

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA PRIVLAČNOSTI PANOGE PROIZVODNJE MLEKA IN MLEČNIH
IZDELKOV Z ANALIZO VREDNOTENJA PODJETJA**

Ljubljana, december 2016

MOJCA ČERNE RADOBULJAC

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Mojca Černe Radobuljac, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Analiza privlačnosti panoge proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov z analizo vrednotenja podjetja, pripravljena v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Matejem Lahovnikom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 3. 12. 2016

Podpis študentke: Mojca Černe Radobuljac

KAZALO

UVOD.....	1
1 ANALIZA POSLOVNEGA OKOLJA IZBRANEGA PODJETJA.....	4
1.1 Gospodarska gibanja in makroekonomske napovedi	4
1.2 Svetovni trendi na področju proizvodnje in prodaje mleka	4
1.3 Vpliv sprememb na slovenski trg proizvodnje in prodaje mleka.....	7
1.4 Predstavitev izbranega podjetja.....	8
1.5 Vpliv globalnih sprememb na poslovanje izbranega podjetja.....	10
2 ANALIZA PANOGE PROIZVODNJE MLEKA	11
2.1 Ocenjevanje privlačnosti panoge.....	11
2.2 Nevarnost vstopa novih konkurentov	12
2.3 Tekmovalnost med obstoječimi konkurenti	13
2.4 Nevarnost substitucije	14
2.5 Pogajalska moč kupcev	15
2.6 Pogajalska moč dobaviteljev	17
2.7 Skupna ocena privlačnosti panoge za izbrano podjetje.....	18
3 FINANČNA ANALIZA IZBRANEGA PODJETJA	21
3.1 Splošno o finančni analizi	21
3.2 Kazalnik EBITDA ter kazalnik EBITDA marža.....	22
3.3 Stopnja stroškovnosti poslovnih prihodkov	24
3.4 Delež prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev in koeficient čiste donosnosti kapitala	26
3.5 Kratkoročni koeficient likvidnosti in kazalnik obračanja zalog.....	29
3.6 Primerjava finančnih kazalnikov med domačimi konkurenti v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov	32
4 VREDNOTENJE IZBRANEGA PODJETJA.....	34
4.1 Pojem ocenjevanja vrednosti podjetja	34
4.2 Namen in razlogi za ocenjevanje vrednosti podjetja.....	37
4.3 Vrste metod ocenjevanja vrednosti podjetja	39
4.3.1 Statične metode ocenjevanja vrednosti podjetja	39
4.3.2 Dinamične metode ocenjevanja vrednosti podjetja.....	42
4.4 Vrednotenje izbranega podjetja.....	47
4.4.1 Vrednotenje izbranega podjetja po metodi diskontiranja denarnih tokov.....	47
4.4.2 Vrednotenje izbranega podjetja po metodi primerljivih transakcij	49
4.4.3 Ocena razpona vrednosti izbranega podjetja.....	50
4.4.4 Omejitve pri vrednotenju izbranega podjetja	51
SKLEP.....	53
LITERATURA IN VIRI.....	56

KAZALO TABEL

Tabela 1: Odkup mleka v Pomurskih mlekarnah med leti 2011 in 2015 v litrih	10
Tabela 2: Ocena privlačnosti panoge na podlagi petih določljivk privlačnosti panoge.....	20
Tabela 3: Analiza trenda EBITDA (v EUR) in EBITDA marže (v odstotkih) podjetja Pomurske mlekarne d.d., v obdobju med leti 2012 do 2015.....	23
Tabela 4: Analiza trenda stopnje delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov podjetja Pomurske mlekarne d.d. v obdobju med leti 2012 in 2015 v odstotkih.....	25
Tabela 5: Analiza trenda deleža prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev ter analiza trenda kazalnika ROE podjetja Pomurske mlekarne d.d. v obdobju med leti 2012 in 2015 v odstotkih.....	27
Tabela 6: Analiza trenda kratkoročnega koeficienta likvidnosti ter analiza trenda koeficienta obračanja zalog ter stanje zalog med leti med leti 2012 in 2015 za podjetje Pomurske mlekarne d.d.	30
Tabela 7: Primerjava finančnih kazalnikov v EUR in podatkov med domačimi konkurenti v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov	33
Tabela 8: Temeljni razlogi za ocenjevanje vrednosti podjetja	37
Tabela 9: Primer izračuna prostega denarnega toka.....	43
Tabela 10: Podatki podjetja Pomurske mlekarne d.d., potrebni za izračun zadolžene bete....	47
Tabela 11: Podatki za izračun stroška lastniškega kapitala.....	47
Tabela 12: Podatki za izračun diskontne stopnje WACC	48
Tabela 13: Izračun pričakovanega neto denarnega toka podjetja Pomurske mlekarne d.d. za prvih pet let v EUR	48
Tabela 14: Relevantni podatki podjetij Dukat d.d., Ljubljanske mlekarne in Pomurske mlekarne d.d. v EUR, potrebni za izračun vrednosti izbranega podjetja.....	49
Tabela 15: Izbrani količniki primerljivih podjetij in izračun vrednosti izbranega podjetja....	50
Tabela 16: Analiza občutljivosti (preostala vrednost).....	51

