

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
VREDNOTENJE ZA POTREBE NAKUPA IZBRANEGA
PODJETJA

LJUBLJANA, DECEMBER 2007

BOJAN BRATKOVIČ

IZJAVA

Študent **Bojan Bratkovič** izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **prof. dr. Aleša Vahčiča**, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih pravicah in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

KAZALO

1. UVOD.....	1
1.1. PROBLEMATIKA MAGISTRSKEGA DELA.....	1
1.2. NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA.....	3
1.3. METODE DE LA.....	3
2. OPREDELITEV VREDNOTENJA PODJETJA.....	5
2.1. SPREMENLJIVKE, KI VPLIVAJO NA VREDNOST PODJETJA.....	9
2.3. TRADICIONALNI RAČUNOVODSKI VIDIK VREDNOTENJA PODJETJA	12
2.2.1. Kritika tradicionalnega računovodskega modela.....	16
2.4. MODERNI FINANČNI VIDIK VREDNOTENJA PODJETIJ.....	18
2.4.1. Način tržnih primerjav	19
2.4.2. Na sredstvih zasnovan način	20
2.4.3. Na donosu zasnovan način	20
2.4.4.1. Model diskontiranja denarnih tokov (DCF).....	21
2.4.4.1.1. Denarni tok podjetja	22
2.4.4.1.2. Donosnost vloženega kapitala (ROIC).....	24
2.4.4.1.3. Določitev diskontnega faktorja	26
2.4.4.1.3.1. Določitev stroškov navadnega kapitala.....	27
2.4.4.1.3.1.1. Določanje stopnje donosa netvegane naložbe.....	29
2.4.4.1.3.1.2. Določanje tržne premije za tveganje	29
2.4.4.1.3.4. Določitev sistematičnega tveganja	30
2.4.4.1.3.5. Pribitki in odbitki	30
2.4.4.1.4. Izračun končne vrednosti	31
2.4.4.1.5. Postopek izračuna in razlaga dobljene vrednosti	32
2.4.4.2. Model ekonomske dodane vrednosti (EVA).....	35
2.4.4.2.1. Postopek izračuna vrednosti podjetja z modelom EVA.....	37
3. VREDNOTENJE PODJETJA ALFA s. p.....	38
3.1. PREDSTAVITEV PODJETJA ALFA s. p.	38
3.1.1. Opis panoge gostinstva in konkurence podjetja.....	40
3.1.2. Načrt upravljanja s podjetjem po prevzemu.....	43

3.1.3. Kupoprodajna pogodba z lastnikom.....	45
3.1.4. Omejitve, pri določanju ocene vrednosti podjetja.....	47
3.2. RAČUNOVODSKI VIDIK VREDNOTENJA.....	48
3.2.1. Aktiva bilance stanja.....	49
3.2.2. Pasiva bilance stanja.....	51
3.2.3. Analiza prihodkov.....	52
3.2.4. Analiza odhodkov.....	53
3.2.5. Analiza poslovanja podjetja s kazalniki.....	54
3.2.5.1. Kazalniki investiranja.....	55
3.2.5.2. Kazalniki financiranja.....	56
3.2.5.3. Kazalniki plačilne sposobnosti.....	57
3.2.5.4. Kazalniki obračanja.....	58
3.2.5.5. Kazalniki dni vezave.....	59
3.2.5.6. Kazalniki gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti.....	60
3.2.6. Zaključek na podlagi analize računovodskih izkazov in kazalnikov poslovanja...	62
3.3. IZRAČUN OCENE VREDNOSTI PODJETJA NA PODLAGI METODE DISKONTIRANJA DENARNIH TOKOV (DCF).....	63
3.3.1. Analiza preteklega poslovanja.....	64
3.3.2. Napoved prihodnjega poslovanja.....	69
3.3.3. Izračun diskontnega faktorja preko WACC modela.....	73
3.3.3.1. Strošek dolgoročnega dolga.....	74
3.3.3.2. Strošek navadnega kapitala.....	74
3.3.4. Ocena končne vrednosti podjetja.....	78
3.3.5. Vrednost podjetja Alfa s.p. na podlagi DCF modela.....	78
3.4. VREDNOST PODJETJA NA PODLAGI MODELA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI (EVA).....	79
3.5. SKLEP O VREDNOSTI PODJETJA NA PODLAGI PONDERIRANE VREDNOSTI UPORABLJENIH METOD VREDNOTENJA.....	81
4. SKLEP.....	81
5. LITERATURA IN VIRI.....	84
LITERATURA.....	84
VIRI.....	86
SLOVAR.....	1

1. UVOD

1.1. PROBLEMATIKA MAGISTRSKEGA DELA

Dandanes, ko se sprašujemo kaj početi v življenju ter katere možnosti imamo, pridemo vedno znova do zaključka, da je samostojna pot kot samostojni podjetnik ali družba z omejeno odgovornostjo zelo dobra rešitev.

Posameznik se lahko odloči za samostojno pot v podjetniških vodah na dva načina, lahko se odloči, da bo poizkušal odkriti tržno nišo in na podlagi nje ustanoviti lastno podjetje, lahko pa odkupi že obstoječe podjetje, ki je na trgu že uveljavljeno in ga lastnik prodaja iz določenega razloga, ali pa ga je na to misel privedla dobra odkupna ponudba. Prve možnosti v tej nalogi ne bom obravnaval. Osredotočil se bom na drugo možnost samozaposlitve, ki se mi zdi v tem trenutku zame privlačnejša in glede na razmere realnejša. Seveda pa moraš za slednje posedovati določena znanja iz vrednotenja podjetij, da lahko prepoznaš dobre priložnosti in jih ustrezno ovrednotiš, poznati moraš torej metode vrednotenja podjetij. Določanje vrednosti podjetja bo tudi tema moje magistrske naloge, saj bom na podlagi računovodske analize poslovanja in na podlagi metode diskontiranja denarnih tokov in metode ekonomske dodane vrednosti poskušal postaviti vrednost izbranega konkretnega malega slovenskega podjetja, ki ga bomo za potrebe naloge imenovali Alfa s.p.

Za takšno temo sem se odločil, ker je slovensko gospodarstvo vedno bolj dinamično in odprto ter ker postaja vedno bolj dovzetno za drugod po svetu (predvsem ZDA) že običajne procese, kot so prodaja in nakup podjetja. Verjamem, da bodo slovenski podjetniki sčasoma postajali vedno bolj podobni podjetnikom v ZDA ter, da bo vedno manj podjetništva, kjer podjetnik ustanovi in vodi podjetje do upokojitve in, da se bo pojavilo veliko podjetnikov, kateri se bodo specializirali za ustanavljanje podjetij, katera bodo v določeni točki prodali in se osredotočili na nov podjetniški izziv. Takim podjetnikom ne bo izziv voditi rastočega oz. že utirjenega podjetja ampak samo uresničevati poslovne ideje.

Podjetja potencialno primerna za vrednotenje so lahko tudi podjetja katerih lastniki so v poznih srednjih letih, ki bi radi poželi kapitalski dobiček takoj in nato uživali v sadovih svojega dela, ali pa podjetja v težavah za katera smo prepričani, da imajo tolikšne notranje rezerve (nap. zaradi slabega vodenja), da se jih splača odkupiti in konsolidirati. Veliko

podjetnikov vsakodnevno propade ali zaide v finančne težave, takšna podjetja so za nas zelo dobra priložnost, so pa seveda tudi bolj tvegana, in tudi naša analiza mora biti usmerjena v odkrivanje vzrokov za težave podjetja in ali bomo mi sposobni to spremeniti, izboljšati poslovanje in doseči takšen denarni tok, da bo naša investicija varna in uspešna.

Vlaganje v znanje iz vrednotenja podjetij je odlična naložba, ker živimo v času, ko k nam prodira vedno več podjetniškega duha, ko podjetniški duh postaja vedno bolj pomemben in prepoznaven ter, ker podjetništvo takšno ali drugačno lahko pomeni možnost za uspeh v življenju.

Seveda pa moramo tisti, ki čakamo na takšne priložnosti, posedovati znanja, ki nam bodo omogočala takšne podjetniške priložnosti prepoznati ter jih ustrezno ovrednotiti tako, da se bomo za dobre poslovne priložnosti lažje in uspešno odločali ter, da bomo seveda te priložnosti znali tudi ustrezno predstavili lastnikom kapitala (banke, tvegani kapitalisti) od katerih bomo pridobivali ustrezen kapital za odkup določenega podjetja, da bodi tudi oni enako prepričani v poslovno priložnost kot mi sami.

Med znanji, potrebnimi za ustrezno vrednotenje podjetij, moramo tako posedovati znanja iz računovodstva, s katerim bomo lahko opravili ustrezno analizo računovodskih izkazov (bilance stanja, izkaza uspeha, izkaza finančnih tokov in izkaza denarnih tokov) na podlagi česar bomo lahko ugotovili sestavo in kakovost sredstev in obveznosti do virov sredstev ter spoznali vrste, sestavo ter gibanje prihodkov in odhodkov, izbranega vrednotenega podjetja. Nadalje bomo lahko na podlagi računovodskega znanja opravili analizo poslovanja, s pomočjo iz računovodskih izkazov izvedenih kazalnikov poslovanja, s katerimi bomo ustrezno analizirati preteklo poslovanje podjetja ter, tako pridobili podatke o stabilnosti in donosnosti podjetja ter smeri nadaljnjega razvoja podjetja in ali je ocenjevano podjetje sploh primerno za prehod v fazo vrednotenja v kateri bomo s pomočjo modernih finančnih metod vrednotenja vrednosti podjetij, določili pošteno nakupno vrednost podjetja, ki bo nato podlaga za pogajanja s lastnikom vrednotenega podjetja.

1.2. NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Namen magistrske naloge je torej s pomočjo domače in tuje strokovne literature (knjig, člankov in prispevkov) s področja računovodstva, analize poslovanja in vrednotenja podjetij poglobiti znanje potrebno za izvajanje vrednotenja podjetij ter na praktičnem primeru prikazati ta znanja ter izračunati in določiti pošteno vrednost izbranega slovenskega podjetja.

Cilj magistrskega dela, je z uporabo strokovno analitičnega dela ter z uporabo med študijem pridobljenih strokovnih znanj na osnovi dveh sodobnih finančnih konceptov vrednotenja podjetij, modela DCF (ang. Discounted Cash Flow) ter modela EVA (ang. Economic Value Added) določiti pošteno nakupno vrednost podjetja Alfa s.p., ki predstavlja našo potencialno nakupno »tarčo«. Izračunana ocenjena vrednost podjetja bo predstavljala osnovo za naše nadaljnje poslovno odločanje, ali se bomo odločili za pogajanja z lastnikom o odkupu podjetja ter, za predstavitev poslovne priložnosti lastnikom kapitala pri katerih bi pridobili finančna sredstva potrebna za nakup ocenjevanega podjetja.

1.3. METODE DELA

Teoretični del magistrskega dela temelji na uporabi večih znanstvenih metod proučevanja. Osnovna uporabljena metoda bo splošna raziskovalna metoda spoznavnega procesa, s pomočjo katere bodo zbrana dejstva, podatki in informacije o posameznih opredelitvah, pojavih in procesih vrednotenja podjetij. Metoda spoznavnega procesa bo preko metode deskripcije, ki obsega splošno opisovanje in opredeljevanje pojmov nadgrajena s širšim procesom spoznavanja. Metoda deskripcije dobi večjo vrednost, v kolikor so pojavi tudi pojasnjeni, zato bo teoretični del magistrske naloge oblikovan na uporabi znanstvene metode kompilacije. Skozi celotno delo pa bo uporabljena metoda sinteze, rezultat katere bo prikaz sintetiziranih vsebin, dobljenih preko procesa spajanja posameznih dejavnikov.

Empirični del magistrskega dela prav tako temelji na uporabi večih raziskovalnih metod. Uporabljena osnovna metoda empirično raziskovalnega dela bo metoda dedukcije, saj bomo spoznanja na podlagi splošnih teoretičnih izhodišč, ugotovljenih v domači in tuji literaturi, uporabili na konkretnem podjetju. Osnovno raziskovalno delo bo dopolnjevala statistična metoda analize primarnega vira podatkov (bilanca stanja, izkaz uspeha) ter bo podprta z metodo kvantitativne analize. Nato bodo na osnovi metode indukcije, metode sinteze, metode

konkretizacije in generalizacije ugotovljeni in postavljeni zaključki posameznih ugotovitev. Vsebinski del bo zaradi jasnosti in preglednosti ključnih ugotovitev podprt z metodo grafičnega prikazovanja empiričnih podatkov.

Magistrsko delo bo sestavljeno iz treh glavnih poglavij v katerih se bodo skozi podpoglavja prepletale obravnavane teme posameznega področja. V uvodnem poglavju bom predstavil obravnavano problematiko in namen magistrskega dela ter vsebinsko zasnovo magistrske naloge. Drugo poglavje pokriva prikaz teoretičnega dela ocenjevanja vrednosti podjetij. Tretje poglavje pa je namenjeno praktični uporabi teoretičnih spoznanj na določanju ocene vrednosti realnega slovenskega podjetja, za katerega bomo uporabljali izmišljeno ime Alfa s.p.

Podrobneje bom predstavil sam pojem vrednotenja in vrednosti podjetja ter namen vrednotenja podjetij, predstavljeni bodo glavni dejavniki, ki vplivajo na vrednotenje podjetij ter posebnosti vrednotenja majhnih podjetij na koncu pa bodo predstavljeni še sami modeli vrednotenja podjetij.

Nadalje bodo predstavljene značilnosti in sama uporabnost računovodskega vrednotenja podjetij, uporabnost ter način uporabe analize računovodskih izkazov (bilance uspeha, izkaza uspeha) ter analiza vrste računovodskih kazalnikov poslovanja, način njihovega izračunavanja njihova informacijska vrednost ter uporaba za uporabnike računovodskih kazalnikov poslovanja.

Prav tako bom pojasnil pomembne pojme povezane s modernima finančnima metodama vrednotenja podjetij DCF in EVA (model diskontiranja denarnih tokov in model ekonomske dodane vrednosti) ter predstavil način izračunavanja potrebnih postavk za izračun končne vrednosti podjetja. Prikazal bom način izračunavanja prostih denarnih tokov (PDT), izračunavanja donosnosti vloženega kapitala (ROIC) ter pojasnil način določanja donosa netvegane naložbe, določanje tržne premije za tveganje ter določanje mere sistematičnega tveganja za potrebe določanja stroška navadnega lastniškega kapitala po metodi CAPM in ostalih potrebnih podatkov za določitev diskontnega faktorja preko modela tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC).

Vse prikazano bom uporabil na praktičnem primeru saj bom pridobljena znanja uporabil za postavitev vrednosti podjetja ALFA s.p. Najprej bom predstavil obravnavano podjetje ter

analiziral njegovo notranje in zunanje okolje, z namenom spoznavanja podjetja in okolja v katerem podjetje deluje ter ugotavljal priložnosti, prednosti, nevarnosti ter slabosti podjetja.

Nadalje bom izračunal oceno vrednosti podjetja s pomočjo metode diskontiranja denarnih tokov (DCF) in metode ekonomske dodane vrednosti (EVA). Ter na koncu o vrednosti podjetja podal zaključek na podlagi izračunane ponderirane vrednosti obeh uporabljenih modelov.

Struktura poglavij je prilagojena osnovnemu cilju magistrske naloge, upošteva problematiko in namen dela ter skozi poglavja razvija odgovor na postavljeno vprašanje, kolikšna je ocenjena nakupna vrednost obravnavanega slovenskega podjetja.

Pri izdelavi magistrskega dela, se bom opiral na dostopno literaturo objavljeno v knjigah, člankih in prispevkih, domačih in tujih avtorjev, ki teoretično in praktično obravnavajo tematiko merjenja uspešnosti poslovanja podjetij na podlagi tradicionalnih in sodobnih finančnih konceptov. Poleg strokovne literature bom pri snovanju magistrske naloge uporabil tudi lastna znanja pridobljena med študijem v okviru magistrskega programa.

2. OPREDELITEV VREDNOTENJA PODJETJA

Ko začnemo kot posameznik ali družba razmišljati o prevzemu ali združitvi z drugim podjetjem, je vprašanje do katerega vedno pridemo, koliko je izbrano podjetje sploh vredno. Odgovor na to pa lahko dobimo le z procesom vrednotenja podjetja, pri katerem z uporabo podatkov iz preteklosti, sedanjosti in načrtovane prihodnosti ugotovljamo pošteno tržno vrednost podjetja. Podjetja na borzi imajo vrednost določeno s ceno njihovih delnic, večji problem pa je določanje pošteno vrednosti majhnih podjetij, kot je naše. Pred vrednotenjem podjetja je potrebno najprej določiti namen vrednotenja, saj različni nameni privedejo do različnih rezultatov. Tako podjetja največkrat vrednotimo iz naložbenih razlogov, lahko pa vrednotimo podjetje še zaradi: (Pratt, 1993, str. 38) nakupa ali prodaje deleža ali celotnega podjetja, pridobitve novega vira financiranja, izdaje delnic, prevzema ali pripojitve družbe, notranjega odkupa podjetja s strani zaposlenih, ocenitve premoženja posameznika, odškodninskih tožb ter vstopa delnic na borzo. Z postopkom vrednotenja spoznamo kako trg

kapitala vrednoti ocenjevano podjetje, kar je prvi korak k povečevanju vrednosti podjetja in vrednosti za lastnika ter nam pomaga pri načrtovanju prihodnjih aktivnosti.

Za potrebe prej naštetih aktivnosti z vrednotenjem podjetja ugotovimo vrednost podjetja, ki pa se ustvarja samo tedaj, ko so donosi na investiran kapital večji kot so bili stroški pridobivanja kapitala. Pojem vrednosti podjetja lahko opredelimo kot (Škof, 1994, str. 25), sedanjo vrednost bodočih dobičkov podjetja, na katere pa vplivajo v največji meri naslednji dejavniki (Maček, 1993, str. 5):

- pričakovana višina denarnih donosov;
- časovna razporeditev teh denarnih donosov;
- ter tveganje, da denarni donosi ne bodo enaki pričakovanim.

Na samo vrednost podjetja, ki ga vrednotimo pa zraven namena vrednotenja v veliki meri vpliva tudi odločitev o deležu podjetja, ki je predmet cenitve. Saj imamo nap. z manjšim deležem tudi manjši vpliv na odločanje v podjetju. Na končno vrednost ocenjevanega podjetja pa pomembneje vplivajo še subjektivne značilnosti ocenjevalca, izbrana metode ocenjevanja, dejavnost oz. panoga v kateri podjetje deluje, velikost podjetja, ter mikroekonomski in makroekonomski dejavniki v okolju podjetja.

Pri vrednotenju podjetij pa moramo upoštevati tudi razlike v velikosti, organiziranosti in delovanju med manjšimi in večjimi podjetji, ki nujno zahtevajo izbiro kriterijev, ki so ustrezni in prirejeni za vrednotenje manjših podjetij. Tako pri manjših podjetjih odpade predvsem teorija o principalu in agentu, ki govori o razmerju med lastniki in upravo podjetja. V manjših podjetjih ti dve funkciji zaseda ponavadi isti oseba, običajno ustanovitelj podjetja, zato tudi ne pride do delitve tveganja kot v velikih podjetjih med upravo in lastniki kapitala, saj lastnik podjetja sam najbolje ve koliko je pripravljen tvegati in katere cilje zasleduje (doseganje maksimalnega dobička, maksimalne prodaje, maksimalnega tržnega deleža ali samo doseganje zadovoljivih prihodkov za lastno preživetje). Zraven že omenjenega dejavnika o principalu in agentu, pa poznamo še naslednje dejavnike, ki pomembneje vplivajo na razlike v vrednotenju med malimi in velikimi podjetji (Pratt, 1993, str 60):

- zakonsko predpisane manjše računovodske zahteve za manjša podjetja;
- pri malih podjetjih imamo na razpolago manj podatkov o preteklem poslovanju;
- majhna podjetja so ponavadi prodana ali kupljena iz različnih razlogov (smrt lastnika, upokožitev lastnika in ne nujno iz finančnih oz. naložbenih razlogov kot je to v navadi pri velikih podjetjih);
- razlike v prikazovanju končnega dobička, tako se v majhnih podjetjih iz davčnih razlogov prikazuje čim manjši dobiček, v nasprotju s velikimi podjetji, kjer pa uprava prikazuje čim večji dobiček predvsem zaradi nagrajevanja uspešnosti uprave s strani lastnikov podjetja;
- enostavnejša struktura kapitala pri manjših podjetjih, saj imajo ta običajno le osnovni kapital in ne uporabljajo dolgoročnih rezervacij, prenesenih dobičkov itd.

Za ugotavljanje vrednosti podjetja imamo na razpolago več metod vrednotenja, od preprostih do zelo zahtevnih. Katera metoda je za podjetje najprimernejša, pa je odvisno od namena vrednotenja, količine podatkov s katero razpolagamo in časa, ki je na voljo. Na splošno pa metode vrednotenja delimo na tradicionalne računovodske ter moderne finančne metode.

Z tradicionalnimi računovodskimi metodami, računovodsko presojamo uspešnost poslovanja podjetja, daje se izraziti pomen računovodsko ugotovljenemu dobičku ter računovodskim kazalcem uspeha. Računovodski model predpostavlja, da je vrednost podjetja odvisna od kombinacije čistega dobička, rasti čistega dobička ter donosa na lastniški kapital. Osnovne mere uspešnosti, ki se v tem modelu uporabljajo pa so vezane na te kategorije. To so na primer rast prodaje, rast dobička ali iz računovodskih podatkov izvedeni kazalniki uspešnosti, kot so: dobičkonosnost sredstev (ang. Return on Assets - ROA), dobičkovnost prodaje (ang. Return on Sale - ROS) ali dobičkonosnost lastniškega kapitala (ang. Return on Equity - ROE). Tradicionalne računovodske metode so primerne predvsem takrat, ko želimo ugotoviti likvidacijsko vrednost podjetja. Ker niso posebej zahtevne, jim nekateri pravijo, da so "bolj za čez palec". Če je likvidacijska vrednost večja od vrednosti ugotovljene vrednosti z modernimi finančnimi pristopi vrednotenja, gre podjetju hudo narobe saj to pomeni, da so njegove nepremičnine vredne več kot sam posel. Pri tradicionalni računovodski metodi vrednotenja torej knjigovodsko vrednost stalnih in gibljivih sredstev podjetja prilagodimo tržni vrednosti, ki bi jih ocenjevana sredstva dosegla, če bi jih podjetje prodalo na trgu.

Na drugi strani pa imamo na razpolago modernejše finančne metode, s katerimi skušamo ugotoviti vrednost podjetja, ki posluje v neskončnost (going concern value). Pri modernih finančnih metodah je v ospredju denarni tok, ki ga ustvarja podjetje, temeljni cilj poslovanja, ki ga zasleduje podjetje pa mora biti povečevanje vrednosti podjetja za lastnike. Takšna opredelitev cilja poslovanja podjetja pa je skupaj s Fisherjevim konceptom NPV (neto present value) omogočila izdelavo modelov vpliva poslovnih odločitev na vrednost podjetja oziroma na vrednost za lastnika. Moderne finančne metode predpostavljajo, da investitorje zanimata zgolj dve stvari: denarni tok, ki ga bo podjetje generiralo ter tveganje tega denarnega toka (Ehrbar, 1998, str. 70).

V tem smislu je tradicionalen računovodski model vrednotenja orientiran v analiziranje podatkov preteklega obdobja, moderni finančni modeli pa se ukvarjajo s prihodnostjo, to je z denarnim tokom, ki ga bo podjetje realiziralo v prihodnjih obdobjih. Moderni finančni modeli pri izračunu dobička upoštevajo stroške celotnega kapitala, torej lastniškega in dolžniškega, medtem, ko tradicionalni računovodski model upošteva le stroške dolžniškega kapitala. Bistvena razlika med modeloma pa je tudi v opredelitvi dobička, namenjenega lastnikom podjetja, saj se tradicionalni računovodski model osredotoča na preostali dobiček, ki je na voljo za rezidualne terjatve lastnikov preden le ti realizirajo kakršenkoli donos, poimenovan je kot računovodski dobiček, čisti dobiček ali dobiček. Moderni finančni modeli pa se osredinjajo na dobiček, ki je na voljo lastnikom po tem, ko so le ti že realizirali zahtevan donos, pri čemer se po morebitni razdelitvi tega dobička položaj podjetja v smislu vrednosti sredstev ne sme poslabšati v primerjavi s predhodnim obdobjem (Dilon, Owers, 1997, str. 34).

