.240	8.886	11.812	13.918	17.984	21.221	23.130	24.981	26.729	28.333
Zaloge	4.209	5.158	7.817	11.277	11.952	14.103	15.373	16.602	17.848	18.919
Poslovne terjatve	1.732	2.174	1.680	2.600	5.037	5.944	6.479	6.997	7.522	7.973
Kratkoročne finančne naložbe	0	110	2.158	0	0	149	233	315	272	332
Denarna sredstva	299	1.444	157	41	995	1.025	1.045	1.066	1.088	1.109
Aktivne časovne razmejitev	0	1	4	12	2	0	0	0	0	0
C. Sredstva skupaj	15.556	18.320	24.399	28.222	37.010	42.528	46.141	50.064	53.818	57.047
A. Kapital	11.924	15.219	19.395	24.587	26.479	30.186	34.110	38.033	42.217	46.438
B. Finančne in poslovne obveznosti	3.632	3.101	5.004	3.635	10.531	12.342	12.031	12.031	11.602	10.609
1. Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	1.316	649	0	0	3.680	4.395	3.607	3.017	2.046	575
Dolgoročne finančne obveznosti	1.316	649	0	0	3.680	4.395	3.607	3.017	2.046	575
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	2.316	2.452	5.004	3.635	6.851	7.947	8.424	9.014	9.556	10.034
Kratkoročne finančne obveznosti	658	667	1.766	755	4.860	5.638	5.976	6.394	6.779	7.118
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.658	1.785	3.238	2.880	1.991	2.310	2.448	2.620	2.777	2.916
Pasivne časovne razmejitev	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. Obveznosti do virov sredstev	15.556	18.320	24.399	28.222	37.010	42.528	46.141	50.064	53.818	57.047

Priloga 5: Izkaz poslovnega izida v obdobju 2003-2012

POSLOVNI IZID	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Čisti prihodki od prodaje	14.171	16.931	19.601	24.183	31.026	35.990	41.209	46.566	51.222	56.089
Drugi poslovni prihodki	0	9	0	17	37	42	48	55	61	66
Stroški blaga materiala in storitev	6.792	6.669	8.174	11.156	15.050	15.134	17.740	20.513	23.078	25.831
Stroški dela	3.675	4.828	5.547	6.641	9.540	10.507	11.337	12.028	12.802	13.687
Drugi poslovni odhodki	31	46	79	67	96	112	128	145	159	174
Amortizacija	1.170	1.387	1.826	1.770	2.156	2.425	2.716	3.015	3.332	3.665
Poslovni prihodki	14.171	16.940	19.601	24.200	31.063	36.032	41.257	46.621	51.283	56.155
Poslovni odhodki	11.668	12.930	15.626	19.634	26.842	28.178	31.921	35.701	39.371	43.358
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	2.503	4.010	3.975	4.566	4.221	7.854	9.335	10.920	11.912	12.797
Finančni prihodki	69	74	259	111	46	92	121	180	232	273
Finančni odhodki	101	137	126	254	286	360	439	523	612	704
Drugi prihodki	4	0	4	22	19	21	22	23	25	25
Drugi odhodki	13	0	1	0	11	13	15	17	20	22
Celotni prihodki	14.244	17.014	19.864	24.332	31.128	36.145	41.401	46.824	51.539	56.453
Celotni odhodki	11.783	13.068	15.753	19.887	27.139	28.551	32.376	36.241	40.002	44.083
Davek	603	757	947	149	804	1.806	2.147	2.511	2.740	2.943
Čisti poslovni izid	1.858	3.189	3.163	4.296	3.186	5.787	6.877	8.072	8.797	9.426