KAZALO SLIK

Slika 1: Količina odkupljenega kravjega mleka v EU v obdobju med 2013 in 2016 v 1000 tonah.....	5
Slika 2: Povprečna cena odkupljenega kravjega mleka v EU v obdobju med 2013 in 2016 v EUR/100 kg.....	6
Slika 3: Porterjev model petih silnic	11
Slika 4: Indeksi ocenjenih fiksnih stroškov, cen mleka in bruto trgovske marža v 1000 tonah v obdobju 2014–2016 v EU (referenčno (bazno) leto je 2012)	16
Slika 5: Model cen in relacijskih norm v nemški mlekarski industriji.....	18
Slika 6: Pogostost kupovanja mleka in rastlinskih napitkov v odstotkih.....	19
Slika 7: Panožna primerjalna analiza kazalnika EBITDA v letu 2015 v EUR	23
Slika 8: Panožna primerjalna analiza kazalnika EBITDA marža za leto 2015 v odstotkih	24
Slika 9: Panožna primerjalna analiza kazalnika stopnje delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov podjetja za leto 2015 v odstotkih	25
Slika 10: Panožna primerjalna analiza kazalnika delež prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev v letu 2015 v odstotkih	27
Slika 11: Panožna primerjalna analiza kazalnika ROE v letu 2015 v odstotkih	29
Slika 12: Panožna primerjalna analiza koeficienta kratkoročne likvidnosti za leto 2015.....	30
Slika 13: Krožni tok obratnih sredstev in dejavniki hitrosti obračanja obratnih sredstev.....	31
Slika 14: Panožna primerjalna analiza koeficienta obračanja zalog za leto 2015.....	32
Slika 15: Panožna analiza po izbranih kazalnikih za leto 2015	33

Slika 16: Celovit pristop k analizi vrednosti podjetja	36
Slika 17: Ugotavljanje vrednosti podjetja za znanega naložbenika	38
Slika 18: Gospodarske kategorije pri ocenjevanju statične vrednosti podjetja	40
Slika 19: Vrednost podjetja z vidika poslovne uspešnosti	42
Slika 20: Vrednost podjetja, ocenjena s pomočjo diskontiranja prihodnjih denarnih tokov....	46

UVOD

Slovensko kmetijstvo pridelava okoli pet šestin hrane, ki jo potrebuje slovensko prebivalstvo, pri proizvodnji mleka pa samooskrba dosega okoli 120 %, kar pomeni, da ga pridelamo več, kot ga porabimo. Proizvodnja mleka k skupni vrednosti slovenske kmetijske proizvodnje v zadnjih letih prispeva okoli 14 %, k vrednosti živinoreje pa 31 % (Ministrstvo za kmetijstvo, gozdarstvo in prehrano, b.l.).

Do konca septembra 2016 je bilo v Sloveniji odkupljenega za 5 % več mleka kot v istem obdobju prejšnjega leta, v primerjavi s predhodnim mesecem pa je bila količina odkupljenega mleka nekoliko manjša. Količina odkupljenega mleka še vedno narašča, a se hkrati rast že nekoliko umirja. Medtem ko mlekarne povečujejo odkup in predelavo, pa kmete skrbi, kdaj se bo stabilizirala odkupna cena mleka, ki je v septembru 2016 znašala 25 centov na liter (Statistični urad Republike Slovenije, v nadaljevanju SURS, 2016a).

V letu 2015 je bil ukinjen sistem mlečnih kvot, ki je več kot 30 let omejeval proizvodnjo mleka v Evropski uniji (v nadaljevanju EU), kar je na trgu povzročilo velike mlečne presežke. Poleg ukinitve mlečnih kvot pa so cene surovega mleka na trgu zanihale tudi zaradi posledice ruskega embarga na uvoz hrane iz EU. Na evropski proračun za kmetijstvo ter trgovino s kmetijskimi pridelki in hrano naj bi vplival tudi britanski izstop iz EU. Ob vsem tem se pojavlja vprašanje, ali bodo brez strateških partnerstev proizvajalci mleka in mlečnih izdelkov še lahko določali ustrezne cene in branili položaj na trgu. Chaoqun, Yucheng in Lisha (2016) menijo, da se mlečna industrija spopada z močnim pritiskom trga. V takšnem kompleksnem in konkurenčnem tržnem okolju je izbira prave strategije podjetij v panogi ključna za njihovo preživetje in uspešnost.

Prvi začetki podjetja Pomurske mlekarne d.d. segajo v leto 1945, v obdobje po koncu druge svetovne vojne, ko se je v Murski Soboti, v novih proizvodnih prostorih, pričela predelava svežega mleka v mleko v prahu in maslo. V naslednjih letih so sledili potrebam tržišča, prodajni program se je nenehno širil in nadgrajeval. V sedmih desetletjih so doživeli vzpone in padce, kot zadnji pomemben poslovni dogodek pa lahko vsekakor štejemo uspešno izpeljano prisilno poravnavo v aprilu 2016. Če slednja ne bi uspela, bi lahko sledil stečaj družbe.