Poznamo kar nekaj metod vrednotenja podjetij, njihov izbor pa je odvisen od namena vrednotenja in vrste podjetja. V nadaljevanju je povzeta ena od možnih klasifikacij metod, kjer so pristopi razdeljeni v sedem skupin (Pratt, 1998, str. 56):

1. sedanja vrednost prihodnjih donosov:
 - sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov;
 - sedanja vrednost prihodnjih dobičkov.

2. kapitalizacija dobičkovne moči:
 - kapitalizacija normaliziranih dobičkov;
 - kapitalizacija normaliziranih denarnih tokov.

3. metoda presežnih donosov:
 - ekonomska dodana vrednost.

4. indikatorji trenutne tržne vrednosti:
 - cena na dobiček;
 - cena na tekoči denarni tok;
 - cena na tekoči prihodek;
 - cena na delnico.

5. pristopi, ki izključujejo vpliv zadolženosti:
 - TVIK (tržna vrednost investiranega kapitala) na dobiček;
 - TVIK na denarni tok;
 - TVIK na prihodek;
 - TVIK na realno aktivo

6. metoda izračuna vrednosti premoženja podjetja;
7. metode, ki temeljijo na izračunu vrednosti na podlagi preteklih poslovnih dogodkov.

2.1. SPREMENLJIVKE, KI VPLIVAJO NA VREDNOST PODJETJA

Če gledamo na vrednost podjetja z vidika koristi, ki nam jih bo v prihodnosti prinašalo njegovo poslovanje, se moramo najprej vprašati na kakšen način lahko te koristi nastajajo. Le-te lahko nastajajo preko prihodkov oz. denarnega toka, ki jih podjetje ustvari s tekočim poslovanjem, z investiranjem, odprodajo deležev ali likvidacijo. Spremenljivke, ki kvantificirajo našete vire koristi, so:

Dobiček:

Pri določanju vrednosti podjetja je pomembna nedvoumna definicija dobička, s katero se morajo strinjati vse vpletene strani. Ponavadi pri vrednotenju izhajamo iz temeljne definicije dobička, ki pravi, da je dobiček enak presežku prihodkov nad odhodki. Čim večji je dobiček na enoto vloženega kapitala v podjetju tem večja je vrednost podjetja in koristi lastnikov.

Denarni tok:

Denarni tok predstavlja z vidika vrednotenja podjetja eno pomembnejših primarnih spremenljivk, saj nastopa kot osnova za ugotavljanje vrednosti podjetja. Za razliko od drugih primarnih spremenljivk ga lahko izračunavamo na različne načine kar pomeni, da lahko vključuje oz. izključuje določene spremenljivke, ki so (ne)primerne za konkretno vrednotenje. Po preprosti definiciji je razvidno, da je denarni tok vsota dobička in amortizacije. Denarni tok kaže moč gospodarske družbe v smislu prosto razpoložljivih denarnih sredstev, investicijske sposobnosti gospodarske družbe ter sposobnost družbe za odplačilo posojil in zagotavljanje plačilne sposobnosti. Vpliv denarnega toka se izraža podobno kot pri dobičku, saj velja večji je denarni tok, večja je vrednost podjetja. Razlika je predvsem v tem, da je denarni tok realnejša postavka saj dopušča precej manj manipuliranja kot dobiček.

Prihodki:

Prihodki predstavljajo dinamično kategorijo v izkazu uspeha in so primerni pri vrednotenju predvsem, če gre za vrednotenje za potrebe prodaje ali združevanja, in sicer predvsem za storitvena podjetja. Vsekakor pa njihova empirična vrednost zaostaja za dobičkom oz. denarnim tokom, kar pomeni, da imajo podjetja z višjim dobičkom oz. denarnim tokom večjo vrednost pri enakem prihodku.

Sredstva podjetja:

V bilanci stanja sredstva predstavljajo aktivo podjetja. Ta je sestavljena iz stalnih sredstev in gibljivih sredstev. Stalna sredstva so sestavljena iz neopredmetenih dolgoročnih sredstev, opredmetenih osnovnih sredstev, dolgoročnih finančnih naložb in popravka kapitala. Gibljiva sredstva pa so sestavljena iz zalog, dolgoročnih terjatev iz poslovanja, kratkoročnih finančnih naložb, denarnih sredstev in aktivnih časovnih razmejitev. Vse skupaj predstavlja premoženje podjetja, ki nastane kot posledica investicijskih odločitev v podjetju. To premoženje predstavlja osnovo za vrednotenje za tista podjetja, ki so v postopku likvidacije oz. stečaja.

Stroški kapitala:

Kapital sestavljajo dolgoročni in trajni viri sredstev. Povezava stroškov kapitala z viri nam pove kakšna je njihova zahtevana donosnost. Pri vrednotenju in investicijskih odločitvah nas zanima predvsem kakšna bo cena kapitala v bodoče, in ne kakšna je bila v preteklosti. K tej ugotovitvi nam pomaga ocena stroškov kapitala, katera mora biti konsistentna s pristopom vrednotenja. Pri oceni stroškov kapitala moramo upoštevati:

- ocena stroškov kapitala mora upoštevati tehtano povprečje stroškov vseh sestavin kapitala, tako dolžniških kot lastniških, glede na to, da denarni tok predstavlja denar namenjen vsem, ki so kapital zagotovili;
- ocena stroškov kapitala mora biti določena po odbitju davkov, ker se na ta način oceni tudi prosti denarni tok;
- ker je prosti denarni tok izražen nominalno, mora biti takšna tudi obrestna mera, ki jo uporabimo pri njegovi oceni, t.j. sestavljena iz realne obrestne mere ob upoštevanju inflacije;
- ocena stroškov kapitala mora biti korigirana za sistematično tveganje, ki ga je vsak naložbenik prevzel nase z naložbo;
- pri izračunu vseh finančnih elementov moramo uporabiti uteži (ponderje), dobljene na osnovi tržnih vrednosti. Razlog je v tem, da tržne vrednosti odsevajo pravo terjatev, česar ne bi mogli reči za knjigovodske vrednosti;
- upoštevati je treba, da se ocene stroškov kapitala v obdobju zaradi faktorjev kot so inflacija, sistematično tveganje, struktura kapitala spreminjajo.

Tveganje in donosnost:

V finančni teoriji je praktično nemogoče ločeno obravnavati tveganje in donosnost, zato sta tudi v tem delu obravnavana skupaj. Donosnost je v odstotkih izraženo razmerje, med zaslužkom kot posledico nekega vložka ali investicije in zneskom, ki smo ga vložili v naložbo (Mramor, 1993, str. 74-76). O tveganju pa govorimo takrat, ko ne vemo kakšna bo situacija v prihodnosti oz. povedano drugače: tveganje pomeni verjetnost, da bodo donosi v prihodnosti različni od pričakovanih.

Poznamo dve vrsti tveganja:

- nesistematično tveganje, je tveganje, ki se mu s razpršitvijo portfelja lahko izognemo ter izhaja iz notranje uspešnosti poslovanja podjetij, panoge dejavnosti itd.;
- sistematično tveganje, je tveganje, ki se mu z razpršitvijo portfelja ne moremo izogniti ter predstavlja splošno tveganje na trgu, ki izhaja iz splošnih svetovnih gospodarskih trendov.

S pojmom tveganja pa je močno povezan tudi investitorjev odnos do tveganja, ki se lahko kaže na tri načine (Prohaska, 1994, str. 42):

- investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni (zahtevajo pri visokem tveganju visoke stopnje donosa);
- investitorji, ki so nagnjeni k tveganju (so pripravljene veliko tvegati, tudi ob pričakovanih nizkih donosih);
- osebe, ki so do tveganja nevtralne (kar pomeni, da se ukvarjajo le z maksimalnim pričakovanim donosom).

2.3. TRADICIONALNI RAČUNOVODSKI VIDIK VREDNOTENJA PODJETJA

Pri tradicionalnem računovodskem modelu vrednotenja podjetja se poslužujemo računovodskih izkazov poslovanja podjetja, predvsem bilance stanja, izkaza uspeha, izkaza finančnih tokov in izkaza denarnih tokov podjetja po posameznih poslovnih letih ter na podlagi računovodskih podatkov navedenih v teh izkazih izvedenih kazalnikov uspešnosti poslovanja. Tako lahko vsak posamezni računovodski podatek povežemo z drugim računovodskim podatkom na enega izmed treh načinov (Valentinčič, 1999, str. 2):

1. Vodoravno analizo (ang. horizontal analysis), v kateri primerjamo podatek z istovrstnim podatkom iz preteklega obdobja. Primerjava nam pokaže, kako se je določeni računovodski podatek spreminjal glede na preteklo obdobje, pri čemer običajno podatke izrazimo z indeksi (relativno število, ki izraža razmerje med istovrstnima velikostma), namesto z osnovnimi številkami. Poleg tega, da ugotavljamo kako se je določena kategorija spreminjala, lahko analiziramo tudi vzroke za te spremembe. Taki analizi pravimo analiza trenda (ang. trend analysis). Iz gibanja določenega računovodskega podatka ali kazalca lahko sklepamo, kaj se dogaja s podjetjem.

2. Navpično analizo (ang. vertical analysis), kjer vsako postavko iz izkaza stanja izrazimo kot odstotek bilančne vsote ali kot stopnjo udeležbe (relativno število, ki izraža razmerje med dvema istovrstnima velikostma, od katerih se prva nanaša na del in druga na celoto istega pojava) in vsako postavko iz izkaza uspeha izrazimo kot odstotek od celotnih prihodkov ali čistega dobička.

3. Analiza kazalnikov poslovanja oziroma koeficientov (ang. ratio analysis), ki jih izračunamo tako, da med seboj primerjamo dve postavki iz izkaza stanja, dve postavki iz izkaza uspeha ali pa eno postavko iz izkaza stanja z drugo postavko iz izkaza uspeha tako, da dobimo koeficient, ki je relativno število, ki izraža razmerje med raznovrstnima velikostma, ki sta med seboj primerljivi.

Računovodske kazalnike so začeli uporabljati kot sredstvo analize kratkoročne kreditne sposobnosti, ob koncu 19. stoletja (Giacomino, Mielke, 1993, str. 55). Od takrat so teoretiki in analitiki razvili mnoge kazalnike namenjene različnim uporabnikom. V praksi je izračunavanje računovodskih kazalnikov zelo pogost analitični postopek, saj je v računovodskih izkazih na voljo zelo veliko podatkov. Ker pa je vsak podatek, sam po sebi neinformativen, ga moramo primerjati s kakim drugim podatkom, da bi ga lahko kvalitativno ovrednotili. Prav tako pa tudi samo izračunavanje in povezovanje kazalnikov samo po sebi ne zadošča. Iz primerjav kazalnikov so namreč razvidne spremembe na koncu poslovnega obdobja, niso pa razvidni razlogi za te spremembe. Vedno pa moramo na koncu izračuna računovodskega kazalnika še oceniti primernost njegove višine. Do neke mere zadoščajo temu namenu medsebojne primerjave kazalnikov (Duhovnik, 2002, str. 176):

- z normativnimi ali načrtovanimi vrednostmi;
- istega podjetja v različnih obračunskih obdobjih, (obstaja nevarnost, da analitik spregleda določene izjemne vplive in spremembe, ki so vplivale na izračunano velikost kazalnikov. Potrebno je torej, kazalnike opazovati v več zaporednih obračunskih obdobjih, ker tovrstno opazovanje precej izravna izjemne vplive in spremembe v posameznih obdobjih);
- različnih podjetij znotraj iste vrste industrije, (primerjava kazalnikov različnih podjetij je učinkovita, če uporabnik primerja kazalnike večjega števila podjetij in s tem ugotavlja pozitivna in negativna odstopanja od povprečja. Pri primerjavah mora

analitik upoštevati strukturne razlike med podjetji, ki vplivajo na sestavo proizvodnje in stanje na trgu).

Računovodsko analizo podatkov o poslovanju lahko delimo tudi na statično in dinamično analizo. Statična analiza, se ukvarja z različnimi stanji v poslovanju, ki so vezana na čisto določen časovni trenutek. Pri statični analizi gre predvsem za ugotavljanje slik trenutnega stanja oziroma za izdelovanje različnih prerezov stanj sredstev (osnovnih, obratnih, finančnih naložb), obveznosti do virov sredstev ter zaposlenih. Medtem, ko imamo pri dinamični analizi opraviti z analiziranjem tokov v okviru podjetja v določenem času. Predmet analize bodo prihodki, odhodki, poslovni izid, denarni tokovi, obseg prodaje v nekem obdobju. Tako je vsaka celovita računovodska analiza poslovanja splet statične in dinamične analize, ki se v okviru posameznih faz močno prepletata.

Med najpomembnejše tradicionalne računovodske kazalnike štejemo:

- dobiček na delnico – EPS;
- dobičkonosnost navadnega kapitala – ROE;
- dobičkonosnost investicij – ROI;
- donosnost sredstev – ROA.

Tradicionalni način presojanja uspešnosti s kazalniki poslovanja temelji na računovodskih kazalnikih izračunanih iz postavk v računovodskih izkazih. Računovodski kazalniki se grupirajo glede na izhodišče v bilanci stanja in izkazu uspeha ter glede na potrebe po finančnem in gospodarskem načinu presojanja. Slovenski računovodski standardi poznajo naslednje skupine (SRS, 2002, str. 199):

- kazalniki stanja financiranja (vlaganja);
- kazalniki stanja investiranja (naložbenja);
- kazalniki vodoravnega finančnega ustroja;
- kazalniki obračanja;
- kazalniki gospodarnosti;
- kazalniki dobičkonosnosti;
- kazalniki dohodkovnosti.

Avtorji pa se strinjajo, da obstajajo nekateri ključni kazalniki uspešnosti poslovanja (Ress, 1990, str. 130; Brigham, 1995, str. 70-88; SRS, 2002, str. 196-206; Mramor, 1999), to so:

- koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti (kratkoročni koeficient ali ang. Current Ratio);
- koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (pospešeni koeficient ali ang. Quick Ratio);
- koeficient obračanja zalog (ang. Inventory Turnover Ratio);
- koeficient obračanja osnovnih sredstev (ang. Fixed Assets Turnover Ratio);
- koeficient obračanja sredstev (ang. Total Assets Turnover Ratio);
- koeficient obračanja terjatev do kupcev in z njim povezan kazalnik dnevi vezave terjatev do kupcev (ang. Days Sales Outstanding);
- stopnja dolžniškosti financiranja (delež dolga v vseh sredstvih ali ang. Total Debt to Total Assets);
- stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov od prodaje (ang. Profit Margin);
- koeficient dobičkonosnosti sredstev (ang. Basic Earning Power);
- koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev (ang. Return on Total Assets - ROA);
- koeficient čiste dobičkonosnosti lastniškega kapitala (ang. Return on Equity - ROE).

Duhovnikova (2002, str. 143) pa deli kazalnike tudi glede na to, ali govorimo o ekonomski uspešnosti poslovanja podjetja (ocena donosnosti kapitala podjetja, ki služi kot osnova za napovedovanje donosnosti kapitala v prihodnosti) ali o finančni uspešnosti poslovanja podjetja (ocena finančne stabilnosti podjetja, ki služi kot podlaga za presojo, ali je in bo podjetje sposobno poravnati vse svoje obveznosti ob njihovi dospelosti v plačilo in ali bo ob tem sposobno financirati tudi potrebno rast in se prilagajati spremenljivim zahtevam trga). Kriterij za delitev kazalnikov, na kazalnike za presojanje ekonomske oziroma finančne uspešnosti, je v viru podatkov za izračun le teh. Med tem, ko so za izračun ekonomske uspešnosti uporabljene kategorije iz izkaza uspeha in bilance stanja, se za izračun finančne uspešnosti uporabljajo kategorije iz izkaza denarnih tokov in bilance stanja.

2.2.1. Kritika tradicionalnega računovodskega modela

Računovodske informacije so vrednostno izražene poslovne transakcije (Turk et al., 1991, str. 15) in to posledično velja tudi za informacije, ki jih prejme poslovodstvo. Na temelju tako osnovanih informacij, poslovodstvo med drugim načrtuje tudi morebitne izboljšave. Ker imajo računovodski podatki ter iz njih izvedene mere določene pomanjkljivosti, je vprašljiva tudi kakovost odločitev, sprejetih na njihovi osnovi. Danes vemo, da v sodobnem dinamičnem poslovnem okolju samo računovodske informacije ne nudijo zadostne osnove za poslovno odločanje. Tradicionalna računovodska razlaga vrednotenja podjetij, temelji na računovodsko ugotovljenem dobičku podjetja, ki pa kot smo že ugotovili, ne pomeni nujno večje vrednosti za lastnika. Njen temeljni problem z vidika menedžmenta je v tem, da poskuša ugotoviti finančne posledice poslovnih odločitev brez jasnega kriterija, kaj je sploh cilj poslovnih odločitev (Mramor, 2001b, str. 5).

Pomanjkljivost tradicionalnih računovodskih konceptov presojanja uspešnosti poslovanja se tako pokaže, ko jih poskušamo uporabiti kot sodilo vrednosti za lastnika podjetja. Tradicionalni koncepti se v tem primeru niso izkazali kot uspešni, saj računovodske kategorije ne vsebujejo celotnih stroškov kapitala, tveganja in časovnih preferenc denarja.

Tradicionalni računovodski koncepti so se pokazali kot neprimerno orodje za poslovno odločanje, saj je empirično dokazano, da njihovo gibanje ne odraža koristi lastnikov kapitala. Računovodske informacije odražajo namreč kombinacijo zabeleženih dejstev, računovodskih konvencij in osebne presoje (Perner, 1998, str. 102). Računovodsko ugotovljeni dobiček je torej tudi deloma odvisen od odločitev menedžmenta, kar še posebej velja takrat, ko je menedžment nagrajevan na osnovi kratkoročno ugotovljenega dobička, s katerim je možno kratkoročno manipulirati. Tradicionalni koncepti se ozko usmerjajo na poslovna dogajanja v preteklosti in spodbujajo eno od največjih in najpogostejših napak menedžmenta, ki je kratkoročna naravnost (Gruban, 1999, str. 46).

Kot sem že omenil v prejšnjih poglavjih, se v vsakem podjetju srečujemo s številnimi interesnimi skupinami, ki imajo različne interese kar se tiče poslovanja podjetja. To pomeni,

da jih zanimajo tudi različne informacije v zvezi s podjetjem, ki jih nudijo različni kazalniki. Tu se pojavi splošen problem v povezavi z računovodskimi kazalniki, saj ni nekih predpisanih normativov, ki bi označevali optimalno velikost posameznih kazalnikov.

Glavne pomanjkljivosti tradicionalnega računovodskega modela so:

Podvrženost »kreativnemu računovodstvu«: Pri računovodskem spremljanju uspešnosti poslovanja podjetja obstajajo določeni objektivni razlogi za tako imenovano »kreativno računovodstvo«. Številne poslovne transakcije ob koncu obračunskega leta namreč niso zaključene, zato je potrebno predvideti zaključke. Kadar pa imamo opravka z ocenjevanjem in ne dejanskimi podatki, lahko vedno pride do določenega prikrojevanja podatkov, kar ima vpliv na končni rezultat poslovanja;

Neustreznost v sodobnem poslovnem okolju: Osnovna pomanjkljivost, ki jo lahko pripišemo tako imenovanim tradicionalnim kazalnikom računovodskega modela je njihova neustreznost v sodobnih poslovnih razmerah. Gre namreč za to, da so bili le ti razviti v začetku dvajsetega stoletja za potrebe finančnega poročanja in so temeljili na predpostavkah značilnih za takratno poslovno okolje. Ker se je poslovno okolje spremenilo in takratne predpostavke niso več realne lahko uporaba tradicionalnih kazalnikov poslovodstvo vodi tudi do nepravilnih poslovnih odločitev;

Neupoštevanje stroška lastniškega kapitala: Problem računovodskega dobička ni le v njegovem izračunu, temveč tudi v tem, da le ta ni primerno merilo uspešnosti, saj ne upošteva stroškov lastniškega kapitala (pričakovanih dividend oziroma kapitalskih dobičkov). Zato bi bilo potrebno čistemu dobičku odšteti še pričakovani strošek kapitala. Razlika med čistim dobičkom in pričakovanim stroškom kapitala je boljša ocena uspešnosti poslovanja, saj vsebuje zahtevo po ohranjanju vrednosti lastniškega kapitala (Bergant, 1998 a, str. 22);

Kazalniki z zamikom: Tretja pomanjkljivost kazalnikov je v tem, da so odraz rezultatov in ne vzrokov za nastalo situacijo. Tak sistem bi bil primeren le za ocenjevanje poslovanja v preteklosti, nikakor pa ni sposoben dajati napotkov na katerih področjih se je potrebno še posebej izkazati v konkurenčni bitki (Kaplan, 2000, str. 301);

Neupoštevanje nefinančnega vidika: Zaradi finančne orientiranosti ne namenjajo pozornosti poslovnemu okolju, kjer je pomemben tudi nefinančni vidik. Vemo namreč, da je vse bolj

pomemben vidik strank in konkurentov, saj s finančnimi informacijami ne dobimo dovolj signalov za uspešno obnašanje v pogojih konkurenčnega trga. Poleg tega je v konkurenčnih okoljih izredno pomembno, da so podjetja zunanje usmerjena to pomeni, da se primerjajo s konkurenti, s panogo in ne le s svojimi plani;

Abstraktnost: Ker gre za finančne kazalnike, so le ti preveč abstraktni, da bi jih lahko povezali z aktivnostmi, ki se odvijajo v procesu izvajanja storitev. Zaposlenim je potrebno izdelati njim jasne cilje, ki jih morajo doseči za skupen uspeh podjetja. Finančni kazalniki so na operativnih ravneh težko razumljivi;

Velik poudarek na stroških: Velika je orientiranost na stroške medtem, ko ostajajo prihodki kar malo zapostavljeni. Problem je tudi v neupoštevanju oportunitetnih stroškov, to je izgubljenih priložnosti za investiranje kapitala v alternativne naložbe.

Tradicionalna računovodska sodila uspešnosti so pa lahko vseeno tudi dobra sodila učinkovitosti poslovanja, zavedati se moramo le njihovih omejitev. V splošnem jih lahko uporabljamo za primerjavo različnih podjetij med sabo ali pa za analizo poslovanja določenega podjetja v določenem časovnem obdobju.

2.4. MODERNI FINANČNI VIDIK VREDNOTENJA PODJETIJ

Razvoj sodobnih finančnih modelov presojanja uspešnosti poslovanja podjetij je rezultat delovanja statistikov, ekonomistov in menedžerjev, ki so poskušali bolje razumeti in izboljšati poslovanje podjetja v razvitem tržnem gospodarstvu. Odločilno prelomnica v tem razvoju predstavlja odkritje pravila neto sedanje vrednosti (v nadaljevanju NPV – Net Present Value), ki ga je definiral t.i. oče matematične ekonomije Fischer (1930). V matematični enačbi je združil koristi in stroške v prihodnosti in oboje reduciriral na denarne tokove, ki jih je nato diskontiral v sedanjost. V sedanjost oziroma v tekoče denarne enote preračunani prihodnji denarni stroški in koristi naj bi bili po Fischerju najboljše sodilo za sprejemanje poslovnih odločitev. Postavil je odločitveno pravilo, ki temelji na neto sedanji vrednosti: izbrati moramo tisto možnost, ki da največjo NPV.

Sedanje poslovno okolje v katerem poslujejo podjetja, preprosto zahteva, da menedžment uporablja modele, ki presegajo praznino med računovodskim presojanjem uspešnosti in

vrednotenjem poslovnih odločitev, ki omogočajo boljše strateške odločitve, njihovo osrednje vprašanje pa je kako korigirati popačene računovodske podatke in jih uporabiti v teoretično pravih modelih, ki določajo sodila uspešnosti (Ottosson, Weissenrieder, 2001, str. 2).

Najpogosteje pa v sedanjem času zasledimo sledeče tri skupine načinov vrednotenja, ki so v praksi tudi največkrat uporabljeni (Pratt, 2001, str. 46):

- način tržnih primerjav (market value method);
- na sredstvih zasnovan način (transaction value method);
- na donosu zasnovan način (DCF, EVA, CFROI).

2.4.1. Način tržnih primerjav

Pristop k vrednotenju podjetij, temelječ na tržnih primerjavah je zasnovan na predpostavki, da dajejo nakupi oziroma prodaje ocenjevanemu podjetju podobnih podjetij, zadovoljive informacije za vrednotenje podjetja. Tako poznamo dve metodi primerjave ocenjevanega podjetja za potrebe vrednotenja:

- metodo primerljivih na borzi uvrščenih podjetij (posebej primerna za oceno vrednosti manjšinskih deležev);
- metodo primerljivih kupoprodaj podjetij (posebej primerna za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev).

Na podlagi podatkov pridobljenih z primerjavo, kvantificiramo ustrezne tržne mnogokratnike, ki so največkrat:

- kapital/EBITDA;
- kapital/EBIT;
- lastniški kapital/čisti dobiček;
- lastniški kapital/čisti dobiček in amortizacija.

Razlogi za najpogostejši izbor navedenih mnogokratnikov so v tem, da prvi in četrti vključujeta amortizacijo in na ta način izločata vpliv različnih amortizacijskih politik med podjetji, prvi in drugi izločata vpliv različnih stopenj zadolženosti, tretji pa upošteva različne

davčne stopnje in s tem priznava višjo vrednost podjetja z nižjo davčno stopnjo. Ta način je še posebej primeren za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki delujejo v kapitalsko razvitih okoljih, kjer je na razpolago zadostno število primerljivih podjetij kar pomeni, da ta način vrednotenja podjetij, za Slovenijo v največ primerih ni najbolj primeren.

2.4.2. Na sredstvih zasnovan način

To je eden od splošnih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij, lastniških deležev ali vrednostnih papirjev, ki uporablja metode, ki temeljijo na vrednosti sredstev očiščenih obveznosti. Ta način ocenjevanja vrednosti se pretežno uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značaj holdingov, ali za podjetja za katera je vprašljivo načelo časovne neomejenosti poslovanja in ocenjujemo obvladujoč delež v njegovem lastniškem kapitalu. Ta način vrednotenja podjetij ni poceni predvsem zaradi dejstva, da je analogen nabavno vrednostnemu načinu ocenjevanja sredstev, kar pomeni, da moramo zraven ocenjevalcev vrednosti podjetja, kateri ponavadi niso strokovnjaki za ocenjevanje vrednosti sredstev angažirati še ocenjevalce vrednosti sredstev.

2.4.3. Na donosu zasnovan način

Tretji način, tudi najbolj razširjen ter v tej nalogi tudi uporabljen, je na donosu zasnovan način. To je način, ki temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja povezano z možnostjo nedoseganja pričakovanega donosa (Praznik, 2004, str. str. 69).

Je splošen in najprimernejši način določanja vrednosti podjetij, lastniškega deleža ali vrednostnega papirja, ki uporablja metode s katerimi pričakovan donos pretvorimo v vrednost. Trenutno se za vrednotenje podjetij najpogosteje uporabljajo naslednje na donosu zasnovane finančne metode:

- model diskontiranja denarnega toka (DCF – Dicounted Cash Flow);
- model ekonomske dodane vrednosti (EVA – Economic Value Added);
- model denarnega toka dobičkonosnosti naložbe (CFROI – Cash Flow Return on Investment).

Pri vrednotenju podjetij za potrebe prevzemov in združitvev se kot osnovna metoda uporablja model diskontiranja denarnega toka (DCF) medtem, ko imata preostali dve metodi predvsem nadzorno vlogo. V nadaljevanju bomo zato, največ pozornosti namenili metodi prostih denarnih tokov, opisali pa bomo tudi metodo ekonomske dodane vrednosti (EVA), ki nam bo kasneje služila za kontrolo rezultata vrednosti podjetja pridobljenega po metodi diskontiranja denarnega toka.

Čeprav svetovalna podjetja agresivno propagirajo svoje modele in jih proglašajo za najuspešnejše, je dejstvo, da imajo vsi sedaj popularni modeli (DCF, EVA, CFROI, ...), svoj izvor v diskontiranju denarnih tokov v podjetje oziroma v že dolgo znanih konceptih neto sedanje vrednosti (NPV).

2.4.4.1. Model diskontiranja denarnih tokov (DCF)

Po tem modelu je vrednost sredstva funkcija denarnega toka, ki ga to sredstvo generira, življenjske dobe sredstva ter pričakovane rasti denarnih tokov in tveganja, ki je povezano s temi denarnimi tokovi. Na temelju enega od osnovnih principov financ lahko zapišemo vrednost sredstva kot sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov tega sredstva (enačba 1).

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^t}$$

PV sedanja vrednost;

FV prihodnja vrednost;

r diskontna stopnja;

t časovno obdobje.

Zgornja enačba je osnovna formula preko katere se diskontira prihodnja vrednost, ki se pričakuje, da jo bo podjetje ustvarilo v prihodnosti. Denarne tokove se diskontira tako, da se naredi spremembo v števcu formule, kjer se namesto prihodnje vrednosti (FV) upošteva denarne tokove podjetja. V imenovalcu pa se za diskontno stopnjo uporabi tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC).

Če predpostavimo, da je podjetje sestavljeno iz več sredstev, potem je možno poslovno vrednost podjetja (ang. operating value) izračunati tako, da osnovni princip razširimo na vsa sredstva podjetja. Denarne tokove v podjetje pa diskontiramo z diskontnim faktorjem, ki odraža tveganje vseh sredstev podjetja. Vendar je vrednotenje nekoliko oteženo, saj nekatera sredstva podjetje že uporablja ('asset in place'), pri tem pa pomemben del vrednosti odražajo tudi pričakovanja v zvezi z investicijami v prihodnosti. Zato moramo oceniti tako denarne tokove obstoječih sredstev, kot tudi denarne tokove, ki so povezani z rastjo podjetja v prihodnosti.

2.4.4.1.1. Denarni tok podjetja

Denarni tok podjetja določa vrednost podjetja in ga imenujemo prosti denarni tok (PDT, ang. Free Cash Flow). Prosti denarni tok predstavlja denarni tok po plačilu davkov in vseh investicijah podjetja in predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja in je opredeljen kot poslovno finančna kategorija, ki je neodvisna od načina financiranja podjetja (Mauboussin, 1997, str. 7). Izvira iz rednih ali osnovnih dejavnosti podjetja in je na voljo vsem, ki investirajo v podjetje, tako upnikom kot lastnikom.

Vrednotenje podjetja na osnovi diskontiranja denarnih tokov predpostavlja trajni obstoj podjetja, kar pomeni, da sredstva podjetja nimajo določene življenjske dobe. Denarne tokove podjetja je zato potrebno napovedati zelo daleč v prihodnost. V praksi je potrebno vrednotenje poenostaviti tako, da se prihodnost podjetja razdeli na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na preostalo obdobje, to je obdobje od konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost. Vrednost podjetja je tako sestavljena iz sedanje vrednosti denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi.

Vrednost sredstev po eksplicitnem obdobju napovedovanja imenujemo končna vrednost (ang. Terminal Value). Končna vrednost lahko pomeni enako kot preostala vrednost (residual / salvage value), ki sicer predstavlja vrednost osnovnega sredstva na koncu življenjske dobe, ali pa pomeni vrednost podjetja na koncu obdobja eksplicitne napovedi denarnih tokov (Mramor, 1999, str. 37).

Obstaja več definicij denarnega toka. Za namen ocenjevanja vrednosti podjetja Alfa s.p. sem uporabil čisti denarni tok celotnega kapitala, ki je definiran kot:

Tabela 1: Izračun čistega denarnega toka podjetja (PDT):

Prihodki iz poslovanja – poslovni odhodki (str. materiala, dela, storitev itd.)
= EBITDA (poslovni izid iz poslovanja, brez amortizacije, obresti in davkov)
- amortizacija
= EBIT (poslovni izid iz poslovanja, ki ne vključuje davkov in obresti ter izrednih prihodkov in odhodkov)
- prilagojen davek na dobiček glede na EBIT
= NOPLAT (čisti dobiček iz poslovanja po davkih)
= bruto denarni tok
- naložbe podjetja (neto povečanje gibljivih sredstev + investicije v stalna sredstva + povečanje ostalih sredstev)
= operativni prosti denarni tok podjetja
+ denarni tok iz neposlovnih naložb podjetja
= celotni PDT, ki je na razpolago lastnikom podjetja

Vir: Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 140

Izračun prostih denarnih tokov (PDT) začnemo tako, da seštejemo vse poslovne prihodke od katerih odštejemo vse poslovne odhodke brez amortizacije. Dobljen znesek je poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo ali EBITDA (ang. Earnings Before Interest Taxes Depreciation And Amortization). V nadaljevanju od EBITDA odštejemo še obračunano amortizacijo in dobimo poslovni izid iz poslovanja, ki ne vključuje davkov in obresti ter izrednih prihodkov in odhodkov (EBIT – ang. Earnings Before Interest And Taxes). EBIT temelji na denarnih transakcijah podjetja, edina v izračun vključena nedenarna transakcija je amortizacija. Od EBIT nato odštejemo davek izračunan glede na višino EBIT in dobimo čisti dobiček iz poslovanja po davkih (NOPLAT - ang. Net Operating Profit After Taxes). Operativni prosti denarni tok podjetja pa dobimo tako, da od NOPLAT odštejemo nove investicije v osnovna sredstva in nove investicije v neto povečanje gibljivih sredstev. Nato pa k operativnemu prostemu denarnemu toku dodamo še denarni tok iz neposlovnih naložb podjetja, s čimer dobimo končni prosti denarni tok, ki je na razpolago vlagateljem oz. lastnikom podjetja, kar pa je tudi znesek, ki ga v tem delu iščemo.

Za lastnike podjetja je poznavanje prostih denarnih tokov, ki so jim na razpolago pomembno predvsem zato, da lahko razberejo koliko dobička si lahko izplačajo in koliko dobička morajo pustiti v podjetju, da se bo lahko podjetje normalno razvijalo in poslovalo.

Podjetja sicer ne dosegajo vedno pozitivnega prostega denarnega toka, vendar pa negativni prosti denarni tok ne pomeni nujno slabega stanja za podjetje, temveč je to odvisno od vzroka za nastanek negativnega prostega denarnega toka. Zato si zaradi lažjega razumevanja višine prostih denarnih tokov, pomagamo z izračunom donosnosti vložnega kapitala (ROIC- ang. Return On Invested Capital).

2.4.4.1.2. Donosnost vložnega kapitala (ROIC)

V procesu vrednotenja je napovedani prosti denarni tok najpomembnejši saj določa prihodnjo vrednost podjetja. Kot je bilo opisano je prosti denarni tok izražen kot razlika med NOPLAT (dobiček iz poslovanja zmanjšan za davke) in naložbami podjetja. Na podlagi stopenj rasti NOPLAT v prihodnosti in predvidenih makro in mikro dejavnikov, ki vplivajo na podjetje lahko predvidimo v katero smer se bodo gibali diskontirani prosti denarni tokovi podjetja, ki se jih bo izračunalo. Donosnost vložnega kapitala (ROIC) je pa tisti kazalec, ki nam pomaga pri razlagi višine prostih denarnih tokov. Donosnost vložnega kapitala nam pokaže koliko NOPLAT je bilo ustvarjenih iz vsakega Evra v vložnem kapitalu. ROIC je sestavljen kot (enačba 2).

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC}$$

ROIC donos na investiran kapital;

NOPLAT prilagojen dobiček iz poslovanja po davkih;

IC investiran kapital.

Investirani kapital (IC) v podjetje je opredeljen kot vrednost sredstev, s katerimi podjetje opravlja svojo osnovno dejavnost. Iz bilance stanja ga določimo kot vsoto knjižne vrednosti neto obratnega kapitala, neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev ter vseh ostalih sredstev, ki sodelujejo v poslovanju podjetja. Obratni kapital mora vsebovati samo sredstva, ki so potrebna za opravljanje osnovne dejavnosti podjetja, zato

moramo izločiti presežna denarna sredstva in kratkoročne finančne investicije, ki jih trenutno poseduje podjetje in so namenjena kasnejšim investicijam ali razdelitvi lastnikom. V literaturi se taka sredstva omenjajo kot presežne finančne investicije (exces marketable securities). Dolgoročne finančne investicije moramo prav tako obravnavati kot neposlovni kapital.

ENACĀBA 3: Izračun vloženega kapitala, metoda 1:

$$IC = \text{Stalna sredstva (brez DFN)} + \text{Neto gibljiva sredstva (brez KFN)} - (\text{Poslovne Obv.} + \text{PČR})$$

Investirani kapital v podjetje lahko enakovredno določimo tudi s strani virov financiranja. V tem primeru pridemo do rezultata tako, da od vsote dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti iz financiranja, kapitala in dolgoročnih rezervacij, odštejemo kratkoročne finančne investicije, dolgoročne finančne investicije in odkupljene lastne delnice.

ENACĀBA 4: Izračun vloženega kapitala, metoda 2:

$$IC = \text{Kapital} + \text{Dolg. Rezervacije} + \text{Finančne obveznosti} - (\text{DFN} + \text{KFN})$$

V primeru, da je izračunana donosnost vloženega kapitala (ROIC), višja kot zahtevana stopnja donosa vlagateljev (to stopnjo dobimo preko WACC modela, ki je opredeljen v naslednji točki), podjetje ustvarja novo vrednost kar predpostavlja na višjo vrednost prostih denarnih tokov v prihodnosti. S primerjavo donosnosti vloženega kapitala in tehtanih povprečnih stroškov kapitala lahko vidimo, da negativni denarni tok ni vedno slabo znamenje v primeru, da podjetje dosega visoko stopnjo rasti ROIC (Brigham, Daves, 2002, str. 190). Donosnost vloženega kapitala v primerjavi z tehtanim povprečnim stroškom kapitala in pričakovana stopnja rasti prihodnjih prostih denarnih tokov sta glavna dejavnika za ocenitev vrednosti podjetja.

Najpomembnejši dejavnik pri izračunu donosnosti vloženega kapitala je, da definiramo števec in imenovalec konsistentno. Z drugimi besedami to pomeni, da v primeru, če vključimo neko sredstvo v izračun investiranega kapitala, moramo denarne tokove, ki so povezani s tem sredstvom vključiti tudi v NOPLAT (Copeland et al., 2000, str. 165). Tako opredeljena donosnost vloženega kapitala (ROIC) je precej boljše sodilo uspešnosti poslovanja, kot sta

sodili ROA (donosnost sredstev) in ROE (donosnost kapitala). ROA je neprimerno sodilo, ker vsebuje vrsto nekonsistentnosti med števcem in imenovalcem, na ROE pa močno vpliva finančna struktura podjetja.

2.4.4.1.3. Določitev diskontnega faktorja

Tako lastniki kot posojilodajalci pričakujejo, da bodo nagrajeni za opurtinitetno odrekanje denarju, ki so ga dali na razpolago podjetju. To odrekanje se meri z diskontnim faktorjem, ki je obenem tudi eden izmed elementov, ki sestavljajo formulo za izračun diskontiranih prihodnjih prostih denarnih tokov. Z diskontnim faktorjem diskontiramo napovedane proste denarne tokove na sedanjo vrednost in tako ugotovimo, koliko je podjetje vredno v tem trenutku. Diskontni faktor se bo izračunalo preko modela tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC - Weighted Average Cost of Capital), saj je strošek kapitala sestavljen iz stroškov dolga in stroškov lastniškega kapitala, odvisno od njune prisotnosti pri financiranju podjetja. Kolikšna bo višina dolžniškega oziroma lastniškega kapitala v podjetju, je odvisno od ciljne strukture kapitala podjetja po kateri se ravna finančnik podjetja, ko se odloča o načinu financiranja delovanja podjetja (Mramor, 1999, str. 17). Formula za izračun tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC) za delniške družbe se glasi (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 248), enačba 5:

$$WACC = k_d(1-T)\frac{D}{V} + k_p\frac{P}{V} + k_s\frac{E}{V}$$

k_d strošek dolga;

k_p strošek prednostnega kapitala;

k_s strošek navadnega kapitala;

T davčna stopnja za podjetje;

P vrednost prednostnega kapitala;

D vrednost dolga;

P strošek navadnega kapitala;

E vrednost navadnega kapitala;

V vrednost celotnega kapitala ($V=D+P+E$).

Pri majhnih podjetjih strošek prednostnega lastniškega kapitala največkrat odpade, saj se podjetja s prednostnim lastniškim kapitalom navadno ne financirajo.

Za izračun tehtanih povprečnih stroškov kapitala je sedaj potrebno določiti posamezne elemente enačbe za izračun WACC (strukturo kapitala, stroške dolga in stroške kapitala). Strošek dolga je mogoče določiti brez posebnih težav, ker so obveznosti iz tega naslova natančno določene s pogodbami. Med dolg štejemo vse oblike kapitala, ki imajo obliko pogodbenega razmerja oziroma nimajo eksplicitnih lastnosti kapitala. Cena dolga je odvisna od oblike, višine in časovne razporeditve odplačil in glede na tveganje, ki ga tak kapital nosi. Strošek dolga, ki ga zahtevajo upniki ni enak strošku dolga za podjetje saj obresti na dolg zmanjšujejo davčno osnovo, tako del dolga efektivno plača država (Brigham, Daves, 2002, str. 194). Osnovne oblike dolga so: kratkoročni in dolgoročni dolg, najem (poslovni in kapitalski) ter kapital prednostnih lastnikov. Pri modelu tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC) se kratkoročni dolg ne upošteva.

2.4.4.1.3.1. Določitev stroškov navadnega kapitala

Navaden kapital se v podjetju lahko poveča tako, da podjetje zadrži dobiček in ga prenese v kapital ali, da lastniki povečajo svoje deleže z novimi vplačili oziroma se pridobijo novi vlagatelji s svežim kapitalom. Zadržani dobički pomenijo za lastnike oportunitetni strošek kapitala, ki bi ga lahko oni samostojno vložili v druge potencialno donosnejše naložbe z enako stopnjo tveganja. Zaradi tega je potrebno poznati, koliko si lahko vlagatelji obetajo od svoje naložbe oz. je treba poznati strošek navadnega lastniškega kapitala. Za določitev stroškov navadnega kapitala, se v praksi najpogosteje uporablja model CAPM (ang. Capital Asset Pricing Model). CAPM je model določanja cen dolgoročnih naložb, pri katerem je zahtevana stopnja donosa dolgoročne naložbe enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za tveganje te naložbe (Brigham, Daves, 2002, str. 279).

Takšen pristop zahteva naslednje korake:

- določiti netvegano mero donosa;
- določiti pribitek za kapitalsko tveganje;
- določiti faktor sistematičnega tveganja beta;
- izračunati temeljno diskontno mero na osnovi CAPM;

- prilagoditi temeljno diskontno mero za deželne specifične dejavnike;
- prišteti ali odšteti kakršnekoli dodatne elemente tveganja.

CAPM model temelji na naslednjih ključnih predpostavkah (Bodie et. Al., 2003, str. 221):

- investitorji so nenaklonjeni tveganju (za vsako povečanje tveganja bo investitor, zahteval povečan donos, da bo pripravljen izbrati naložbo z večjim tveganjem);
- racionalni investitorji si prizadevajo imeti portfelj učinkovito razpršenih naložb;
- vsi investitorji vlagajo kapital na časovno neomejeno obdobje (teoretična neskončnost);
- vsi investitorji imajo enaka razumna pričakovanja glede stopenj donosa in sestave diskontne mere);
- transakcijski stroški niso upoštevani;
- niso upoštevani nobeni davki, povezani z investiranjem (upošteva se edino davek na dobiček podjetja);
- obrestna mera za dana posojila je enaka obrestni meri za izposojen denar;
- trg je popolnoma transparenten in likviden.

CAPM model določanja stroškov navadnega kapitala temelji na izhodišču, da investitor zahteva čim višji donos naložbe v lastniški kapital, čim višje je tveganje naložbe v primerjavi z netvegano naložbo, kot je nap. državna obveznica. CAPM meri zahtevano mero donosa na podlagi treh elementov: netvegane mere donosa, koeficienta beta in pribitka za kapitalsko tveganje. CAPM se izračuna (Brigham, Daves, 2002, str. 297)(enačba 6).

$$k_s = r_f + (r_m - r_f)\beta$$

k_s strošek navadnega kapitala;

r_f stopnja donosa netvegane naložbe;

r_m stopnja donosa portfelja;

β mera sistematičnega tveganja;

$(r_m - r_f)$ tržna premija.

Enačba omogoča torej izračun stroškov navadnega kapitala podjetja tako, da prilagodi donos netveganih investicij podjetju in sicer za zmnožek med tržno premijo in faktorjem, ki odraža sistematično tveganje podjetja. Empirične študije so pokazale, da je pet osnovnih dejavnikov, katerih spremembe vplivajo na stroške lastniškega kapitala (Damodaran, 1996, str. 226):

- indeks industrijske proizvodnje;
- realne kratkoročne obrestne mere;
- kratkoročna inflacija;
- dolgoročna inflacija;
- tveganje neplačila.

2.4.4.1.3.1.1. Določanje stopnje donosa netvegane naložbe

Za določitev netvegane donosnosti se priporoča uporabo donosnosti državnih obveznic z dospeljem okoli deset let. Če take obveznice ni, si pomagamo z državnimi obveznicami, ki imajo podobno dospelje, kot je obdobje za katero smo v prihodnost napovedali proste denarne tokove podjetja. Ti vrednostni papirji se uporabljajo zato, ker imajo nizko tveganje izostanka plačil, so visoko unovčljivi in vključujejo pribitek za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja).

2.4.4.1.3.1.2. Določanje tržne premije za tveganje

Tržna premija za tveganje se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med mero donosa navadnih delnic ter netvegane mere donosa. Vrednost tržne premije za tveganje je tudi za ameriški trg kapitala najtežje določljiv parameter CAPM modela in postane še težja naloga v primeru nerazvitega trga s kratko in razgibano zgodovino. Premija za tveganje, izračunana na osnovi gibanja cen kapitala na razvijajočih trgih, zato običajno ni primerna za oceno stroška kapitala. Damodaran (2001, str. 11-12) predlaga izračun tržne premije kot vsote tržne premije za ameriški trg kapitala in deželnega tveganja države, v kateri posluje podjetje. Pri tem velja opozoriti na dejstvo, da je potrebno pri tem načinu izračuna tržne premije uporabiti ameriške ali nemške dolgoročne obveznice (npr. TBond), saj bi pomenila uporaba obveznice kot netvegane investicije iz razvijajočega se trga dvojno štetje tveganja (v donos na primer slovenskih državnih obveznic je namreč že všteta premija za tveganje). V zvezi s tržno premijo je povezanih še več nerešenih problemov,

saj recimo ni dokazano, katera premija je za izračun najbolj primerna: pretekla, napovedana, geometrična ali aritmetično povprečna. Prav tako ni dokazano, katere državne obveznice naj uporabimo, za katero preteklo obdobje, v primeru Slovenije pa še, katera država je najboljša za primerjavo.

2.4.4.1.3.4. Določitev sistematičnega tveganja

Precej težav je povezanih tudi z določitvijo sistematičnega tveganja, ki ga sicer določimo z regresijo donosa posamezne delnice podjetja na izbran indeks trga kapitala. Sistematično tveganje je negotovost prihodnjih donosov, ki izhaja iz dejavnikov, ki učinkujejo na vsa podjetja v gospodarstvu enako (ukrepi makroekonomske politike, ciklično gibanje gospodarstva), posamezen investitor se temu tveganju ne more izogniti z razpršitvijo svojih naložb oz. portfelja. Če je Beta enaka ena pomeni, da je tveganje posameznega vrednostnega papirja enako tveganju povprečja trga. Če je Beta nad ena, je vrednostni papir nadpovprečno tvegan in obratno.

2.4.4.1.3.5. Pribitki in odbitki

Pomembno kategorijo ocenjevanja vrednosti predstavljajo pribitki oz. odbitki, s katerimi korigiramo vrednost diskontnega faktorja, dobljeno na osnovi uporabe prej omenjenih načinov ocenjevanja vrednosti.

Pribitke in odbitke razvrščamo v dve krovni skupini, in sicer:

- pribitke in odbitke, povezane s podjetjem kot celoto, ki je predmet ocenjevanja, in
- pribitke oziroma odbitke, povezane z značilnostmi lastništva v podjetju, ki je predmet ocenjevanja.

Pribitki in odbitki iz prve skupine so nap.:

- odbitek zaradi nerešenih ekoloških problemov;
- odbitek zaradi grozečih sodnih sporov;
- odbitek zaradi specifičnih tržnih tveganj.

Druga skupina odbitkov in pribitkov pa zajema tiste, ki jih ocenjevalec pripisuje značilnostim lastništva v podjetju. S tega vidika obstajata dve skupini pribitkov in odbitkov:

- pribitek za obvladovanje oziroma odbitek za neobvladljivost;
- odbitek za pomanjkanje tržnosti.

Konkretno ocenjevalec te odbitke vgradi kot dodatne odstotne točke pri diskontni meri. Pri določanju teh pribitkov oz. odbitkov pa je ocenjevalec prepuščen izključno svoji lastni presoji tveganj.

2.4.4.1.4. Izračun končne vrednosti

Po izračunanih prostih denarnih tokovih in diskontni stopnji preko modela tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC), s katero prihodnje proste denarne tokove pretvorimo na sedanjo vrednost, je potrebno določiti še proste denarne tokove po določenem obdobju napovedi (nap. čez pet let in več), katere določimo na podlagi predvidevanj po kateri stopnji rasti bodo naraščali prosti denarni tokovi v tem obdobju. Posebej pomembna je določitev končne vrednosti pri podjetjih, katera obstajajo krajši čas in podjetjih, katera so v fazi izvajanja večjih naložb. Ker predstavlja končna vrednost podjetja običajno precejšnji del celotne vrednosti podjetja, je zelo pomembno, da jo kar se da dobro ocenimo. V nekaterih primerih ('high tech' podjetja) lahko predstavlja končna vrednost tudi več kot 100 % sedanje vrednosti podjetja, kar dejansko pomeni, da bodo investicije podjetju ustvarjale vrednost šele v obdobju po eksplicitni napovedi prostih denarnih tokov. Končno vrednost lahko izračunamo na dva načina. Po prvi različici, ki predpostavlja konstantno rast prostih denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Ta pristop je v bistvu enakovreden razpotegnitvi obdobja napovedovanja v neskončnost, pri čemer je rast prostega denarnega toka konstantna (enačba 7).

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g}$$

$TV_{\dots\dots\dots}$ rezidualna oz. končna vrednost;

$FCF_{t+1, \dots\dots\dots}$ PDT v prvem letu po določenem obdobju napovedi;

WACC tehtano povprečje stroškov kapitala;

g pričakovana stopnja rasti PDT po eksplicitnem obdobju.

Ali po drugi različici, po kateri lahko za izračun končne vrednosti uporabimo tudi formulo, ki temelji na kazalcu vrednosti donosnosti vloženega kapitala (ROIC) in na stopnji rasti. Tudi v praksi se ta formula uporablja pogosteje (enačba 8).

$$TV = \frac{NOPAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

TV rezidualna oz. končna vrednost;

$NOPAT_{t+1}$ NOPLAT v prvem letu po določenem obdobju napovedi;

WACC tehtano povprečje stroškov kapitala;

g pričakovana stopnja rasti NOPLAT po eksplicitnem obdobju;

ROIC pričakovan donos na investiran kapital.

Vidi se, da sta obe formuli v bistvu enaki in, da imamo na voljo vse parametre za katere je postopek njihove pridobitve že opisan, razen za pričakovano stopnjo rasti podjetja po eksplicitnem obdobju (g). Stopnjo rasti po kateri bo podjetje raslo v prihodnosti, lahko dobimo tako, da se vzame povprečje preteklih stopenj rasti podjetja. Običajno se določi stopnja rasti podjetja v prihodnosti, kot pričakovano dolgoročno stopnjo rasti za porabo industrijskih proizvodov, temu pa prištejemo še pričakovano stopnjo inflacije (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str, 306). Pri napovedovanju stopnje rasti je potrebno upoštevati fazo razvoja v kateri se podjetje nahaja (faza uvajanja, rasti, zrelosti ali zatona) ter panogo v kateri deluje, velikokrat pa se na dolgi rok lahko predvideva za dolgoročno stopnjo rasti podjetja, stopnja rasti celotnega gospodarstva na dolgi rok.

2.4.4.1.5. Postopek izračuna in razlaga dobljene vrednosti

V tem delu bomo še enkrat povzeli, kako poteka celoten proces vrednotenja podjetja z modelom diskontiranja denarnih tokov (DCF). Proces vrednotenja podjetja z diskontiranjem denarnih tokov razdelimo v štiri korake:

- analiza tekočega in preteklega poslovanja;
- napoved poslovanja v prihodnosti;
- ocena stroškov kapitala in izračun končne vrednosti;
- izračun vrednosti podjetja.

1. Preteklo in sedanje poslovanje podjetja analiziramo z namenom, da ugotovimo posamezne postavke v bilanci stanja in izkaza poslovnega izida potrebne za izračun prostih denarnih tokov. Potrebno je izračunati pričakovano donosnost vložnega kapitala, katera v primerjavi z tehtanim povprečnim stroškom kapitala pokaže ali se bodo prosti denarni tokovi v prihodnosti povečevali. Sama višina prostih denarnih tokov sicer vpliva na vrednost podjetja, vendar pa je točna višina prostih denarnih tokov odvisna od produkta donosnosti vložnega kapitala in stopnje reinvestiranja. Poleg finančne analize naredimo za potrebe celovite analize poslovanja še analizo konkurenčne strukture panoge in kvalitativne analize prednosti in slabosti podjetja in panoge.

2. Določimo stopnje rasti podjetja, po kateri naj bi naraščalo poslovanje podjetja v prihodnosti. Najprej čim bolj realno napovemo na podlagi preteklega poslovanja in poslovnih načrtov podjetja, stopnjo rasti podjetja v določenem obdobju napovedi (največkrat za obdobje 5 do 10 let). Stopnjo rasti po določenem obdobju napovedi pa določimo na podlagi podatkov, ki napovedujejo, kako se bo v tem obdobju razvijalo gospodarstvo. Potem, ko imamo določeno tudi stopnjo rasti pa izračunamo še končno vrednost podjetja, katero nato z diskontnim faktorjem diskontiramo na sedanjo vrednost.

Copeland (2000, str. 233) predlaga sledeče korake pri izdelavi napovedi poslovanja:

- ocenimo strateško pozicijo podjetja;
- razvijemo različne scenarije razvoja;
- določimo dejavnike vrednosti;
- preverimo smiselnost rezultatov.

Najpogosteje začnemo napoved posameznih postavk z napovedjo prihodkov (demand driven approach), iz katerih izpeljemo vse ostale postavke. V pomoč nam je členitev donosnosti vložnega kapitala, s katero lahko sistematično nadaljujemo napoved in tudi preverjamo

pravilnosti napovedovanja. Poslovanje podjetja v prihodnosti analiziramo na enak način kot smo analizirali preteklo poslovanje.

3. Oceno stroškov kapitala v prihodnosti izračunamo preko modela tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC). Strošek navadnega kapitala pa preko modela CAPM, kjer je potrebno zelo pozorno določiti parametre, ki ta model sestavljajo.

4. V zadnjem koraku seštejemo skupaj diskontirane proste denarne tokove iz obdobja napovedi in končno vrednost podjetja, ter analiziramo smiselnost rezultata, oz. rezultat primerjamo z drugimi metodami vrednotenja. Pri oceni smiselnosti rezultatov moramo upoštevati, kako se gibanje ključnih dejavnikov sklada s samimi značilnostmi podjetja in dinamiko konkurenčne strukture v panogi. Pozorni moramo biti na konsistentnost rasti prihodkov podjetja v okviru panoge oziroma na to, ali je podjetje sposobno, da v konkurenčnih razmerah vzdržuje napovedano rast. Proučiti moramo tudi možne reakcije konkurentov, glede na to, da bodo ti v primeru realiziranih napovedi prihodkov verjetno izgubljali tržni delež. Presoditi moramo tudi konsistentnost donosnosti vloženega kapitala z rastjo prihodkov glede na konkurenčno strukturo v panogi. Nenazadnje je potrebno dati tudi oceno sposobnosti menedžmenta, da izpelje načrtovane plane podjetja za prihodnost.

Vrednost podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov se lahko strne v naslednji formuli, (enačba 9):

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{PDT_t}{(1+r)^t} + \frac{RV}{(1+r)^t}$$

PV diskontirana sedanja vrednost;

PDT_t prosti denarni tokovi v obdobju napovedi;

RV residualna oz. končna vrednost;

r diskontna stopnja;

t časovno obdobje.

2.4.4.2. Model ekonomske dodane vrednosti (EVA)

Ekonomska dodana vrednost (v nadaljevanju EVA – ang. Economic Value Added), v osnovi ni model po katerem bi ocenjevali vrednost podjetja, ampak je bolj sodilo katero v denarju izraža dodano vrednost, ki ga ustvarja podjetje. Model ekonomske dodane vrednosti (EVA) je bil razvit s strani Bennetta Stewarta v 80-letih prejšnjega stoletja ter je registrirana blagovna znamka podjetja Stern Stewart and Co. Ekonomska dodana vrednost služi predvsem kot kriterij, kako so vodilni v podjetju uspešni pri svojem delu. Pomeni pa dobiček, ki ostane podjetju, ko od vloženega kapitala odštejemo stroške tega kapitala (Stern, Shiely, Ross, 2003, str. 21). Na koncu leta izkazani računovodski dobiček ne pomeni nujno, da podjetje dejansko posluje z dobičkom, ampak lahko lastnikom prinaša tudi izgubo. Ali je res tako, nam prikaže model ekonomske dodane vrednosti, preko katerega izračunamo dobiček podjetja z upoštevanjem stroškov lastniškega kapitala, katerih računovodski dobiček ne upošteva. Izračun ekonomske dodane vrednosti začnemo z določitvijo presežnega donosa, ki je opredeljen kot razlika med donosom vloženega kapitala in tehtanim povprečnim stroškom kapitala podjetja, katerega nato pomnožimo s knjigovodsko ugotovljenim investiranim kapitalom v osnovni dejavnosti podjetja (Stewart, 1998, str. 136). Ekonomska dodana vrednost (EVA- Economic Value Added) je opredeljena z enačbo 10 (Brigham, Daves, 2002, str. 191):

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

EVA..... ekonomska dodana vrednost;

WACC..... stroški kapitala;

ROIC..... donos na investiran kapital;

IC..... investiran kapital.

Iz definicije ekonomske dodane vrednosti izhaja, da potrebujemo za njen izračun donos na investirani kapital, strošek kapitala ter vrednost investiranega kapitala v podjetje. Vsi ti podatki so znani dejavniki vrednosti, ki smo jih že vse opisali v okviru modela diskontiranih denarnih tokov. Zapis definicije v nekoliko drugačni obliki razkriva, da ni model ekonomske dodane vrednosti nič drugega kot NOPLAT, zmanjšan za vrednost vseh stroškov investiranega kapitala podjetja (enačba 11).

$$EVA = NOPLAT - WACC * IC = EBIT (1 - T) - WACC * IC$$

Model ekonomske dodane vrednosti ne prinaša v teorijo poslovnih financ nič novega. Matematično pomeni model EVA samo drugačen zapis modela NPV (Net Present Value). Neto sedanja vrednost podjetja je namreč enaka neto sedanji vrednosti ekonomskih dodanih vrednosti projekta. Povezava med EVA in NPV omogoča povezavo med vrednostjo podjetja in ekonomsko dodano vrednostjo, ki jo podjetje ustvarja. Vrednost podjetja lahko zapišemo kot vsoto vrednosti v eksplicitnem obdobju napovedovanja in vrednosti po eksplicitnem obdobju, pri čemer zadnji člen še naprej razčlenimo na dodano vrednost, ki jo pričakujemo v eksplicitnem obdobju napovedovanja in vrednost, ki jo pričakujemo v obdobju po eksplicitni napovedi

Zapis vrednosti podjetja s pomočjo sedanjih vrednosti ekonomskih dodanih vrednosti, daje skoraj enake rezultate kot model diskontiranja denarnih tokov in zahteva več informacij kot model diskontiranja denarnih tokov. Tako zahteva dodaten podatek o velikosti investiranega kapitala, katerega DCF model ne zahteva oz. potrebuje. Model ekonomske dodane vrednosti in diskontiranja denarnih tokov sta si matematično popolnoma enakovredna, saj je model EVA samo spremenjena oblika DCF modela. Zagovorniki modela ekonomske dodane vrednosti poudarjajo, da so prednosti modela v novih vidikih ustvarjanja vrednosti in sicer zato, ker se model osredinja na presežni donos, ki je opredeljen z donosom na investirani kapital in stroškom kapitala, vendar je očitno, da model diskontiranja denarnih tokov v katerem je rast opredeljena s stopnjo reinvestiranja in ROIC reinvestiranja, doseže iste cilje in pripelje do enakih rezultatov.

Prednost modela ekonomske dodane vrednosti je predvsem v tem, da se pri vrednotenju podjetij upošteva predvsem interes lastnikov ter, da gre za logičen in intuitiven koncept tako, da je rezultat izračuna EVA absolutna vrednost in zato lažje razumljiva vsem v podjetju. Ima pa model ekonomske dodane vrednosti tudi slabosti, ki se kažejo predvsem v tem, da način vrednotenja zastopa predvsem interese lastnikov, zapostavlja pa interese ostalih zaposlenih v podjetju oz. okolja podjetja.

2.4.4.2.1. Postopek izračuna vrednosti podjetja z modelom EVA

Najprej izračunamo vrednost podjetja v določenem obdobju napovedi po eni od osnovnih formul zapisanih pod št. 10 in 11. Na tem mestu je potrebno poznati sedanjo vrednost ekonomske dodane vrednosti ter na njeni podlagi predvideti in izračunati preko napovedanih bilanc stanja in izkazov uspeha ekonomsko dodano vrednost, za vsako leto določenega obdobja napovedi. Poznati je potrebno še diskontni faktor, katerega se izračuna preko modela povprečnih tehtanih stroškov kapitala (WACC). Za izračun celotne vrednosti podjetja po modelu ekonomske dodane vrednosti, pa se nato potrebuje še vrednost podjetja po določenem obdobju napovedi, zato se sedaj zapiše formulo navedeno na naslednji strani (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 291) enačba 13:

$$\sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t} = \frac{EVA_{N+1}}{r} + \frac{(NOPLAT_{N+1}) * \left(\frac{g}{ROIC_{N+1}}\right) * (ROIC_{N+1} - r)}{r(r-g)}$$

EVA_t obdobjna vrednost ekonomske dodane vrednosti;

T eksplicitno obdobje napovedovanja;

EVA_{n+1} ekonomska dodana vrednost po določenem obdobju napovedi;

g pričakovana stopnja rasti NOPLAT po eksplicitnem obdobju;

r strošek kapitala, dobljen preko modela WACC;

N življenjska doba;

t obdobje merjenja;

$ROIC_{N+1}$ ROIC novih investicij po eksplicitnem obdobju napovedovanja.

Vrednost podjetja po modelu ekonomske dodane vrednosti se lahko strne v naslednji formuli, (enačba 14):

$$VREDNOST\ PODJETJA = \sum_{t=1}^N \frac{EVA_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t}$$

EVA_t ekonomska dodana vrednost v obdobju napovedi;

EVA_{n+1} ekonomska dodana vrednost po določenem obdobju napovedi;

r diskontna stopnja;

t časovno obdobje.

Izračun ekonomskega dodane vrednosti lahko strnemo v naslednjih načelnih korakih:

1. izračunamo tehtano povprečno ceno kapitala (WACC);
2. izračunamo čisti poslovni dobiček s prilagojenim davkom na dobiček (NOPLAT), ki je rezultat prihodkov od prodaje (kot denarnega pritoka podjetja), poslovnih odhodkov, ki predstavljajo denarne odtoke, amortizacije kot odhodka osnovnih sredstev in prilagojenega davka na dobiček;
3. izračunamo vloženi kapital v podjetje (IC), ki ga delimo na poslovno in neposlovno vloženi kapital (kratkoročne finančne naložbe in druge neposlovne naložbe), poslovno vloženi kapital predstavlja obratni kapital, dolgoročne naložbe in tržne vrednosti poslovnih najemov kot osnovne sestavine;
4. čisti poslovni dobiček primerjamo z začetnim poslovno vloženim kapitalom in ugotovimo njegovo dobičkovnost (ROIC);
5. razlika med dobičkovnostjo poslovno vloženega kapitala in ceno kapitala je pozitivni ali negativni odstotek;
6. dobljeni odstotek pomnožimo s poslovno vloženim kapitalom in dobimo ekonomski dobiček ali izgubo.

3. VREDNOTENJE PODJETJA ALFA s. p.

3.1. PREDSTAVITEV PODJETJA ALFA s. p.

Ocenjevano podjetje deluje s osrčju slovenskih goric, v mirnem in prijetnem kraju Cerkvenjak. Ukvarja se z gostinsko dejavnostjo ter je v standardni klasifikaciji dejavnosti zajeto pod št. 55.10, 55.21, 55.22, 55.23, 55.30, 55.51, 55.52. – dejavnost prehrabnenih gostinskih obratov, dejavnost restavracij in gostiln, dejavnost okrepčevalnic, samopostrežnih restavracij, picerij, dejavnost slaščičarn, kavarn, dejavnost premičnih gostinskih obratov, dejavnost drugih prehrabnenih obratov; dejavnost menz, priprava in dostava hrane, dejavnost hotelov in podobnih obratov, dejavnost planinskih domov in mladinskih prenočišč; dejavnost

kampov; dejavnost drugih nastanitvenih obratov (otroških letovišč in sindikalnih domov, turističnih kmetij z nastanitvenimi zmogljivostmi) itd.

Podjetje ima 10 letno tradicijo in redno zaposluje 20 ljudi, ob vikendih in praznikih pa še kakšnega več. Ima enega lastnika. Lastnik podjetja je pred 10 leti v objektu, v katerem je bila prej osnovna šola ter je bil v precej slabem stanju, najprej uredil bistro tri leta kasneje pa še restavracijo in diskoteko. Restavracija se je postopoma širila in v letu 2003 dosegla današnjo podobo, tako so danes na voljo; restavracijski del gostišča oz. salon, ki sprejme 60 oseb, mala soba za 30 gostov ter velika dvorana, ki se deli na 3 dele ter skupaj sprejme do 400 oseb. Prav tako pa imajo na razpolago še 2 letni terasi, ki lahko sprejmeta do 200 gostov in pomenita v vročih poletnih dneh pravo pridobitev.

Na razpolago imajo tudi 4 dvoposteljne sobe, ki imajo vso potrebno opremo in ponudbo (WC, SAT-TV, tuš, mini-bar), ena soba pa ima na razpolago tudi velik balkon oz. razgledni stolp, ki nudi čudovit razgled na Slovenske Gorice.

Gostišče nudi velik izbor hrane slovenske kuhinje ter ponudbo družinskih kosil, zelo je znano po kvalitetnih in obilnih obrokih, prirejajo pa tudi kosila ob različnih priložnostih kot so: rojstni dnevi, birme, obhajila, zaključene družbe, seminarji, poroke.

Gostišče je zelo vpeto v lokalno okolje, saj nudi okoliškim ljudem možnost zaposlitve, hkrati pa pomeni center lokalnega življenja in zbiranja ljudi ter je tudi eden pomembnejših virov lokalnega proračuna, saj privablja veliko ljudi iz daljne in bližnje okolice, ki ob obisku pustijo nekaj denarja, katerega del se preko davkov prelije tudi v občinsko blagajno.

Omenjenemu podjetju bom analiziral vrednost, ker bi lahko v prihodnosti pomenilo dobro priložnost za nakup. Sicer ima podjetje lastnosti družinskega podjetja, v njem so zaposleni oziroma pomagajo vsi družinski člani. Vendar je lastnik v letih, ko obstaja možnost, da bi se odločil za prodajo podjetja ter se predal uživanju sadov svojega dela. Lastnik je precej dominantna oseba v družini, ostali člani družine pa so ali nekoliko prestari, da bi prevzeli vodenje ali pa so v letih, ko še niso sposobni prevzeti vodenja, oziroma za kaj takega še ne kažejo interesa. Podjetje bi lahko bila ustrezna prevzemna točka tudi zaradi velike stopnje zadolženosti, saj je bila začetna gradnja objekta in opreme financirana izključno z bančnimi posojili. Skratka, podjetje je primerno za vrednotenje in čakanje na morebitno priložnost.

3.1.1. Opis panoge gostinstva in konkurence podjetja

Podjetje v bližnji okolici nima prave konkurence, saj so druga gostišča oz. podjetja, ki se v okolici ukvarjajo s pripravo jedi veliko manjša, ter imajo veliko skromnejšo ponudbo od analiziranega podjetja, prav tako ima analizirano podjetje veliko konkurenčno prednost pred ostalimi predvsem v organizaciji porok, pogrebov itd., saj ima na razpolago precej več prostora kot druga gostišča, da bi se v bližnji okolici pojavil nov konkurent pa ni za pričakovati oziroma je le malo verjetno.

Z dobavitelji se prav tako ne pričakuje težav, saj je le teh v dejavnosti restavracij veliko, in se jih lahko hitro zamenja. Prav tako ni pričakovati težav s pridobivanjem kadrov, saj jih je v okolici veliko z ustrežno gostinsko izobrazbo. V gostišču tudi vsako leto vzamejo iz srednje gostinske šole Radenci in Maribor učence, katere izobražujejo po »dualnem« sistem. Na negativne vplive, s strani zakonodaje in inšpekcijskih služb prav tako ni računati, saj so objekti novi in ustrezni vsem zahtevanim standardom. Ravno v trenutku pisanja te naloge, je bil v Sloveniji sprejet protikadilski zakon, ki je močno vplival na vse gostinske lokale, vendar na analizirano gostišče ni močnejše vplival, saj ima veliko teraso, na kateri se lahko zadržujejo kadilci, gostišče pa razpolaga tudi s dovolj prostora za postavitev kadilnice ali grelnikov. Prav tako pa podjetju ne predstavlja osnovne dejavnosti dnevni bar, temveč je osnovna dejavnost podjetja restavracija, na katero nov protikadilski zakon nima večjega vpliva.

Dodatno priložnost ter, zagon za podjetje pomeni tudi izgradnja nove avtoceste, ki je že do sedaj prinesla podjetju veliko pozitivnega, saj imajo zasedene vse sobe z gradbenimi inženirji, kateri nadzorujejo dela, ki potekajo na avtocesti. Prav tako gostišče na gradbišče avtoceste dostavi vsak dan okoli 600 malic. Avtocesta bo imela izvoz v dolini pod gostiščem, in bo oddaljeno približno 2 km od gostišča. To bi prav tako lahko pomenilo nove obiskovalce, seveda ob ustrezni dodatni reklami.

Nadalje ima gostišče zagotovo še rezerve na področju diskoteke, kjer so cene za trenutno storitev prevelike in bi se lahko iztržilo iz te dejavnosti še veliko več, še posebej ob dejstvu, da v bližnji okolici (premer 15 km) ni nobene konkurence.

Makroekonomske razmere v Sloveniji, so dobre, prav tako ni pričakovati poslabšanja makroekonomskih razmer v prihodnosti do tolikšne mere, da bi to vplivalo v večji meri

negativno na poslovanje gostišča. Za gostišče je vsekakor razveseljiva nadpovprečna rast BDP v Sloveniji, ki naj bi močno rasel tudi v prihodnje, nakar naj bi se približal stopnji rasti BDP starih članic EU. Dviga se tudi standard okoliškega prebivalstva, na kar vpliva predvsem padanje stopnje nezaposlenosti. V trenutku pisanja naloge je zaskrbljujoča samo visoka inflacija, in s tem povišane cene hrane, za katero se pa domneva, da bo sčasoma spet prišla v prejšnje okvirje.

Za panogo gostinstva je značilno, da je to zrela panoga, ki ni v veliki meri podvržena spremembam ter, je manj tvegana od povprečne panoge v Sloveniji. Zadnji razpoložljivi podatki o uspešnosti panoge gostinstva so podatki statističnega urada Slovenije iz leta 2006, iz katerih je razvidno, da je bil skupni realni prihodek v gostinstvu v novembru 2006 za 9,6 % višji kot v novembru 2005. K rasti prihodkov pa so najbolj prispevala prav podjetja, ki se ukvarjajo s pripravo hrane. Njihov prihodek je bil namreč kar za 14,8 % višji kot v novembru 2005. Za 5,3 % višji prihodek kot v novembru 2005 so ustvarila podjetja, ki točijo pijače, za 4,3 % pa podjetja, ki nudijo nastanitve in z njimi povezane storitve.

V nadaljevanju so prikazani nekateri kazalniki poslovanja podjetja v primerjavi z kazalniki poslovanja panoge gostinstva v letu 2006.

Tabela 2: primerjava kazalnikov poslovanja podjetja v primerjavi s panogo gostinstva v letu 2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJE	ALFA s. p.	PANOGA
celotna gospodarnost	1,08	1,06
gospodarnost poslovanja	1,10	1,06
čista dobičkovnost skupnih prihodkov	5,24	5,35
čista donosnost sredstev (ROA)	7,39	4,80
kratkoročni koeficient	0,68	0,70
dnevi vezave zalog	22,30	12,65
dnevi vezave poslovnih terjatev	26,44	21,62
dnevi vezave poslovnih obveznosti	61,74	53,25

Vir: baza podatkov Gvin

Iz primerjave nekaterih ključnih kazalnikov gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti poslovanja podjetja v letu 2006, s kazalniki gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti celotne panoge razberemo, da je bilo podjetje v letu 2006, nekoliko uspešnejše kot panoga v celoti. Iz primerjave pomembnejših kazalnikov dni vezave in obračanja pa razberemo, da ima podjetje v primerjavi s panogo še nekaj rezerv, predvsem pri ravnanju z zalogami ter izterjavi terjatev do kupcev.

Tabela 3: razvoj kazalnikov panoge v obdobju od leta 2002 do 2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJE	2003	2004	2005	2006
EBIT	7.926.574	9.301.883	8.196.208	9.206.367
celotni prihodki	140.483.920	141.188.351	137.366.012	152.800.186
celotni odhodki	133.470.118	132.969.876	130.652.056	144.703.355
kratkoročni koeficient likvidnosti	0,76	0,75	0,74	0,70
obračanje zalog	24,87	29,1	27,73	28,86
dnevi vezave poslovnih terjatev	18,86	19,75	22,48	21,62
celotna gospodarnost	/	1,06	1,05	1,06
gospodarnost poslovanja	1,06	1,07	1,06	1,06
čista dobičkovnost skupnih prihodkov	/	4,37	5,21	5,35
čista donosnost sredstev (ROA)	3,99	4,98	4,33	4,80

Vir: baza podatkov Gvin

Iz izbranih kazalnikov poslovanja panoge, katerih razvoj smo analizirali za obdobje od leta 2003 do leta 2006, smo ugotovili, da večjih nihanj v panogi ni opaziti. Slednje lahko razberemo iz primerjave razvoja čistega dobička iz poslovanja, celotnih prihodkov in celotnih odhodkov, kateri so bili skozi vso obdobje na isti ravni, oziroma se skozi obdobje niso pomembneje spreminjali. Prav tako se skozi obdobje od leta 2003 do leta 2006, niso veliko spreminjali kazalniki kratkoročnega koeficienta likvidnosti, obračanja zalog ter, dni vezave poslovnih terjatev. V obdobju od leta 2003 do leta 2006, prav tako ni opaziti večjih nihanj pri kazalnikih gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti poslovanja panoge. Iz navedenega lahko sklepamo, da je panoga zelo stabilna ter, da ni v večji meri občutljiva na makroekonomske spremembe v državi.

3.1.2. Načrt upravljanja s podjetjem po prevzemu

Poslanstvo podjetja:

Naše prvo opravilo po prevzemu podjetja od dosedanjega lastnika, bi bilo določanje ustreznega poslanstva podjetja, katerega bi dosledno spoštovali in zasledovali vsi zaposleni v podjetju. Načrtovano uspešnost in donosnost podjetja bomo dosegli, s jasno izraženim poslanstvom podjetja, ki bo temeljilo na želji, da bi se podjetje razvilo v pozitivno misleče, stroškovno učinkovito in odlično organizirano podjetje, ki temelji na odgovornosti tako, do zaposlenih kot tudi do družbenega okolja. Tako, da bodo korist od uspešnega delovanje podjetja imeli tako lastniki, zaposleni, dobavitelji, kupci kot tudi širša življenjska skupnost v kateri podjetje deluje. Poslanstvo podjetja bomo dosegli s zasledovanjem ciljev, ki bodo povezani tako z notranjim kot zunanjim okoljem podjetja, to so:

- zavezanosti, k popolnemu nadzoru nad denarnim tokom podjetja;
- zavezanosti, k zmanjševanju stroškov;
- sproščenem odnosu tako med zaposlenimi kot tudi do kupcev;
- zavezanosti k nenehnemu napredku;
- nudenju kakovostnih in cenovno ugodnih izdelkov;
- celostni skrbi za zaposlene;
- vključevanjem v delovanje življenjske skupnosti.

Najpomembnejše mesto med zasledovanimi cilji bi v podjetju vsekakor zasedala zavezanost k popolnemu nadzoru nad denarnim tokom podjetja. Ustrezen denarni tok bi dosegli s učinkovitim nadzorom nad stroški podjetja, katerega bi dosegli s ustreznim nadzorom nad upravljanjem s zalogami, terjatvami do kupcev, obveznostmi do dobaviteljev, ter izbiro ustreznih oblik financiranja poslovanja. Slednje nam bo omogočalo izdelavo vsaj 5 letnih planov poslovanja podjetja, na podlagi katerih bomo lahko ustrezno planirali denarni tok podjetja, in na podlagi projekcij denarnega toka pravočasno planirali potrebe po dodatnem financiranju, s čimer bomo lahko pridobivali potrebne finance za poslovanje podjetja po najnižji ceni, v ustrezni višini in obliki.

Upravljanje z zalogami in dobavitelji:

Vpeljali bomo ustrezen nadzor nad dobavami in zalogami, s čimer se bomo izognili, da bi imeli presežna denarna sredstva vezana v zalogah, prav tako bomo zmanjšali verjetnost, da se zaloge pokvarijo ter, se izognili odvečnim stroškom skladiščenja. Prav tako bomo ob ustreznem nadzoru nad zalogami in dobavami ostali fleksibilni ob morebitnih večjih povpraševanjih, s čimer ne bomo zaradi nezadostnih zalog izgubljali prihodkov iz prodaje. Nižje nabavne cene bomo dosegli tako, da bomo določili dni, ko so potrebe po materialu največje ter z dobavitelji sklenili pogodbe o nabavah za celoletne količine, z predvidenimi datumi in količinami dobav, s čimer bomo dosegli višji rabat, izhajajoč iz obsega nabave in lažjega planiranja dobaviteljev za naše dobave. Prav tako, pa bomo lahko v tem primeru od dobaviteljev zahtevali dobave glede na naše potrebe in ustrezno kvaliteto dobavljenih proizvodov.

Upravljanje s financiranjem obratnih in osnovnih sredstev:

Po potrebnih finančnih sredstvih bomo povpraševali v več bankah, njihovo ponudbo bomo med seboj vedno primerjali, prav tako pa bomo vzdrževali stik z bankami in do njih prihajali s že pripravljenimi predlogi za financiranje, v katerih bodo že pripravljeni osnovni elementi pogodbe o bančnem posojilu kot so, višina posojila, ročnost, način črpanja, način vračila, način zavarovanja posojila in predlagana obrestna mera. Posluževali se bomo učinkov finančnega vzvoda, ter s tem poviševali donosnost lastniškega kapitala, saj obresti predstavljajo odbitno postavko pri določanju osnove za odmero davkov. Ročnost odplačila posojil, bomo usklajevali s življenjsko dobo sredstev, držali pa se bomo tudi osnovnega pravila financiranja poslovanja, ki pravi, da moramo kratkoročna sredstva financirati s kratkoročnimi viri sredstev, dolgoročna sredstva pa z dolgoročnimi viri sredstev. Nadalje bomo, skušali optimizirati strukturo financiranja podjetja, ter ob nastanku odvečnih denarnih sredstev le te nemudoma investirali. Prav tako bomo potrebe po dodatnih finančnih virih zmanjševali s plačevanjem obveznosti na zadnji dan pred iztekom plačilnega roka.

Pri financiranju obratnih sredstev podjetja se bomo držali pravila, da bomo obratna sredstva poskušali v čim večji meri financirati z najcenejšo obliko financiranja, to je z obveznostmi do dobaviteljev. Pri dobaviteljih bomo uveljavili našo pogajalsko prednost, ki izhaja iz velikega števila dobaviteljev med katerimi lahko izbiramo ter, tako poskušali doseči, daljše plačilne

roke in ugodnejše dobavne pogoje v obliki dobave ravno v pravem trenutku in po nižjih nabavnih cenah. V nadaljevanju bomo manjkajoča kratkoročna sredstva pridobivali s pomočjo ponudbe komercialnih bank, katere nudijo kratkoročna bančna posojila, namenske kredite in bančne limite. Šele, ko bi prišli do točke, kjer bi lahko bila ogrožena fleksibilnost in likvidnost podjetja ter, bi finančni vzvod izgubil vpliv na donosnost lastniškega kapitala, in bi začel prevladovati nedolžniški davčni ščit, se bomo začeli posluževati notranjih rezerv.

Investicije v nova in nadomestna osnovna sredstva pa bomo financirali tako, da se bomo posluževali dolgoročnih bančnih posojil, poslovnih ter finančnih najemov, v odvisnosti od osnovnega sredstva, ki ga bomo financirali. V primeru, da bi se pojavile tolikšne potrebe po dodatnem financiranju, da vpliv dolžniškega ščita na davčno osnovo ne bi bil več ustrezen, pa se bomo po finančnih sredstvih obrnili na notranje rezerve. Financiranja poslovanja podjetja z tujim lastniškim kapitalom ne načrtujemo, saj bi se s tem odpovedali delu nadzora nad podjetjem. Obrestno mero dolgoročnih bančnih posojil bomo znižali tako, da bomo v zavarovanje ponudili hipoteko nad osnovnimi sredstvi podjetja (nepremičnina, oprema) ter, vinkulacijo zavarovalne police na nepremičnino. Izogibali pa se bomo osebnemu poroštvo. Ročnost odplačevanja dolgoročnega posojila bomo vedno usklajevali s življenjsko dobo financiranega sredstva.

Upravljanje s terjatvami:

Stroške podjetja in posledično potrebe po dodatnem nepredvidenem financiranju bomo dosegli tudi s učinkovito izterjavo terjatev. V ta namen bomo izdelali pravilnik s strogo določenimi koraki izterjave terjatev, katerega se bodo morali držati vsi zaposleni v podjetju. Učinkovita izterjava terjatev, bo postala ena prednostnih nalog v podjetju. Prav tako bomo vse nove kupce bonitetno preverjali, prav tako pa ne bomo dajali nobenih popustov na morebitna predplačila ter, poskušali doseči krajše plačilne roke za kupce.

3.1.3. Kupoprodajna pogodba z lastnikom

Pred izpeljavo prevzema podjetja se bomo prav tako poskušali čim boljše zavarovati pred nepričakovanimi presenečenji, katere bi lahko nastale zaradi nekorektnega odnosa dosedanjega lastnika. V ta namen bomo v kupoprodajno pogodbo vključili ustrezna določila

in klavzule, ki bi takšno ravnanje preprečevale. Kupoprodajna pogodba bo v obliki notarskega zapisa, ki bo vseboval tudi naslednja določila:

- garancijo lastnika, da so vsi računovodski in drugi podatki, ki nam jih je posređoval lastnik in smo jih dobili v podjetju resnični in pravilni;
- garancijo, da je družba dejansko lastnica vseh sredstev, ki nam jih je prodala;
- garancijo, da so poravnane vse obveznosti do države (plačani vsi davki);
- kdo plača stroške transakcije.

Prav tako, bomo sklenili tudi predprodajno pogodbo, katera bo veljala za čas vrednotenja podjetja ter, katere namen bo preprečiti razne zlorabe. V predpogodbi bodo naslednje klavzule, da lastnik do prevzema podjetja ne sme:

- povišati plač zaposlenim;
- sklepati določenih pogodb;
- izvrševati transakcij nad določenim zneskom;
- da mora do prevzema skrbno ravnati s sredstvi podjetja.

Ugotovitve SWOT analize:

Na podlagi analize notranjih dejavnikov podjetja, na podlagi finančne analize in analize okolja ocenjujemo, da ima podjetje naslednje prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti:

Prednosti:

- prepoznavnost podjetja v regiji;
- izkušnje zaposlenih;
- nova oprema;
- brez konkurence v bližnji okolici;
- velika pogajalska moč napram dobaviteljem;
- stabilna panoga dejavnosti.

Slabosti:

- slabo obračanje terjatev;
- slabo obračanje zalog;
- nizka dodana vrednost na zaposlenega;

Priložnosti:

- novo boljše vodstvo s več modernega podjetniškega in managerskega znanja
- rezerve pri ravnanju s zalogami in dobavitelji;
- rezerve pri ravnanju s terjatvami;
- rezerve pri ravnanju s zaposlenimi;
- rezerve pri načinu financiranja podjetja.

Nevarnosti:

- nov protikadilski zakon;
- rastoča inflacija (rast cen stroškov osnovnega materiala).

3.1.4. Omejitve, pri določanju ocene vrednosti podjetja

Končno izračunano ocenjeno vrednost podjetja, bomo morali jemati z nekoliko rezerve, predvsem iz razloga, da nimamo na razpolago vseh potrebnih podatkov, katere bi imeli na razpolago, v primeru, da bi šlo za realen prevzemni posel. Manjkajoči podatki so posledica tega, da smo oceno vrednosti podjetja izvedli na podlagi javnih evidenc in osebnega poznavanja podjetja medtem, ko do podrobnih računovodskih evidenc podjetja nismo imeli dostopa. K verjetnosti, da izračunana vrednost podjetja ni pravilna, najbolj vplivajo naslednji dejavniki:

- nimamo podatkov o dejanskem stanju dolga podjetja;
- nimamo podatkov, o vrsti inštrumentov zavarovanja, ki jih je podjetju ponudilo v zavarovanje posojil (hipoteka itd.);
- nimamo podatkov, o oblikah dolžniškega financiranja, ki jih je podjetje uporabilo (dolgoročno posojilo, poslovni in finančni najemi itd.);

- kakšne so pogodbe o zaposlitvi;
- koliko se dejansko investira v vzdrževanje osnovnih sredstev;
- nobeno primerljivo podjetje ne kotira na borzi;
- prav tako ni bilo kupoprodaj primerljivih podjetij.

3.2. RAČUNOVODSKI VIDIK VREDNOTENJA

V okviru računovodske analize podjetja bomo opravili analizo bilance stanja in izkaza uspeha, pri čemer bomo ugotavljali in ocenjevali predvsem tiste spremenljivke bilance stanja in izkaza uspeha, ki imajo največji vpliv na poslovanje podjetja ter na izračun oziroma velikost prostega denarnega toka podjetja. Namen računovodske analize bilance stanja in izkaza uspeha je predvsem ugotovitev trenutnega finančnega stanja podjetja, analiza razvoja finančnega stanja podjetja od leta 2002 do 2006, ugotovitev strukture in kvalitete sredstev s katerimi podjetje razpolaga in posluje, ter ugotovitev vrste prihodkov in odhodkov, ki najbolj vplivajo na finančni izid poslovanja podjetja. Navedeno bomo dosegli s vodoravno in navpično analizo sredstev in obveznosti do virov sredstev ter s pomočjo iz bilance stanja in izkaza uspeha izvedenih kazalnikov poslovanja. Na omenjen način bomo ugotovili obseg, strukturo, dinamiko sredstev ter virov sredstev, hkrati pa bomo opravili tudi analizo deležev in dinamike elementov izkaza uspeha. Izkaz uspeha bo pokazal kolikšne prihodke, stroške in odhodke je podjetje ustvarilo v opazovanem obdobju, na podlagi teh podatkov bomo ugotovili ali podjetje deluje uspešno in ali je sploh primerno za nakup. S pomočjo vodoravne, navpične računovodske analize ter analize kazalnikov poslovanja bomo skušali predvsem odkriti morebitna problemska stanja in razloge za problemska stanja v podjetju, ki bi lahko kasneje vplivale na poslovanje podjetja pod našim vodstvom. Prav tako lahko z analizo odkrijemo prednosti podjetja nasproti konkurence, ter neizkoriščene priložnosti, katerih podjetje ne izkorišča v zadostni meri.

3.2.1. Aktiva bilance stanja

Tabela 4: višina in struktura sredstev podjetja v letih 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJE / LETO	2002	del. v %	2003	del. v %	2004	del. v %	2005	del. v %	2006	del. v %
SREDSTVA	483.858		476.556		503.673		580.279		582.754	
A. DOLGOROČNA SREDSTVA	444.388	91,8	418.843	87,9	430.190	85,4	476.687	82,1	437.896	81,3
opredmetena osnovna sredstva	442.967	91,5	417.837	87,7	427.533	84,9	473.726	81,6	471.718	80,9
B. KRATKOROČNA SREDSTVA	39.467	8,2	57.713	12,1	73.483	14,6	101.556	17,5	106.815	18,3
zaloge	15.797	3,3	16.929	3,6	37.505	7,4	46.578	8,0	39.623	6,8
kratkoročne poslovne terjatve	20.902	4,3	40.785	8,6	35.977	7,1	54.978	9,5	63.781	10,9

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Višina sredstev s katerimi razpolaga podjetje in s katerimi podjetje opravlja svojo dejavnost je v obdobju od leta 2002 do leta 2006 nenehno naraščala. Tako se je od leta 2002, ko je podjetje razpolagalo s 483.858,00 EUR sredstev, višina sredstev povzpela na 582.754,00 EUR v letu 2006, kar pomeni, da je letna realna povprečna stopnja rasti sredstev v tem obdobju znašala 7,56 %. To je predvsem posledica investiranja v večje kapacitete in sodobnejše prostore gostišča (večja kuhinja, dodatne sobe, večja terasa gostišča), ter povečanega obsega dela. Rast sredstev se je že v letu 2005 umirila, saj so bile takrat zaključene vse investicije in glede na to, da so prostori gostišča novi in moderno urejeni tudi v prihodnje ni pričakovati večjih dodatnih investicij. Rast sredstev v prihodnosti je pričakovati samo na račun rasti kratkoročnih sredstev podjetja.

Med sredstvi podjetja sicer prevladujejo dolgoročna sredstva, vendar se od leta 2002 do leta 2006 nenehno povečuje delež kratkoročnih sredstev podjetja. Tako so kratkoročna sredstva podjetja v letu 2002 dosegala 8,2 % delež vseh sredstev podjetja, v letu 2006 pa že 18,3 % delež vseh sredstev podjetja. To je predvsem posledica rasti poslovanja, s čimer so se hkrati povečale tudi zaloge in kratkoročne poslovne terjatve.

Med dolgoročnimi sredstvi imajo najpomembnejšo vlogo opredmetena osnovna sredstva katera so v letu 2006 dosegala 99,6 % delež vseh dolgoročnih sredstev podjetja. Iz tega tako izhaja, da podjetje skorajda ne razpolaga s opredmetenimi osnovnimi sredstvi.

Med kratkoročnimi sredstvi, pa v podjetju prevladujejo predvsem zaloge in kratkoročne poslovne terjatve, kratkoročnih finančnih naložb pa ima podjetje le za vzorec. Prav tako ne postavlja pomembnejše postavke v kratkoročnih sredstvih podjetja denar, katerega ima podjetje le v količini potrebni za sprotne potrebe poslovanja. Zaloge so v letu 2006 dosegale 6,8 % delež vseh sredstev podjetja, kratkoročne poslovne terjatve pa so dosegale 10,9 % delež vseh sredstev podjetja. Povečanje kratkoročnih poslovnih terjatev je predvsem posledica večjega obsega malic, ki jih gostišče pripravlja za delavce na gradbišču avtoceste ter za sobe, kjer prenočujejo ti delavci. Tako ima gostišče največ kratkoročnih poslovnih terjatev do gradbenih podjetij, ki gradijo avtocesto. Gradnja avtoceste bo predvidoma trajala še do konec leta 2009, in do takrat se pričakuje večji delež kratkoročnih poslovnih terjatev v sredstvih podjetja.

3.2.2. Pasiva bilance stanja

Tabela 5: Višina in struktura pasive bilance stanja v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJE / LETO	2002	del. v %	2003	del. v %	2004	del. v %	2005	del. v %	2006	del. v %
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	483.858		476.556		503.673		580.279		582.754	
KAPITAL	226.526	46,8	168.054	35,3	228.281	45,3	252.908	43,6	288.579	49,5
FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI	257.322	53,2	308.502	64,7	275.393	54,7	327.371	56,4	294.175	50,5
a) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI							155.489	26,8	135.990	23,3
dolgoročne finančne obveznosti							155.489	56,8	135.990	23,3
b) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI							171.881	29,6	158.185	27,1
kratkoročne finančne obveznosti							46.475	8,0	44.889	7,7
kratkoročne poslovne obveznosti							125.406	21,6	113.296	19,4

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Podjetje že od leta 2002 nenehno izboljšuje strukturo financiranja svojih aktivnosti tako, da je v letu 2006 svojo dejavnost financiralo z 49,5 % lastnega kapitala ter z 50,5 % dolga. Delež dolga se je povečal le leta 2003, ko je lastnik zaradi novih investicij v prostore gostišča, imel večjo potrebo po dodatni dolžniški obliki financiranja.

Dolgoročne obveznosti podjetja so v letu 2006 dosegale 23,3 % delež vseh obveznosti do virov sredstev, kar je pomenilo nekoliko nižji delež kot v primerjavi z letom 2005, to je bila predvsem posledica odplačevanja dolgoročnih posojil, ki jih je podjetje najelo zaradi novih investicij v letu 2003, novih dolgoročnih posojil pa podjetje v letih 2005 in 2006 ni najemalo. Med dolgoročnimi obveznostmi podjetja dolgoročnih poslovnih obveznosti podjetje ni uporabljalo. Med kratkoročnimi obveznostmi podjetja, pa so glede na celotne obveznosti podjetja do virov sredstev v letu 2006, dosegale 19,4 % delež kratkoročne poslovne obveznosti in 7,7 % delež kratkoročne finančne obveznosti. Kratkoročne obveznosti podjetja so se glede na leto 2005 nekoliko znižale, predvsem so se v večji meri znižale kratkoročne obveznosti podjetja iz poslovanja. V letu 2006 so dolgoročne finančne obveznosti podjetja znašale 135.990,00 EUR, leto pred tem pa 155.489,00 EUR, kar pomeni, da podjetje letno odplačuje približno 20.000,00 EUR dolgoročnega posojila.

3.2.3. Analiza prihodkov

Tabela 6: prihodki podjetja v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1EUR)

KATEGORIJE LETO	2002	2003	2004	2005	2006	stop. rasti v %
CELOTNI PRIHODKI	421.730	477.560	596.518	647.343	819.891	18,8
POSLOVNI PRIHODKI	421.730	475.467	596.502	647.339	819.888	

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Celotni prihodki podjetja dosegajo od leta 2002 povprečno realno stopnjo rasti 18,8 % in so se v obdobju od leta 2002 do leta 2006 povečali iz 421.730,00 EUR v letu 2002 na 819.891,00 EUR v letu 2006. Vse prihodke je podjetje ustvarilo iz svoje redne dejavnosti z pripravo hrane, prodajo pijač ter oddajanjem sob. Medtem, ko je delež finančnih prihodkov v skupnih prihodkih podjetja zanemarljivo majhen.

3.2.4. Analiza odhodkov

Tabela 7: odhodki podjetja v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJE / LETO	2002	del. v %	2003	del. v %	2004	del. v %	2005	del. v %	2006	del. v %
CELOTNI ODHODKI	388.576		455.902		561.817		626.102		762.606	
POSLOVNI ODHODKI	381.520	90,5	436.787	91,5	555.863	93,2	612.518	94,6	745.411	90,9
STROŠKI BLAGA MATERIALA IN STORITEV	292.009	69,2	322.748	67,6	398.809	66,8	430.538	66,5	505.846	61,7
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	253.935	60,2	276.994	58,0	338.312	56,7	352.779	54,5	411.379	50,2
Stroški storitev	38.074	9,1	45.754	9,7	60.497	10,1	77.759	12,2	94.466	11,6
STROŠKI DELA	56.518	13,5	80.024	17	112.973	18,9	141.500	22,2	172.906	21,2
AMORTIZACIJA	18.650	4,4	19.535	4,1	35.035	5,9	28.749	4,5	39.853	4,9

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

V odhodkih podjetja, ki so dosegali v letu 2006, 93,6 % delež celotnih prihodkov podjetja in naraščajo od leta 2002 do leta 2006 po povprečni letni realni stopnji rasti 24,06 %, predstavljajo največji delež poslovni odhodki, kateri so v letu 2006 dosegali 90,9 % delež v celotnih prihodkih podjetja.

V poslovnih odhodkih pa predstavljajo največje postavke stroški nabavne vrednosti prodanega blaga in storitev, ki predstavljajo 55,2% celotnih odhodkov in stroški dela, kateri so v letu 2006 predstavljali 23,2 % celotnih odhodkov. Amortizacija je v letu 2006 znašala 39.853,00 EUR, kar je pomenilo, da je dosegala 4,8 % delež celotnih prihodkov. Amortizacija

je doživela velik porast v letu 2004, kar je bila posledica dodatnih investicij v letu 2003. Iz izkaza uspeha lahko razberemo, da so stroški obresti na dolgoročna posojila v letu 2006 znašali 14.149,00 EUR ali 1,7 % delež glede na celotne prihodke podjetja v letu 2006.

Tabela 8: poslovni izid podjetja v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJE / LETO	2002	del. v %	2003	del. v %	2004	del. v %	2005	del. v %	2006	del. v %	Stop. rast. v %
ČISTI DOBIČEK	24.866	5,9	16.243	3,4	26.026	4,4	15.931	2,5	42.964	5,2	28,48
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	40.210	9,5	38.680	8,1	40.639	6,8	34.821	5,4	74.478	9,1	
Izid pred davki, obrestmi in amortizacijo (EBITDA)	58.860	14,0	58.214	12,2	75.675	12,7	63.569	11,7	114.331	14,0	

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Čisti dobiček podjetja je v obdobju od leta 2002 do leta 2006 nihal, kar je predvsem posledica vmesnih naložb podjetja v razširitev poslovanja, kar je vplivalo na večje vmesne odhodke podjetja. Čisti dobiček v letu 2006 je tako dosegel 5,24 % delež celotnih prihodkov. Poslovni izid iz poslovanja ali EBIT, je dosegal do leta 2005 približno enake vrednosti, nato pa je v letu 2006 skokovito narasel na 74.478,00 EUR, kar je pomenilo 9,10 % delež v celotnih prihodkih podjetja. Prav tako je v letu 2006 dosegla večjo vrednost EBIDTA, ki je obsegala 114.331,00 EUR, kar je pomenilo 13,4 % celotnih prihodkov podjetja v letu 2006. Pogled na doseženi čisti dobiček, EBIT in EBITDA podjetja v obdobju od leta 2002 do leta 2006, nam jasno pokaže, da so na poslovni izid podjetja v tem obdobju močno vplivale investicije podjetja v razširitev gostišča in sodobno opremljeno kuhinjo, za kar je podjetje moralo vzeti dodatna dolgoročna bančna posojila.

3.2.5. Analiza poslovanja podjetja s kazalniki

Pri ocenjevanju poslovanja podjetja si lahko pomagamo tudi z različnimi kazalniki poslovanja izvedenimi iz bilanc stanja in izkaza uspeha. Ti kazalniki temeljijo na podatkih, ki so objavljeni v bilancah stanja in izkazih poslovnega izida določenega podjetja. Glede na lahek

postopek izračuna teh kazalnikov, so zelo primerni za primerjavo uspešnosti poslovanja podjetja med leti ter za primerjavo poslovanja podjetja z drugimi podjetji, saj lahko vsakdo, tudi manj poučen vlagatelj, preko računovodskega izkaza pride do zahtevanih podatkov za izračun kazalnika in dobljeni rezultat primerja s kazalniki izračunanimi za druga podjetja. Slabosti kazalnikov poslovanja pa se kažejo v tem, da si lahko vsakdo, razlaga postavke potrebne v formulah za izračun posameznega kazalnika po svoje. Problem se pojavi tudi pri izbiri podjetij za primerjavo kazalnikov, ki je še posebej pereč za Slovenijo, predvsem zaradi majhnosti gospodarstva. Osnovni problem kazalnikov poslovanja izhaja že iz same izdelave bilanc stanja in izkaza uspeha, iz katerih pridobivamo postavke za izračun kazalnikov, saj če so računovodski izkazi občutljivi na kreativno računovodstvo, potem tudi kazalniki poslovanja ne morejo biti zanesljivi. Kljub temu pa so ob upoštevanju teh slabosti in pravilnem izračunavanju, ti kazalniki lahko uporabljiv vir informacij in hiter pokazatelj uspešnosti poslovanja podjetja v primerjavi med podobnimi podjetji, ter za primerjavo uspešnosti poslovanja podjetja v času.

Med kazalniki poslovanja, ki jih bomo pregledali v nalogi so: kazalniki uspešnosti poslovanja, kazalniki obračanja, marketinški kazalniki, kazalniki donosnosti, kazalniki investiranja, kazalniki financiranja in kazalniki vodoravnega finančnega ustroja.

3.2.5.1. Kazalniki investiranja

Kazalniki investiranja prikazujejo kam in v kakšnem obsegu podjetje investira oziroma vlaga.

Tabela 9: delež osnovnih in obratnih sredstev v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KAZALNIK / LETO	2002	2003	2004	2005	2006
1. delež osnovnih sredstev v sredstvih	91,55	87,68	84,88	81,64	80,95
2. delež obratnih sredstev v sredstvih	8,16	12,11	14,59	17,15	17,98

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Kazalnik deleža osnovnih sredstev v celotnih sredstvih podjetja nam pove, da je delež osnovnih sredstev v letu 2006 dosegal 80,95 % delež v celotnih sredstvih podjetja, kar je posledica dejavnosti s katero se ukvarja podjetje, saj za svojo dejavnost uporablja veliko

nepremičnino. Delež osnovnih sredstev v celotnih sredstvih podjetja pa je tudi glede na primerljiva podjetja, ki delujejo v isti dejavnosti dokaj visok, kar je predvsem posledica dejstva, da je bila šele pred kratkim izvedena večja investicija podjetja. Delež osnovnih sredstev ima ne glede na investicije rahel trend padanja, kar je posledica rasti podjetja, ki pridobiva na svojem imenu ter količini gostov in odjemalcev malic, s čimer se povečuje delež zalog in terjatev iz poslovanja. Posledično raste vrednost kazalnika obratnih sredstev v celotnih sredstvih podjetja.

Vrednost kazalnika deleža osnovnih sredstev v sredstvih podjetja je odvisna predvsem od dejavnosti, ki jo gospodarska družba opravlja. Tako je vrednost kazalnika v tehnološko intenzivnih dejavnostih praviloma večja kot v delovno intenzivnih dejavnostih (trgovina, storitve, itd.). Zmanjšanje vrednosti kazalnika lahko pomeni, da gospodarska družba hitro raste in, da so se relativno povečala kratkoročna sredstva (zaloge, terjatve itd.), lahko pa zmanjšanje kazalnika pomeni tudi dezinvestiranje osnovnih sredstev. Na podlagi tega kazalnika je mogoče ugotoviti, koliko lastniškega oziroma koliko dolžniških virov financiranja zahteva poslovanje posamezne gospodarske družbe.

3.2.5.2. Kazalniki financiranja

Tabela 10: delež dolga v financiranju v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KAZALNIK / LETO	2002	2003	2004	2005	2006
1. delež dolgov v financiranju	53,18	64,74	54,68	56,42	50,48

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Delež dolga v financiranju dejavnosti podjetja nam kaže dolžniško financiranje vseh sredstev gospodarske družbe tako vidimo, da ima podjetje dokaj uravnoteženo strukturo financiranja med dolgom in kapitalom. Ta kazalnik nam kaže tudi, da je podjetje dolgoročno dokaj plačilno sposobno ter, da je zmerno tvegano za upnike. Se bo pa ta kazalnik v prihodnosti zagotovo še izboljševal, saj podjetje redno odplačuje svoj dolgoročni kredit in s tem zmanjšuje delež dolga v financiranju svoje dejavnosti.

3.2.5.3. Kazalniki plačilne sposobnosti

Tabela 8: kazalnika plačilne sposobnosti v obdobju 2002-2006

KAZALNIK / LETO	2002	2003	2003	2004	2005
1. kratkoročni koeficient likvidnosti	0,49	0,77	0,81	0,59	0,68
2. pospešeni koeficient likvidnosti	0,29	0,55	0,39	0,32	0,42

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Vrednost kratkoročnega koeficienta likvidnosti podjetja v letu 2006 je znašala 0,68, v samem obdobju od leta 2002 do 2006 pa je ta kazalnik sicer nekoliko nihal. Vrednost kazalnika kratkoročnega koeficienta likvidnosti nam tako pove, da družba kratkoročnih sredstev ne financira v celoti s kratkoročnimi viri financiranja, ampak za to uporablja tudi dolgoročne vire financiranja. Vendar, ko primerjamo ta kazalnik z drugimi podjetji v panogi vidimo, da je takšna vrednost kazalnika za panogo običajna. To je posledica tega, da podjetje posluje z nizko vrednostjo kratkoročnih sredstev, saj vrsta dejavnosti sili podjetje v dobave »just in time«. Prav tako podjetje ne kreditira svojih kupcev, ampak jim z le nekaterimi izjemami zaračunava storitve takoj.

Kazalnik kratkoročnega koeficienta likvidnosti kaže financiranje kratkoročnih sredstev iz kratkoročnih obveznosti do virov sredstev. Kot kratkoročna sredstva so upoštevane zaloge, kratkoročne terjatve iz poslovanja, kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva. Če je vrednost kazalnika 1, pomeni, da ima gospodarska družba kratkoročna sredstva v celoti financirana s kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev. Če je vrednost kazalnika večja od 1, gospodarska družba kratkoročna sredstva financira tudi dolgoročno. Čim večja je vrednost tega kazalnika (po teoriji 2 ali več), ugodnejša naj bi bila plačilna sposobnost gospodarske družbe.

Kazalnik pospešenega koeficienta likvidnosti pa nam pove, ali gospodarska družba financira zaloge in druga kratkoročna sredstva s kratkoročnimi obveznostmi ali tudi dolgoročno. Zaloge so najmanj likvidna oblika kratkoročnih sredstev, kar ima za posledico, da jih je v primeru likvidacije oziroma stečaja najtežje unovčiti. Zato je ta kazalnik pomembno merilo sposobnosti gospodarske družbe za poravnavo kratkoročnih obveznosti brez poseganja v zaloge. Glede na to, da je vrednost kazalnika pod 1, vidimo da podjetje vseh zalog ne

financira samo z dolgoročnimi sredstvi ampak tudi s kratkoročnimi sredstvi. Čeprav bi morala biti vrednost tega kazalnika praviloma okoli 1 je glede na naravo dejavnosti, v kateri se zaloge (ki so praviloma najmanj likvidna sredstva, glede na ročnost) hitro obračajo in spreminjajo v denar ta kazalnik v mejah normale. Kazalnik nam kaže, da podjetje financira svoje zaloge, v večjem delu s kratkoročnimi sredstvi. Po obeh kazalnikih plačilne sposobnosti je podjetje v sredini v primerjavi s primerljivimi podjetji.

3.2.5.4. Kazalniki obračanja

Tabela 11: kazalniki obračanja v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KAZALNIK / LETO	2002	2003	2004	2005	2006
1. koeficient obračanja osnovnih sredstev	1,08	1,1	1,42	1,41	1,72
2. koeficient obračanja sredstev	0,91	0,98	1,22	1,17	1,4
3. obračanje obratnih sredstev	13,09	8,57	7,96	6,67	6,77
4. obračanje zalog 1	45,14	25,51	19,14	13,88	16,37
6. obračanje kratkoročnih poslovnih terjatev	39,65	15,36	15,59	14,23	13,81

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Kazalnik koeficienta obračanja osnovnih sredstev, nam pove kako uspešno podjetje uporablja opredmetena osnovna sredstva, tako iz podatkov vidimo, da podjetje izboljšuje razpolaganje s opredmetenimi osnovnimi sredstvi ter, da potrebuje vedno manj dni za spremembo nelikvidnih sredstev podjetja v likvidna.

Nadalje kazalnik koeficienta obračanja meri obračanje sredstev podjetja in nam pove kolikokrat letno se sredstva podjetja obrnejo, dobljeni rezultati nam povedo, da so se sredstva obravnavanega podjetja v letu 2006 obrnila 1,4 krat ter, da se gibanje kazalnika vse od leta 2002 postopoma izboljšuje.

Kazalnik obračanja obratnih sredstev, ki je eden pomembnejših kazalnikov poslovanja nam kaže kolikokrat letno se obratna sredstva (zaloge, terjatve, denarna sredstva) gospodarske

družbe obrnejo. Večja vrednost tega kazalnika pomeni hitrejšo obračanje obratnih sredstev in s tem hitrejšo prehajanje obratnih sredstev iz manj likvidnih oblik v denarna sredstva. Tako so se obratna sredstva podjetja v letu 2006 v povprečju spremenila v denar 6,77 krat, opazno pa je tudi poslabšanje kazalnika glede na predhodna leta.

Kazalnik obračanja zalog kaže, kolikokrat letno se obrnejo zaloge gospodarske družbe. Izračunavanje kazalnika obračanja zalog je smiselno samo za gospodarske družbe iz dejavnosti, za katere so zaloge posebej značilne, visoka vrednost kazalnika pa nam kaže dobro upravljanje z zalogami. Kazalnik obračanja zalog nam tako pove, da podjetje ne gospodari najbolje s zalogami saj je kazalnik v primerjavi tako s konkurenčnimi podjetji kot z gospodarstvom kot celoto zelo nizek.

Kazalnik obračanja kratkoročnih poslovnih terjatev pa pove, kolikokrat letno se obrnejo kratkoročne terjatve iz poslovanja (terjatve do kupcev in druge terjatve iz poslovanja) v denarna sredstva. Večja vrednost tega kazalnika pomeni hitrejšo obračanje terjatev iz poslovanja v denarna sredstva. Metoda izračuna tega kazalnika predpostavlja, da so vsi proizvodi, blago, material in storitve prodani z odloženim plačilom ter, da so vsi prihodki unovčeni. Ta kazalnik dosega povprečno vrednost glede na vrednost kazalnika konkurence ter je veliko boljši od vrednosti kazalnika za gospodarstvo kot celoto.

3.2.5.5. Kazalniki dni vezave

Tabela 12: kazalniki dni vezave v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KAZALNIK / LETO	2002	2003	2004	2005	2006
1. dnevi vezave zalog	8,09	14,31	19,07	26,28	22,3
3. dnevi vezave kratkoročnih poslovnih terjatev	20,47	23,76	23,41	25,62	26,44
4. dnevi vezave kratkoročnih poslovnih obveznosti	44,0	67,85	58,0	67,71	61,74

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Kazalnik dni vezave zalog kaže povprečno število dni vezave sredstev v zalogah za obdobje enega leta. Večje je število dni vezave zalog, počasnejše je obračanje oziroma spreminjanje zalog v likvidnejše oblike kratkoročnih sredstev. Večje zaloge zahtevajo več sredstev za njihovo financiranje, kar vpliva na slabši poslovni izid. Pri tem kazalniku se kaže, da podjetje glede na konkurenco dosega slabše rezultate ter, da se število dni vezave zalog glede na pretekla leta še povečuje. To kaže na mogoče probleme z neprimerno politiko nabave, ki daje premajhen poudarek na dobave "just in time".

Kazalnik dni vezave kratkoročnih poslovnih terjatev kaže povprečno število dni vezave kratkoročnih terjatev iz poslovanja za obdobje enega leta. Večje je število dni vezave kratkoročnih terjatev iz poslovanja, počasnejše je obračanje oziroma spreminjanje teh terjatev v likvidnejšo obliko, v denarna sredstva. Tudi ta kazalnik kaže na to, da bi podjetje moralo nekoliko izboljšati politiko izterjave svojih poslovnih terjatev ter, da bi moralo odjemalcem skrajšati roke plačila. Ker pa ima podjetje le malo kratkoročnih poslovnih terjatev ta kazalnik ni problematičen.

Kazalnik vezave kratkoročnih poslovnih obveznosti kaže, v kolikih dneh gospodarska družba poravnava kratkoročne obveznosti iz poslovanja. Ta podatek kaže, da se podjetje kratkoročno financira tudi na račun dobaviteljev in lahko v daljšem časovnem obdobju kaže na poslabšanje plačilne sposobnosti gospodarske družbe.

3.2.5.6. Kazalniki gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti

Tabela 13: kazalniki gospodarnosti in donosnosti v obdobju 2002-2006 (zneski so v 1 EUR)

KAZALNIK / LETO	2002	2003	2004	2005	2006
1. celotna gospodarnost	1,09	1,05	1,06	1,03	1,08
2. gospodarnost poslovanja	1,11	1,09	1,07	1,06	1,1
3. čista dobičkovnost skupnih prihodkov	5,9	3,4	4,36	2,46	5,24
5. čista donosnost sredstev (ROA)	5,38	3,39	5,32	2,94	7,39
13. dodana vrednost na zaposlenega	11.538	12.567	14.511	8.916	15.958

Vir: baza podatkov Gvin in lastni izračuni

Kazalnik celotne gospodarnosti sintetično odraža gospodarnost poslovanja s prikazom intenzivnosti odmika skupnih prihodkov od skupnih odhodkov. Pri presoji tega kazalnika je potrebno upoštevati tudi možnost, da je poslovni izid lahko zmanjšan, oziroma skupni odhodki povečani, za znesek poravnane izgube iz prejšnjih let. Gospodarska družba je poslovno uspešnejša, če je vrednost tega kazalnika večja od 1 (kar pomeni, da je na 100 evrov skupnih odhodkov dosegla več kot 100 evrov skupnih prihodkov) in če hkrati izkazuje čisti dobiček. Tako je podjetje v letu 2006 na 100 EUR skupnih odhodkov ustvarilo 108 EUR skupnih prihodkov. Podjetje se je dobro odrezalo v primerjavi s drugimi podjetji v panogi ter dosega podobne rezultate v primerjavi s gospodarstvom kot celoto.

Kazalnik gospodarnosti poslovanja pove, koliko prihodkov iz poslovanja (prihodkov iz prodaje in drugih prihodkov iz poslovanja) je gospodarska družba dosegla na 100 evrov odhodkov iz poslovanja (stroškov blaga, materiala in storitev, stroškov dela, amortizacije in drugih odhodkov iz poslovanja), prilagojenih za razliko v vrednosti zalog. Tudi ta kazalnik je v primerjavi s konkurenco dober, vendar nekoliko niha skozi leta. Prav tako je za malenkost boljši od rezultatov gospodarstva kot celote.

Kazalnik čiste dobičkovnosti skupnih prihodkov pove, koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je bilo ugotovljene na 100 evrov doseženih skupnih prihodkov gospodarske družbe. Dejavnosti, kjer je obračanje sredstev hitreje, imajo navadno nižjo dobičkovnost prihodkov in obratno. Kazalnik vpliva na donosnost sredstev in kapitala. Tako je podjetje v letu 2006 ustvarilo na 100 EUR prihodkov 5,24 EUR čistega dobička, kar je v primerjavi s podjetji v isti dejavnosti dobro, vendar nekoliko slabše kot je bila uspešnost celotnega gospodarstva.

Kazalnik čiste donosnosti sredstev kaže, kako uspešno je bilo poslovodstvo pri upravljanju sredstev. Kaže, koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je gospodarska družba ugotovila na vsakih 100 evrov obstoječih sredstev ne glede na to, kako so financirana. Rezultat kazalnika v letu 2006 je nekoliko boljši od večine konkurenčnih podjetij ter le nekoliko zaostaja za rezultati gospodarstva kot celote.

Dodana vrednost na zaposlenega, je osnovni ekonomski indikator in temeljno merilo gospodarske aktivnosti in uspeha. Vsebinsko pomeni novo ustvarjeno vrednost, ki so jo gospodarske družbe proizvedle v enem letu. Negativno dodano vrednost imenujemo izguba na substanci. Dodana vrednost na zaposlenega oziroma produktivnost prikazuje, kolikšna

vrednost dodane vrednosti je bila ustvarjena povprečno na zaposlenega. Gospodarska družba je poslovno uspešnejša, če je ugotovila čim večji znesek dodane vrednosti na zaposlenega in če je ugotovila čisti dobiček. Tako je podjetje v letu 2006 ustvarilo 15.958,00 EUR dodane vrednosti na zaposlenega. Kar je slab rezultat tako glede na konkurenčna podjetja, kot glede na gospodarstvo kot celoto.

3.2.6. Zaključek na podlagi analize računovodskih izkazov in kazalnikov poslovanja

Na podlagi računovodske analize bilanc stanja, izkazov uspeha in na podlagi teh računovodskih izkazov izvedenih kazalnikov poslovanja ocenjevanega podjetja, lahko podamo sklep, da je podjetje primerno za odkup ter, da je prehod v naslednjo fazo, postavljanja poštene vrednosti podjetja po finančnih metodah diskontiranja denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti smiselno. Za podjetje je značilno, da se nahaja v fazi zrelosti, vse za uspešno poslovanje potrebne investicije so bile že izvedene ter, da je podjetje finančno ustaljeno in na svojem področju marketinško dobro prepoznavno. Podjetje razpolaga predvsem z opredmetenimi osnovnimi sredstvi, kar je posledica dejavnosti dejstvo, da med opredmetenimi osnovnimi sredstvi predstavlja največjo postavko nepremičnina ter notranja oprema gostišča, pa kaže tudi na morebitne večje stroške vzdrževanja čez 10 do 15 let. Prav tako je razvidno, da v prihodnosti kot morebitni lastniki brez dodatnih investicij v razširitev ponudbe ne bi mogli računati na veliko večjo letno rast prihodkov. Naš cilj bi lahko bilo samo zniževanje stroškov poslovanja, predvsem bi lahko znižali stroške materiala in prodanega blaga. Medtem, ko na stroške dela ne bomo mogli močneje vplivati. Prav tako ima podjetje še vedno dokaj velik delež dolga v financiranju poslovanja, kar kaže na to, da bo minilo še kar nekaj časa, da se bo povečal prosti denarni tok za lastnika. Prav tako pa ima podjetje še nekaj rezerv pri obračanju obratnih sredstev, predvsem zalog, medtem, ko podjetje z kratkoročnimi poslovnimi obveznostmi upravlja dobro, predvsem če jih primerjamo s kratkoročnimi poslovnimi terjatvami, ki dosegajo veliko nižje vrednosti od kratkoročnih poslovnih obveznosti. Podjetje dokaj dobro obrača osnovna sredstva, nekoliko slabše je le z obratnimi sredstvi. Prav tako bi se v primeru odločitve za nakup ocenjevanega podjetja morali posvetiti povečevanju dodane vrednosti na zaposlenega, ki je v tem trenutku glede na primerljiva podjetja dokaj kritična. Na splošno pa ocenjujemo, da bo podjetje v prihodnosti finančno ter ekonomsko stabilno, da bo sposobno poravnati svoje obveznosti ter, da bo dosegalo ustrezne donose na investirani kapital.

3.3. IZRAČUN OCENE VREDNOSTI PODJETJA NA PODLAGI METODE DISKONTIRANJA DENARNIH TOKOV (DCF)

Metoda diskontiranja denarnih tokov izhaja iz temeljnega načela, da kupec kupuje tok pričakovanih prihodnjih donosov, ki mu bodo kot lastniku pripadali. Ker kupec kupuje podjetje danes, donose pa bo prejemal v prihodnosti, jih je treba pretvoriti na sedanjo vrednost z uporabo ustrezne diskontne stopnje, ki izraža tveganje povezano s prejetjem teh donosov. Sam proces vrednotenja po metodi diskontiranja denarnih tokov v tej nalogi bomo izvedli tako, da bomo v prvi fazi analizirali preteklo in sedanje poslovanje podjetja, nato pa bomo ocenili razvoj podjetja v prihodnosti za potrebe česar bomo napovedali nekatere najpomembnejše postavke bilance stanja (stalna sredstva, dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti, zaloge, terjatve iz poslovanja) in izkaza uspeha (poslovne prihodke, poslovne odhodke, EBIT, EBITDA, amortizacija, obveznosti iz poslovanja), na podlagi katerih bomo napovedali investirani kapital in proste denarne tokove podjetja do leta 2015. Po določitvi prostih denarnih tokov do leta 2015, bomo določili še proste denarne tokove po obdobju napovedi oziroma končno vrednost. Nakar bomo po metodi WACC ocenili stroške kapitala z namenom, da bomo lahko na koncu čim natančneje diskontirali napovedane proste denarne tokove do leta 2015 in končno vrednost podjetja na vrednost podjetja v tem trenutku. Postavke pridobljene zaradi potreb izračuna vrednosti podjetja po metodi diskontiranja denarnih tokov, bodo kasneje uporabljene tudi pri izračunu vrednosti podjetja po metodi ekonomske dodane vrednosti (EVA). Za namen vrednotenja bomo uporabili čisti celoten denarni tok podjetja kar pomeni, da je ustrezna diskontna stopnja stvarni strošek kapitala, čisti denarni tok pa je definiran kot (tabela št. 11 na naslednji strani):

Tabela 14: izračun čistega denarnega toka podjetja (PDT):

Prihodki iz poslovanja – poslovni odhodki (str. materiala, dela, storitev itd.)
= EBIT (poslovni izid iz poslovanja, brez obresti in davkov)
- prilagojen davek na dobiček
= NOPLAT (čisti dobiček iz poslovanja po davkih)
+ amortizacija (obračunana)
= bruto denarni tok
- naložbe podjetja (neto povečanje gibljivih sredstev + investicije v stalna sredstva + povečanje ostalih sredstev)
= operativni PDT PODJETJA
+ denarni tok iz neposlovnih naložb podjetja
= celotni PDT, ki je na razpolago lastnikom podjetja

Vir: Copelland, Koller, Murrin, 1996, str. 140

3.3.1. Analiza preteklega poslovanja

Najprej bomo analizirali preteklo poslovanje ocenjevanega podjetja s pomočjo donosnosti vloženega kapitala (ROIC). Členitev donosnosti vloženega kapitala v preteklosti nam lahko kasneje služi kot osnova za napoved različnih scenarijev razvoja poslovanja podjetja v prihodnosti. Za izračun donosnosti vloženega kapitala v letih 2004, 2005 in 2006 moramo najprej pridobiti podatke o poslovnem izidu iz poslovanja (EBIT), ki ga je doseglo podjetje v letih 2004, 2005 in 2006. EBIT bomo nato odšteli davke, ki bi jih podjetje moralo plačati, če bi se financiralo samo s kapitalom, brez dolga, kateri znižuje davčno obveznost podjetja. Za davčno stopnjo plačila davka na EBIT bomo uporabili 25 % davčno stopnjo, katera je v Sloveniji v tem trenutku v veljavi za pravne osebe, ter tako dobili čisti dobiček iz poslovanja po davkih (NOPLAT).

Tabela 15: izračun NOPLAT za leta 2004, 2005 in 2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJA / LETO	2004	2005	2006
Poslovni prihodki	596.502	647.339	819.888
- poslovni odhodki	555.863	612.518	745.411
EBIT	40.639	34.821	74.478
- davki na EBIT	10.159	8.705	18.619
= NOPLAT	30.479	26.116	55.859

vir: lastni izračuni

Na podlagi izračunov, vidimo, da se je EBIT (ang. Earnings Before Interest and Taxes), ki kaže sposobnost podjetja za pridobivanje prihodkov iz osnovne dejavnosti podjetja, v letu 2006 krepko povečal v primerjavi z letom 2005. Tako krepkemu dvigu EBIT so predvsem pripomogle zaključene investicije v letu 2005 ter, da podjetje v letu 2006 ni imelo nobenih novih investicij v stalna sredstva podjetja. Povečanje EBIT kaže na večjo kreditno sposobnost podjetja v letu 2006 glede na leto 2005. Posledično se je v letu 2006 glede na prejšnja leta močno povečal tudi NOPLAT.

V nadaljevanju bomo za izračun donosnosti vloženega kapitala (ROIC) v letih 2004, 2005 in 2006, potrebovali še podatke o vloženem kapitalu v poslovanje podjetja za leta 2004, 2005 in 2006. Investirani kapital bomo izračunali na dva načina, po prvem načinu iz aktive bilance stanja brez dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb ter zmanjšane za poslovne obveznosti in pasivne časovne razmejitve. Ter po drugem načinu iz pasive bilance stanja zmanjšane za dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti.

Tabela 16: izračun investiranega kapitala za leta 2004, 2005 in 2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJA / LETO	2004	2005	2006
Stalna sredstva - DFN	430.190	476.687	473.896
Zaloge + terjatve iz poslovanja + denar + AČR	73.482	101.556	106.815
- (KFN + Poslovne Obv. + PČR)	125.408	125.406	113.296

= VLOŽENI KAPITAL	378.226	454.872	469.458
--------------------------	---------	---------	---------

Kapital	228.281	252.908	288.579
+ Dolg. rezervacije	0	0	0
+ Finančne obveznosti	149.987	201.964	180.879
- (DFN + KFN)	0	0	0

Vir: lastni izračuni

Na podlagi izračunov investiranega kapitala ugotovimo, da je podjetje v letu 2005 za realizacijo svojih načrtov močno povečalo vložek kapitala v podjetje. Nakar se je vlaganje kapitala v poslovanje podjetja v letu 2006, ko so bile investicije v sredstva podjetja že zaključene, spet umirilo.

Nadalje bomo na podlagi čistega dobička iz poslovanja po davkih (NOPLAT) in investiranega kapitala izračunali še vrednostni kazalec donosnosti vloženega kapitala (ROIC) podjetja za leta 2004, 2005 in 2006. Pri določitvi donosnosti vloženega kapitala smo bili predvsem pozorni na konsistentnost vključevanja postavk v postopek izračuna ROIC, tako smo vse postavke, ki prispevajo k denarnemu toku podjetja, vključili tako v izračun NOPLAT kot tudi v izračun investiranega kapitala. Na ta način, smo dobili podatke za donosnost vloženega kapitala v podjetje, za obdobje od leta 2004 do leta 2006 ter ugotovili, da je bila donosnost vloženega kapitala v podjetje v letu 2005 izredno nizka, predvsem zaradi novih investicij

začetih v letu 2003, v letu 2006 pa so se že pokazali prvi rezultati investicij v obliki višjega donosa na investirani kapital.

Tabela 17: izračun ROIC za leta 2004, 2005 in 2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJA / LETO	2004	2005	2006
NOPLAT	30.479	26.116	55.859
/ IC	378.226	454.872	469.458
= ROIC	8,10	5,74	11,9

Vir: lastni izračuni

Na koncu bomo za konec analize preteklega poslovanja podjetja izračunali še celotni prosti denarni tok, ki ga je podjetje ustvarilo v letih 2004, 2005 in 2006. Celotni prosti denarni tok nam bo pokazal ali je podjetje v preteklih letih za svoje lastnike ustvarilo dobiček in ali je v primeru negativnega prostega denarnega toka podjetje več denarja porabilo kot ustvarilo. Iz izračuna celotnega prostega denarnega toka je razvidno, da je podjetje v letu 2005 ustvarilo negativni prosti denarni tok, kar je bila kot že povedano posledica novih investicij v osnovna sredstva. V letu 2006 pa je podjetje ustvarilo precejšen porast celotnega prostega denarnega toka za katerega računamo, da se bo nadaljeval tudi v prihodnje.

Tabela 18: izračun celotnega denarnega toka za leta 2004, 2005 in 2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJA / LETO	2004	2005	2006
EBIDTA	75.675	63.569	114.331
- amortizacija	35.035	28.749	39.853
= EBIT	40.639	34.821	74.478
- davek na EBIT	10.159	8.705	18.619
= NOPLAT	30.479	26.116	55.859
- (povečanje v neto gibljivih sredstvih + nove naložbe v osnovna sredstva)	- 27.115	- 74.262	- 11.950
= operativni PDT podjetja (pomeni znesek, ki je na razpolago za reinvestiranje v vzdrževanje in razvoj poslovanja podjetja.	+ 3.364	- 48.146	+ 43.909
+ denarni tok iz neposlovnih naložb	0	0	0
= celotni PDT za lastnike	+ 3.364	- 48.146	+ 43.909

Vir: lastni izračuni

Analizo preteklega poslovanja bomo zaključili z izračunom ekonomske dodane vrednosti za leta 2004, 2005 in 2006. S katero bomo preverili vrednosti pridobljene z metodo diskontiranih denarnih tokov. Kot vidimo, se rezultati nekoliko razlikujejo, vendar je iz obeh metod razviden enak trend razvoja poslovanja podjetja. Tako je iz obeh metod razviden negativen vpliv investicij na ekonomsko dodano vrednost in celotne proste denarne tokove podjetja ter, da bodo izvedene investicije v prihodnosti vplivale na ugoden razvoj poslovanja za lastnike podjetja.

Tabela 19: izračun ekonomske dodane vrednosti podjetja za obdobje 2004-2006 (zneski so v 1 EUR)

KATEGORIJA / LETO	2004	2005	2006
NOPLAT	30.479	26.116	55.859
IC	378.226	454.872	469.458
ROIC	8,10	5,74	11,9
WACC	9,0	9,0	9,0
(ROIC-WACC)	- 0,9	- 3,26	2,9
(WACC*IC)	34.040	40.938	42.251
EVA	- 3.482	- 14.822	13.608

Vir: lastni izračuni

3.3.2 Napoved prihodnjega poslovanja

V drugi fazi bomo napovedali postavke izkaza uspeha in bilance stanja za obdobje od leta 2007 do leta 2015, ki bodo po našem mnenju najpomembneje vlivale na poslovanje ter višino prostih denarnih tokov podjetja. Začeli bomo z napovedjo poslovnih prihodkov in poslovnih odhodkov. Pri napovedi poslovnih prihodkov bomo kot podlago za napoved postavk upoštevali povprečno letno rast poslovnih prihodkov v preteklosti, katero smo še nekoliko znižali, da bi se obranili preveč optimističnih napovedi za prihodnost. Glede na to, da so poslovni prihodki podjetja Alfa s.p., v obdobju od leta 2002 do 2006 naraščali po 20 % letni povprečni stopnji, smo predvideli, da bodo poslovni prihodki v obdobju od leta 2007 do leta 2012 naraščali po 7 % letni povprečni stopnji, v obdobju od leta 2012 do leta 2015 pa samo še po 5 % letni povprečni stopnji.

7 % letna rast prihodkov do leta 2012 bo posledica, modernejših marketinških pristopov ter strmenja k izboljševanju ponudbe, z ciljem popolnega zadovoljstva gostov, k čemer bodo pripomogle spremembe v urejenosti in ponudbi okolice gostišča, terase ter notranjosti ter skrbi za animiranje gostov. Vse aktivnosti v prihodnosti bodo usmerjene v maksimizacijo zadovoljstva gostov in iskanje nenehnih izboljšav.

Nadalje bomo napovedali prihodnje poslovne odhodke podjetja, za osnovo napovedi pa bomo vzeli delež, ki so ga predstavljali poslovni odhodki podjetja, v poslovnih prihodkih podjetja v

letu 2006. Tako, smo predvideli, da bodo v obdobju od leta 2006 do leta 2011 poslovni odhodki dosegali 90 % delež poslovnih prihodkov podjetja, v obdobju od leta 2011 do leta 2015 pa samo še 87 % delež poslovnih prihodkov podjetja. Tudi pri tej napovedi smo raje delež poslovnih odhodkov v poslovnih prihodkih podjetja napovedali nekoliko pesimistično, saj v splošnem ocenjujemo, da podjetje lahko izboljša učinkovitost upravljanja sredstev, poveča produktivnost dela in zmanjša stroške surovin in materiala ter, da se zato v napovedanem obdobju lahko pričakuje dejansko še nižja rast poslovnih odhodkov od napovedanega v nalogi. Nadalje pa smo na podlagi napovedanih poslovnih prihodkov in odhodkov izračunali EBIT (poslovni izid iz poslovanja, brez obresti in davkov) podjetja za obdobje od leta 2006 do leta 2015. Nakar smo od EBIT odbili 25 % davka ter tako dobili čisti dobiček iz poslovanja po davkih (NOPLAT).

Tabela 20: napoved poslovnih prihodkov in poslovnih odhodkov podjetja za obdobje 2007-2005 (zneski so v 1 EUR)

LETO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Poslovni prihodki	877.283	938.693	1.004.400	1.074.709	1.128.445	1.184.867	1.244.110	1.306.316	1.371.632
Poslovni odhodki	789.554	844.823	903.960	967.238	981.747	1.030.834	1.082.378	1.136.494	1.193.319
EBIT	87.729	93.870	100.440	107.470	146.697	154.032	161.734	169.821	178.312

Vir: lastni izračuni

Tabela 21: napoved NOPLAT-a za obdobje 2007-2015 (zneski so v 1 EUR)

LETO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	87.729	93.870	100.440	107.470	146.697	154.032	161.734	169.821	178.312
Davek / EBIT	21.932	23.467	25.110	26.867	36.674	38.508	40.433	42.455	44.578
NOPL.	65.797	70.403	75.330	80.603	110.023	115.524	121.301	127.366	133.734

Vir: lastni izračuni

Nadalje smo za potrebe določitve sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov, napovedali investirani kapital v podjetje za obdobje od leta 2007 do leta 2015. Za potrebe napovedovanja investiranega kapitala smo morali najprej izdelati projekcijo razvoja sredstev podjetja (stalnih sredstev in gibljivih sredstev podjetja) ter obveznosti do sredstev podjetja (kapital,

kratkoročne finančne obveznosti in dolgoročne finančne obveznosti ter pasivne časovne razmejitev podjetja).

Pri napovedi neto gibljivih sredstev smo predpostavljali, da bo podjetje izenačevalo ročnost ter vrednost kratkoročnih poslovnih obveznosti in kratkoročnih poslovnih terjatev, realno sicer pričakujemo, da bodo kratkoročne poslovne obveznosti podjetja celo presegale kratkoročne poslovne terjatve podjetja, vendar smo to predpostavko uporabili predvsem zaradi pričakovanja, da bomo veliko dajali na izgradnjo pozitivnega poslovnega odnosa z vsemi vpletenimi v poslovanje podjetja ter, tako tudi našim dobaviteljem plačevali v čim krajših rokih, k čemur bi naj prispevala tudi likvidnost poslovanja za katero pričakujemo, da bo po odplačilu dolgov povezanih z investicijami podjetja v preteklosti na visoki ravni. Pri napovedovanju zalog pa smo upoštevali, da bodo skozi vso obdobje dosegala 4,5 % delež letnih poslovnih prihodkov podjetja. Prav tako smo predpostavljali, da podjetje ne bo imelo oziroma uporabljalo pasivnih ter aktivnih časovnih razmejitev.

Pri napovedi sredstev smo nadalje predvideli reinvestiranje amortizacije nazaj v sredstva podjetja tako, da se vrednost sredstev ne bo zmanjševala, predpostavili pa smo tudi dodatne letne investicije v višini 8 % doseženega letnega čistega dobička iz poslovanja po davkih (NOPLAT) z namenom, da ne bi bili pri napovedih preveč optimistični ter, da bi si pustili nekaj rezerve v primeru razvoja nepredvidenih poslovnih dogodkov.

Tabela 22: izračun investiranega kapitala v podjetje v obdobju 2007-2015 (zneski so v 1 EUR)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stalna sredst. (brez DFN)	478.364	483.627	489.653	496.101	504.902	514.143	523.847	534.036	544.734
+ (zaloge + terjatve iz poslov. + denar + AČR)	108.598	111.207	114.164	117.327	119.746	122.285	124.950	127.750	130.689
- (KFN + Poslovne obv. + PČR)	68.975	68.966	70.829	72.777	74.811	76.928	79.159	81.480	83.906
= IC	517.987	525.868	532.988	540.651	549.837	559.500	569.638	580.306	591.517

Vir: lastni izračuni

Nadalje smo lahko na podlagi izračuna in pridobitvi napovedanega čistega dobička po davkih (NOPLAT) in investiranega kapitala (IC) podjetja za obdobje med letoma 2007 in 2015 izračunali še predvideni vrednostni kazalec donosnosti vloženega kapitala (ROIC) ter, nazadnje napovedali še čisti denarni tok podjetja, ki naj bi ga podjetje po naših predvidevanjih dosegalo v obdobju od leta 2007 do leta 2015.

Tabela 23: Napoved ROIC podjetja za obdobje 2007 in 2015 (zneski so v 1 EUR)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPL.	65.797	70.403	75.330	80.603	110.023	115.524	121.301	127.366	133.734
/ IC	517.987	525.868	532.988	540.651	549.837	559.500	569.638	580.306	591.517
= ROIC	0,12	0,13	0,14	0,14	0,20	0,21	0,21	0,22	0,23

Vir: lastni izračuni

Tabela 24: napoved celotnega prostega denarnega toka za obdobje 2007-2015 (zneski so v 1 EUR)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPL.	65.797	70.403	75.330	80.603	110.023	115.524	121.301	127.366	133.734
- nove investi. v osnovna sredstva	10.492	5.263	6.026	6.448	8.801	9.241	9.704	10.189	10.698
- poveča. neto gibljivih sredstev	1.783	2.609	2.957	3.163	2.419	2.539	2.665	2.800	2.939
celotni PDT za lastnike	53.522	62.531	66.347	70.992	98.803	103.744	108.932	114.377	120.097

Vir: lastni izračuni

3.3.3. Izračun diskontnega faktorja preko WACC modela

Povprečni tehtani strošek kapitala podjetja za obdobje eksplicitne napovedi smo izračunali preko WACC modela. Za izračun povprečnega tehtanega stroška kapitala smo tako najprej določili posamezne elemente potrebne za izračun po modelu WACC, to so: strukturo financiranja poslovanja, stroške dolga in stroške kapitala. Za določitev stroškov navadnega kapitala, smo uporabili model CAPM (Capital Asset Pricing Model). CAPM je model

določanja cen dolgoročnih naložb, pri katerem je zahtevana stopnja donosa dolgoročne naložbe enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za tveganje te naložbe. Enačba omogoča izračun stroškov navadnega kapitala podjetja tako, da prilagodi donos netveganih investicij podjetju, in sicer za zmnožek med tržno premijo in faktorjem, ki odraža sistematično tveganje podjetja. Osnovno sporočilo modela CAPM je, da naj bi bil vlagatelj na učinkovitem trgu kapitala nagrajen le za prevzem sistematičnega tveganja, ki se ga z razpršitvijo portfelja ne, da odpraviti. Ker ocenjevano podjetje prednostnih delnic nima, smo morali za izračun stroškov kapitala preko modela WACC določiti samo strošek dolga in strošek navadnega kapitala.

3.3.3.1. Strošek dolgoročnega dolga

Podjetje je vse večje investicije potrebne za poslovanje, predvsem gre tu za investicijo v prenovu obstoječega dela gostišča ter izgradnjo prizidka, že izvedlo zato se v prihodnosti ne pričakujejo večje naložbe, kar bo doprineslo k manjšanju deleža dolga v strukturi financiranja podjetja, ter posledično k povečanju deleža lastniškega kapitala v financiranju poslovanja. Prav tako bo k nižjemu strošku financiranja podjetja z dolgom doprineslo dejstvo, da je podjetje že uveljavljeno in ustaljeno ter ima dobro boniteto in ustrezne inštrumente za zavarovanje dolga.

Za izračun stroškov dolgoročnega dolga smo predpostavili, da bo podjetje vse investicije v obdobju napovedovanja financiralo z zadržanim dobičkom in, da se bo le za večje investicije posluževalo dolgoročnih bančnih posojil. Ker so obrestne mere za dolgoročne kredite za podjetja odvisna od bonitete, načina zavarovanja in predhodnega sodelovanja s banko, smo predpostavili, da se bo podjetje v obdobju do leta 2015 zadolževalo po 8 % povprečni realni obrestni meri. Obrestno mero smo popravili tudi za učinek davčnega ščita tako, da smo jo pomnožili z aktualno davčno stopnjo 25 %.

3.3.3.2. Strošek navadnega kapitala

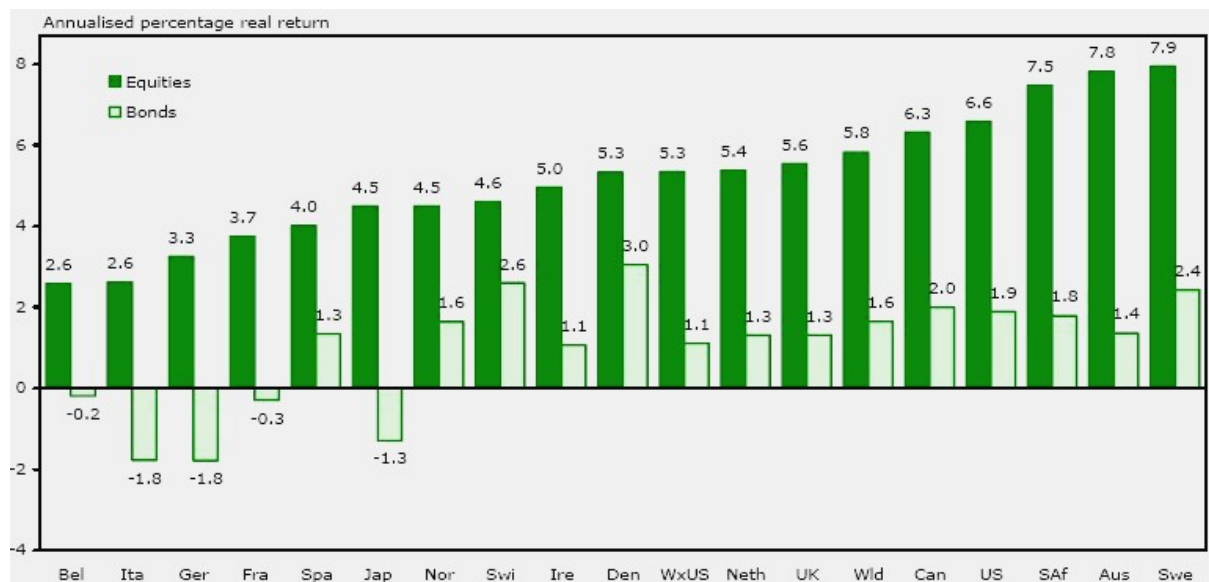
Naslednji element potreben za izračun povprečnih tehtanih stroškov kapitala po modelu WACC je strošek navadnega kapitala, ki smo ga izračunali preko modela CAPM, ki predvideva, da investitorji pričakujejo za investicijo v podjetje dodaten donos, ki presega

stopnjo netvegane investicije. Za izračun smo potrebovali podatek o donosu netvegane investicije, vrednosti beta koeficienta in višino tržnega tveganja.

Stopnjo donosa netvegane naložbe smo določili pri 4,66 %, katera pomeni realno povprečno stopnjo donosa nemških desetletnih državnih obveznic v juliju 2007. To stopnjo donosa netvegane naložbe smo uporabili predvsem zaradi razvitosti nemškega trga ter navezanosti oz. odvisnosti slovenskega gospodarstva od delovanja nemškega gospodarstva, čeprav se bomo v prihodnosti verjetno začeli posluževati podatkov o povprečnem donosu državnih obveznic držav članic evropske unije.

Dodatek za kapitalско tveganje smo opredelili s stopnjo donosa delnic. Vsebinsko to pomeni donos nad donosom varne investicije, ki ga investitor pričakuje na trgu kot nagrado zaradi večjega tveganja vlaganja v delnice. Ker je v Sloveniji kapitalski trg še nerazvit, je običajna praksa, da se uporabi podatke s trga vrednostnih papirjev v ZDA. Graf na naslednji strani prikazuje povprečno letno realno donosnost delnic in obveznic (nad inflacijo) v posameznih državah za obdobje 107 let in sicer od leta 1900 do 2006, izraženo v ameriških dolarjih.

Graf 1: povprečna donosnost delnic in obveznic posameznih držav, za obdobje 107 let, izraženo v ameriških dolarjih; legenda: delnice = Equities, obveznice = Bonds.



vir: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6950>

Čeprav splošnega soglasja ni, večina študij sodi, da naj bi delnica povprečnega ameriškega podjetja vlagatelju prinesla med 4 in 6 % odstotnih točk letno več, kot znaša donosnost

ameriških dolgoročnih državnih obveznic. V zadnjih 50 letih so ameriške delnice dejansko prinesle približno 5 % višjo letno donosnost kot dolgoročne obveznice. Ta podatek se pridobi na osnovi preteklih podatkov o donosnosti ameriških delnic in se le redko spremeni. Za naše potrebe bomo torej predvideli 5 % nagrado za povprečno tveganje podjetja.

Dobrih 9,66 % je dobro izhodišče za ocenjevanje realne zahtevane donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja na razvitem trgu. Tretjino od te zahtevane donosnosti naj bi predstavljalo »odškodnino« za čas za katerega se investitor odpove svojim denarnim sredstvom, dve tretjini pa naj bi predstavljali nagrado za prevzemanje tveganja pri vlaganju v delnice ali lastniški kapital podjetja.

Nujne pa so še nekatere dodatne prilagoditve glede na panogo in državo v kateri podjetje deluje. Slovenska podjetja so praviloma nekoliko bolj tvegana kot ameriška ali nemška podjetja, zato smo zahtevani donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja, ki deluje na popolnoma razvitem trgu prišteli tudi premijo za deželno tveganje v višini 1,5 %. Ta premija znaša približno toliko kot je razlika med donosnostjo ameriških in slovenskih obveznic oziroma med ameriški in slovenski realnimi obrestnimi merami.

Določiti moramo še sistematično mero tveganja β , ki se računa zato, da se lahko vidi kolikšna je stopnja tveganja naložbe v to podjetje glede na povprečno stopnjo tveganja za cel trg, ki znaša 1. Beta vrednost meri tveganje, ki izhaja iz tega, da imamo pri investiciji opraviti z delnicami samo določenega podjetja. To tveganje je sestavljeno iz dveh tveganj: tveganje zaradi investicije v samo eno podjetje in dejstva, da podjetje financira svoja sredstva tudi z dolgom. Pri tem smo še predpostavili, da je tveganje podjetja tudi proporcionalno deželnemu tveganju. Upoštevali smo različne stopnje davka na dobiček ter razmerje med vrednostjo dolga in kapitala. Tako smo izhajali iz ocene Kleindienst Roberta (Podjetnik, 2001, str. 31-36), ki ocenjuje tveganost lastniškega kapitala v panogi restavracij na 0,81 to pomeni, da je ta panoga za 19 odstotnih točk manj tvegana kot lastniški kapital povprečnega podjetja v Sloveniji, večino vrednosti mere sistematičnega tveganja oz. bete torej doprinese visok delež dolga v strukturi financiranja ocenjevanega podjetja.

$$\beta_l = \beta_u + \left[1 + (1 - T)\left(\frac{W_d}{W_e}\right)\right] = 0,81 \left[1 + (1 - 0,25)\left(\frac{0,51}{0,49}\right)\right] = 1,42$$

β_l beta, ki jo iščemo za naš namen;

β_u beta brez zadolženosti za izbrana podjetja (povprečna ocena tveganja lastniškega kapitala, dejavnost restavracije 0,81);

T davčna stopnja, ki je v našem primeru 25%;

W_d delež dolga v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja (51 %);

W_e delež lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja (49 %).

Z vsemi do sedaj napisanimi vrednostmi, se lahko izračuna strošek navadnega lastniškega kapitala po metodi CAPM:

$$k_s = r_f + (r_m - r_f)\beta = 4,66 + (11,16 - 4,66) * 1,42 = 13,89$$

k_s strošek navadnega kapitala;

r_f stopnja donosa netvegane naložbe;

r_m stopnja donosa portfelja;

β mera sistematičnega tveganja;

$(r_m - r_f)$ tržna premija.

Na podlagi izračunanega stroška dolga in stroška navadnega lastniškega kapitala, smo po formuli za izračun WACC (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 248), izračunali tehtani povprečni strošek lastniškega kapitala za ocenjevano podjetje ter tako pridobili oceno stroška povprečnega lastniškega kapitala ocenjevanega podjetja v višini 9,08 %.

$$WACC = k_d(1 - T)\frac{D}{V} + k_p\frac{P}{V} + k_s\frac{E}{V} = 8(1 - 0,25)\frac{51}{100} + 13,89\frac{49}{100} = 9,08$$

k_d strošek dolga;

k_p strošek prednostnega kapitala;

k_s strošek navadnega kapitala;

- T davčna stopnja za podjetje;
- P vrednost prednostnega kapitala;
- D vrednost dolga;
- E vrednost navadnega kapitala;
- V vrednost celotnega kapitala ($V=D+P+E$).

3.3.4. Ocena končne vrednosti podjetja

Končno oziroma rezidualno vrednost podjetja smo izračunali po formuli, ki temelji na kazalcu donosnosti vloženega kapitala (ROIC). Tako smo za obdobje po eksplicitnem obdobju napovedi predpostavili, da bo donosnost vloženega kapitala dolgoročno enaka tehtanim povprečnim stroškom kapitala, hkrati pa smo predvideli, da bo podjetje po eksplicitnem obdobju napovedi raslo po 3,0 % stopnji rasti, kar je nekoliko višje od napovedane stopnje rasti bruto družbenega proizvoda držav članic EU v prihodnosti. Ob upoštevanju zgoraj omenjenih predpostavk, smo tako prišli do ocene končne vrednosti podjetja Alfa s.p. v višini 14.737 EUR.

$$RV = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g} = \frac{133.734 \left(1 - \frac{3,0}{9,08}\right)}{9,08 - 3,0} = 14.737$$

- $ROIC$ pričakovan donos na investiran kapital;
- $NOPLAT_{t+1}$ NOPLAT v prvem letu po določenem obdobju napovedi;
- $WACC$ tehtano povprečje stroškov kapitala;
- g pričakovana stopnja rasti NOPLAT po eksplicitnem obdobju napovedi.

3.3.5. Vrednost podjetja Alfa s.p. na podlagi DCF modela

Na koncu nam je ostalo samo še diskontiranje prostih denarnih tokov podjetja Alfa s.p. iz obdobja napovedi torej od leta 2007 do leta 2015 ter diskontiranje končne vrednosti podjetja na sedanjo vrednost. Nadalje smo oboje skupaj še sešteli ter tako dobili ocenjeno sedanjo vrednost podjetja Alfa s.p. po metodi diskontiranja denarnih tokov (DCF), v višini 503.823 EUR.

Tabela 25: izračun celotne sedanje vrednosti podjetja Alfa s.p. (zneski so v 1 EUR)

Leto	PDT	diskontni faktor	sedanja vrednost PDT
2007	53.522	0,91	48.705
2009	62.531	0,84	52.526
2009	66.347	0,76	50.423
2010	70.992	0,70	49.694
2011	98.803	0,64	63.233
2012	103.744	0,59	61.208
2013	108.932	0,54	58.823
2014	114.377	0,50	57.188
2015	120.097	0,46	55.244
Končna vrednost	14.737	0,46	6.779
SKUPAJ			503.823

Vir: lastni izračuni

3.4. VREDNOST PODJETJA NA PODLAGI MODELA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI (EVA)

Zraven izračuna vrednosti podjetja z modelom diskontiranja denarnih tokov (DCF), smo opravili še izračun vrednosti podjetja Alfa s.p. s pomočjo modela EVA (ekonomske dodane vrednosti), s katerim bomo preverili našo oceno vrednosti podjetja izračunano po modelu diskontiranja denarnih tokov. Za izračun vrednosti podjetja po modelu ekonomske dodane vrednosti potrebujemo naslednje tri elemente: vloženi kapital (IC), čisti dobiček iz poslovanja po davkih (NOPLAT) ter presežni donos na investiran kapital (ROIC-WACC). Vse potrebne podatke smo že predhodno določili za potrebe vrednotenja z modelom diskontiranja denarnih tokov. V tabeli št. 22 povzemamo vse postavke potrebne za izračun ekonomske dodane vrednosti in postopek izračuna za obdobje 2007-2015, po formuli $EVA = NOPLAT - (WACC * IC)$.

Tabela 26: izračun ekonomske dodane vrednosti za obdobje 2007-2015 (zneski so v 1 EUR)

Leto	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPL.	65.797	70.403	75.330	80.603	110.023	115.524	121.301	127.366	133.734
IC	517.987	525.868	532.988	540.651	549.837	559.500	569.638	580.306	591.517
WACC	9,08	9,08	9,08	9,08	9,08	9,08	9,08	9,08	9,08
EVA	18.763	22.654	26.934	31.511	60.598	64.721	69.577	74.674	80.024

Vir: lastni izračuni

V nadaljevanju smo, za pridobitev celotne vrednosti podjetja Alfa s.p. izračunali še ocenjeno končno vrednost podjetja Alfa s.p. v letu 2015, ki znaša 13.211 EUR.

$$TV = \frac{EVA_{t+1}}{WACC} \frac{NOPLAT_{t+1} \left(\frac{g}{ROIC} \right) (ROIC - WACC)}{WACC(WACC - g)} = \frac{80.024}{9,08} \frac{133.734 \left(\frac{3,0}{23,0} \right) * (23,0 - 9,08)}{9,08(9,08 - 3,0)} = 13.211$$

Na koncu pa nam je ostalo samo še diskontiranje ekonomske dodane vrednosti podjetja Alfa s.p. iz obdobja napovedi od leta 2007 do leta 2015 ter diskontiranje končne vrednosti podjetja. Nadalje smo oboje skupaj še sešteli, ter prišli do ocenjene sedanje vrednosti podjetja Alfa s.p. v višini 273.340 EUR.

Tabela 27: izračun celotne sedanje vrednosti podjetja Alfa s.p. (zneski so v 1 EUR)

Leto	EVA	diskontni faktor	sedanja vrednost EVA
2007	18.763	0,91	17.049
2009	22.654	0,84	19.029
2009	26.934	0,76	20.469
2010	31.511	0,70	22.057
2011	60.598	0,64	38.782
2012	64.721	0,59	38.158
2013	69.577	0,54	37.571
2014	74.674	0,50	37.337
2015	80.024	0,46	36.811
Končna vrednost	13.211	0,46	6.077
SKUPAJ			273.340

Vir: lastni izračuni

3.5. SKLEP O VREDNOSTI PODJETJA NA PODLAGI PONDERIRANE VREDNOSTI UPORABLJENIH METOD VREDNOTENJA

Za potrebe sklepa o ocenjeni vrednosti ocenjevanega podjetja Alfa s.p. smo določili še utež oz. ponder posameznemu modelu vrednotenja. Tako smo za model diskontiranja denarnih tokov (DCF), glede na literaturo, ki daje temu modelu večjo težo kot modelu ekonomske dodane vrednosti (EVA), določili utež v višini 60 % končne ocene. Modelu ekonomske dodane vrednosti, ki je v literaturi obravnavan predvsem kot kontrolni model ter, ki tudi nam v tem delu predstavlja model s katerim smo preverjali rezultat pridobljen s modelom diskontiranja denarnih tokov, pa smo določili utež v višini 40 % vrednosti končne ocene. Na ta način smo prišli do končne ocenjene vrednosti podjetja Alfa s.p., ki znaša v tem trenutku 411.629 EUR. Ocenjena vrednost podjetja na podlagi obeh uporabljenih modelov, je v skladu s pričakovano vrednostjo podjetja.

Tabela 28: ponderirana vrednost podjetja (zneski so v 1 EUR)

Metoda	Izračunana vrednost	Ponder	Skupaj
DCF	503.823	0,60	302.293
EVA	273.340	0,40	109.336
Skupaj			411.629 EUR

Vir: lastni izračuni

4. SKLEP

Vrednotenje podjetja, z namenom podajanja poštene nakupne vrednosti za potencialnega kupca, s pomočjo sodobnih finančnih metod diskontiranja denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti ni lahko opravilo. Predvsem se srečamo s težavami zaradi nepopolnih informacij, tako računovodskih kot ne računovodskih. Pri računovodskih podatkih se kot zunanji uporabnik spopademo predvsem s nepopolnim dostopom do za nas pomembnih podatkov o dejanskem finančnem ter ekonomskem stanju podjetja, prav tako pa imamo težave pri zbiranju ostalih podatkov povezanih s notranjim stanjem poslovanja podjetja (storilnost zaposlenih, težave s dobavitelji, težave s neplačevanjem kupcev itd.)

Prav zaradi tega, ker nimamo popolnega vpogleda v poslovanje podjetja v preteklosti in sedanjosti, si moramo ob napovedovanju prihodnjega razvoja podjetja velikokrat pomagati s predpostavkami. Vendar pa že minimalne spremembe vrednosti predpostavljenih elementov, na katere vplivajo predvsem subjektivni občutki ocenjevalca, lahko močno vplivajo na končno ocenjeno vrednost podjetja.

Pri določanju razvoja oziroma prihodnjih vrednosti pomembnejših elementov za izračun vrednosti podjetja po modelu diskontiranja denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti, se soočimo z največjimi težavami pri opredelitvi prihodnjih vrednosti odhodkov podjetja, prihodnjih nadomestnih in novih naložb v stalna sredstva podjetja ter, višine investiranega kapitala v poslovanje podjetja. Lažje določljive so predpostavke o prihodnjih vrednostih poslovnih prihodkov in gibljivih sredstev podjetja. Iz težavnega določanja prihodnje vrednosti navedenih elementov izhajajo tudi razlike v izračunanih ocenjenih vrednostih podjetja po modelu diskontiranja denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti.

Nadalje sem pri pripravi naloge prišel do zaključka, da uspešno ocenjevanje vrednosti podjetja z modernimi finančnimi modeli, ni mogoče brez dobrega poznavanja računovodstva ter analize poslovanja, saj brez teh dvojih znanj ne bi zmogli dobro prepoznati ozadja posamezne računovodske vknjižbe, kar bi vodilo k napačnemu razumevanju dejanskega ekonomskega in finančnega stanja podjetja ter, posledično k napačnemu napovedovanju prihodnjega razvoja podjetja.

Na podlagi navedenega sem mnenja, da je v prvem koraku ocenjevanja vrednosti podjetja potrebno zmeraj opraviti poglobljeno analizo razvoja podjetja v preteklosti in dobro oceniti njegovo sedanje stanje. V ta namen je potrebno izvesti podrobno SWOT analizo podjetja, s katero ugotavljamo vse prednosti in slabosti podjetja, ki izhajajo iz njegove notranjosti ter, vse priložnosti in nevarnosti, ki vplivajo na podjetje iz njegovega okolja.

Nadalje je zelo pomembno pri ocenjevanju vrednosti podjetja natančno določiti fazo razvoja v kateri se podjetje nahaja ter, s tem ugotoviti ali je podjetje v fazi rasti in bo večje investicije v prihodnosti šele izvajalo, ali pa je že v fazi zrelosti ter je v preteklosti že izvedlo vse pomembnejše investicije za poslovanje podjetja.

Na koncu podajam še svoje mnenje, da je pridobljena ocenjena vrednost podjetja na podlagi uporabljenih metod vrednotenja blizu vrednosti, ki sem jo pričakoval pred začetkom pisanja naloge ter, da ob omejitvah, ki smo jih podali na začetku tretjega poglavja odraža vrednost, ki bi lahko bila dobra podlaga za začetek pogajanj s lastnikom podjetja.

5. LITERATURA IN VIRI

LITERATURA

1. Bandelj Andreja: Denarni tok in investicije podjetij: diplomsko delo: Ljubljana: [A. Bandelj], 2000, 547 str.
2. Barker Richard: Determining value: valuation models and financial statements: Harlow: Financial Times/Prentice Hall, 2001, 228 str.
3. Bergant Živko: Denarni tok iz drugačnega zornega kota: Economic and business review, 2004, str. 5-22.
4. Bergant Živko: Izrazna moč izkaza uspeha in izkaza finančnih tokov: Bančni vestnik. 1998, str. 20-24.
5. Bizjak Kosta: Kvantitativne metode pri revidiranju računovodskih izkazov: Ljubljana, zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995. 108 str.
6. Coyle Brian: Cash flow forecasting and liquidity: Chicago, Fitzroy Dearborn Publ., 2000, 130 str.
7. Copeland, Thomas E.: Valuation, measuring and managing the value of companies: New York. 2000, 490 str.
8. Damodaran Aswath: Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. New York : J. Wiley, 2002, 992 str.
9. Ehrbar Al, Stewart Stern: EVA: the real key to creating wealth: New York [etc.]: J. Wiley, 1998: 234 str.
10. Fried Dov: The analysis and use of financial statements, Hoboken (N.J.): J. Wiley, 2003, 767 str.
11. Horvat Tatjana: Učinkovit prikaz razkritij v letnem poročilu za presojanje uspešnosti poslovanja podjetja: Revizor. 2004, str. 24-53.
12. Koletnik Franc, Koželj Stanko: Redni in posebni računovodski izkazi. Zveza računovodij in finančnikov in revizorjev Slovenije, 2005, 373 strani.
13. Kavčič Slavka: Finančno računovodstvo: Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2004, 814 str.
14. Kleindienst Robert: Dovolj donosen?: prvi korak: pozabite čisti dobiček in merite prosti denarni tok lastnikom podjetja, Podjetnik. 2001, str. 31-36.

15. Koletnik Franc: Analiziranje računovodskih izkazov (bilanc): Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1997, 342 str.
16. Kruschwitz Lutz: Discounted cash flow: a theory of thevaluation of firms: Chichester (England), Hoboken (NJ): J.Wiley,. 2006, 157 str.
17. Lahovnik Matej: Ponuja EVA kislo jabolko?: o pasteh uvajanja koncepta EVA v slovenskih podjetjih. Gospodarski vestnik, 2003, str. 46-47.
18. Pirc Saša: Načrtovanje revizije v podjetju: diplomsko delo: Ljubljana: [S. Pirc], 1999, 7 str.
18. Pratt Shannon P.: Valuing small businesses and professional practices : Dow Jones-Irwin, 1986, 483 str.
19. Messier William F.: Revizija: priručnik za revizore i studente s rješenjima zadataka: Zagreb: Faber & Zgombić Plus, 2000, 1129 str.
20. Ribnikar Ivan: Pojmovanje primarnega denarja in denarnega multiplikatorja v tuji in naši teoriji, V Ljubljani: RC EF Borisa Kidriča, 1979, 79 str.
21. Miklavčič Marko: Izračun ekonomske dodane vrednosti na primeru podjetja Avtotehna, d.d., Ekonomska fakulteta, diplomsko delo. 2006, 39. str.
22. Milost Franko: Nefinančni kazalniki poslovanja: korak naprej ali izhod v sili?: Organizacija. 2003, str. 410-413.
22. Mošnja - Škare Lorena: Modeliranje denarnih tokov, na katerih je zasnovano v prihodnost usmerjeno računovodstvo: Revizor 2002, str. 49-59.
23. Peterlin Jožko: Finančna tveganja in vrednost podjetja: Koper: Fakulteta za management, Seča 2003, 275 str.
24. Pučko Danijel: Analiza poslovanja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004, 289 strani.
25. Ross Stephen A.: Corporate finance: Boston (Mass.): McGraw-Hill/Irwin, 2002, 932. str.
26. Simčič Goran: Analiza računovodskih izkazov za odločanje v malih podjetjih : specialistično delo: Ljubljana: [G. Simčič], 2004, 59 str.
27. Stewart G. Bennett: The quest for value: the EVA management guide: [New York (N.Y.)]: HarperBusiness, 1991, 781 str.
28. Šenk Bernarda: Kvantitativna analiza kazalnikov bonitete podjetij: Organizacija. 2005, str. 73-80.
29. Škof Milan: Vrednotenje podjetij: magistrsko delo: Ljubljana: [M.Škof], 1994, 193.str.
30. Vrtač Marijana: Ekonomska dodana vrednost - EVA: diplomsko delo: Ljubljana: [M. Vrtač], 2000, 41 str.

31. Walton Peter J.: Global financial accounting and reporting: principles and analysis: London: Thomson, 2006, 493 str.
32. Žagar Barbara: Določanje bonitete banki: magistrsko delo: Ljubljana: [B. Žagar], 2006, 92 str.

VIRI

1. baza podatkov GVIN. (URL: <http://www.gvin.com>), 15.04.2007;
2. Bete po dejavnostih. Damodaran On-line. (URL: <http://www.pages.stern.nyu.edu>);
3. <http://dis.ijs.si/mitjal/genre/online/data/file0574.htm>;
4. <http://www.investorwords.com/>;
5. <http://dis.ijs.si/mitjal/genre/online/data/file0574.htm>;
6. <http://www.investorwords.com/>;
7. inflacija v EU (URL: <http://epp.eurostat.ec.eu>);
8. povprečna letna donosnost 10-letnih ameriških obveznic (URL: <http://www.stern.nyu.edu>);
9. statistični urad republike Slovenije, <http://www.stat.si/>;
10. tržne premije za tveganje za posamezne države sveta. (URL: <http://www.stern.nyu.edu>).

SLOVAR

- Free Cash Flow - prosti denarni tok;
- Terminal Value - končna vrednost;
- Residual / salvage value - preostala vrednost;
- Discounted Cash Flow - diskontiranje denarnega toka;
- 'Asset in place' – sredstva, ki jih podjetje že uporablja;
- Economic Value Added – ekonomska dodana vrednost;
- Cash Flow Return on Investment - denarni tok dobičkonosnosti naložbe;
- Earnings Before Interest Taxes Depreciation And Amortization - poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo;
- Earnings Before Interest And Taxes - poslovni izid iz poslovanja, ki ne vključuje davkov in obresti ter izrednih prihodkov in odhodkov;
- Net Operating Profit After Taxes - čisti dobiček iz poslovanja po davkih;
- Return On Invested Capital - donosnost vloženega kapitala;
- Excess marketable securities - presežne finančne investicije;
- Weighted Average Cost of Capital - tehtani povprečni stroški kapitala;
- Invested Capital - vloženi kapital;
- Current Ratio - koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti;
- Quick Ratio - koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti;
- Inventory Turnover Ratio - koeficient obračanja zalog;
- Fixed Assets Turnover Ratio - koeficient obračanja osnovnih sredstev;
- Total Assets Turnover Ratio - koeficient obračanja sredstev;
- Days Sales Outstanding - kazalnik dni vezave terjatev do kupcev;
- Total Debt to Total Assets - stopnja dolžniškosti financiranja;
- Profit Margin - stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov od prodaje;
- Return on Total Assets - koeficient dobičkonosnosti sredstev;
- Return on Equity - koeficient čiste dobičkonosnosti lastniškega kapitala.

PRILOGE

Tabela 29: bilance stanja in izkazi uspeha podjetja Alfa s.p., za leta 2002, 2003, 2004, 2005, 2006 (zneski so v 1 EUR).

BILANCA STANJA	2006	2005	2004	2003	2002
Sredstva	582.754	580.279	503.673	476.556	483.858
A. Dolgoročna sredstva	473.896	476.687	430.190	418.843	444.388
I. Neopredmet. sredstva in dolgoročne AČR	2.179	2.960	2.658	1.006	1.422
II. Opredmetena osnovna sredstva	471.718	473.726	427.533	417.837	442.967
B. Kratkoročna sredstva	106.815	101.556	73.483	57.713	39.467
II. Zaloge	39.623	46.578	37.505	16.929	15.797
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	63.781	54.978	35.977	40.785	20.902
V. Denarna sredstva	3.412	n.p.	n.p.	n.p.	2.770
C. Kratkoročne AČR	2.043	2.037	n.p.	476.556	483.858
Obveznosti do virov sredstev	582.754	580.279	503.673	168.054	226.526
A. Kapital	288.579	252.908	228.281	308.502	257.332
C. Finančne in poslovne obveznosti	294.175	327.371	275.393	476.556	n.p.
D. Dolgoročne obveznosti	135.990	155.489	n.p.	n.p.	n.p.
I. Dolgoročne finančne obveznosti	135.990	155.489	n.p.	n.p.	n.p.
E. Kratkoročne obveznosti	158.185	171.881	n.p.	n.p.	n.p.
II. Kratkoročne finančne obveznosti	44.889	46.475	n.p.	n.p.	n.p.
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	113.296	125.406	n.p.	n.p.	n.p.
IZKAZ USPEHA	2006	2005	2004	2003	2002
1. Čisti prihodki od prodaje	814.360	636.361	596.502	100	420.134
4. Drugi poslovni prihodki	5.528	10.978	0	1	1.595

Kosmati donos od poslovanja	819.888	647.339	596.502	101	421.730
5. Stroški blaga, materiala in storitev	505.846	430.538	398.809	68,5	292.009
a) Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	411.379	352.779	338.312	58,8	253.935
b) Stroški storitev	94.466	77.759	60.497	9,7	38.074
6. Stroški dela	172.906	141.500	112.973	17	56.518
a) Stroški plač	128.373	100.343	78.732	11,9	39.721
b) Stroški pokojninskih zavarovanj	10.912	8.880	6.968	1,1	3.515
c) Stroški drugih socialnih zavarovanj	8.511	7.270	5.708	0,8	2.880
d) Drugi stroški dela	25.111	25.006	21.566	3,2	10.402
7. Odpisi vrednosti	39.853	28.749	35.035	4,1	18.650
a) Amortizacija	39.853	28.749	35.035	4,1	18.650
8. Drugi poslovni odhodki	26.806	11.731	9.045	3,1	14.343
Poslovni prihodki	819.888	647.339	596.502	101	421.730
Poslovni odhodki	745.411	612.518	555.863	92,7	381.520
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	74.478	34.821	40.639	8,2	40.210
Izid pred davki, obrestmi in amortizacijo (EBITDA)	114.331	63.569	75.675	12,4	58.860
Finančni odhodki	16.820	13.584	5.954	4	7.056
14. Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	14.149	13.584	596.518	101,4	421.730
Celotni prihodki	819.891	647.343	561.817	96,8	388.576
Celotni odhodki	762.606	626.102	34.701	4,6	33.154
Celotni poslovni izid	57.285	21.241	596.502	100	420.134

Vir: baza podatkov GVIN, junij 2007.