Glavni razlog za nastali finančni položaj je bilo dejstvo, da se niso pravočasno prilagodili spremenjenim razmeram na trgu, ki jih je povzročila krepitev konkurence na trgu trgovcev s prehrabnimi izdelki. Na krepitev konkurence je vplival vstop mednarodnih trgovcev, tujih blagovnih znamk in diskontnih verig, akcijske in trajno nizke cene, opuščanje izdelkov in blagovnih znamk, ki ne dosegajo minimalnih prodajnih rezultatov in ki nimajo močnega oglaševalskega aparata ter kasneje še prevzem podjetja Ljubljanske mlekarne s strani podjetja Dukat d.d., ki je bil v 2007 prevzet s strani francoske multinacionalke Lactalis (Inštitut za raziskovanje in razvoj managementa, 2015).

Delavska hranilnica d.d. je preko svoje hčerinske družbe DH-Storitve d.o.o. odkupila del terjatev do podjetja Pomurske mlekarne d.d. in jih delno konvergirala v kapital. Ker osnovna dejavnost hranilnice ni povezana s panogo proizvodnje mleka, bo svoj delež v podjetju v prihodnosti najverjetneje odprodala. Slednje dejstvo je bilo tudi povod za izbor teme magistrske naloge, saj je management zanimala okvirna ocena vrednosti njihove naložbe.

Namen magistrske naloge je vrednotenje podjetja Pomurske mlekarne d.d., da bi pridobila usmeritve za prihodnje poslovne odločitve v zvezi z morebitnim prodajnim postopkom podjetja. Predhodno bom izdelala finančno analizo poslovanja družbe (analizo računovodskih izkazov z glavnimi kazalniki – ker vsi kazalniki presegajo ovir magistrskega dela, se bom v nalogi omejila na sedem finančnih kazalnikov, ki so tudi sicer pri finančnih analizah najpogostejše uporabljani), za bolj poglobljeno sliko pa bom ocenila tudi privlačnost panoge, v kateri družba posluje. Skladno s Porterjevo trditvijo (1985) je namreč poglobljena determinanta dobičkonosnosti podjetja privlačnost panoge, v kateri le-ta posluje.

Pri poslovanju podjetja je praviloma najpomembnejše gospodarsko okolje, zato velja pri oceni okolja podjetja sprva zbrati napovedi razvoja ključnih narodnogospodarskih agregatov (rast bruto domačega proizvoda, rast prodaje na zunanjih trgih, število brezposelnosti, rast osebne potrošnje, rast investicijske in javne porabe). Te napovedi so tudi osnova za prognoze poslovanja in planske kalkulacije (Pučko, 2006). Tálas in Rózsa (2015) menita, da uporaba finančnih kazalnikov ni dovolj za podrobno presojo konkurenčnosti vodilnih mlečno-predelovalnih podjetij ter da je dobrodošla dodatna uporaba modelov vrednotenja podjetij kot tudi metode za napovedi makroekonomskih kazalnikov.

Panoga je v strateškem smislu prodajni trg konkurentov. Pri tem je pomembno, da panogo primerno opredelimo, saj obstaja nevarnost, da bi ocenjevali tako široko definirano panogo, da bi analiza izgubila uporabno vrednost za konkretno podjetje. Poleg natančne vsebinske opredelitve panoge za potrebe njene analize privlačnosti je pomembno panogo dobro opredeliti tudi z geografskega vidika (Pučko, 2008). V nalogi se bom osredotočila na geografsko območje Slovenije, pri čemer se zavedam, da ne gre izključiti tudi globalnih dogajanj, saj se število mlekarn v EU zmanjšuje, ker se te nenehno povezujejo ali pa zaradi nekonkurenčnosti propadajo.

Privlačnost panoge bom analizirala po Porterjevem modelu analize panoge, ki govori o petih ključnih dejavnikih konkurenčnosti. Izhajala bom iz vidika podjetja, ki je predmet preučevanja in vrednotenja. Poskušala bom opredeliti možnosti vstopa novih konkurentov v panogo, pogajalsko moč kupcev in dobaviteljev, tekmovalnost med obstoječimi konkurenti v mlečni industriji ter potencialne nadomestke, katerih priljubljenost je močno v porastu – v zadnjih letih so rastlinski napitki in drugi rastlinski izdelki močno povečali svoj tržni delež, v svojo redno ponudbo so jih dodale tudi velike multinacionalke, kot sta Starbucks in Dunkin' Donuts.

Namen finančne analize je zagotavljanje informacij o finančnem položaju in uspešnosti poslovanja podjetja, rezultat finančne analize pa je ocena uspešnosti poslovanja podjetja v preteklosti in ocene o prihodnjih denarnih tokovih iz tekočega poslovanja podjetja. Čim bolj je okolje stabilno, tem bolj kakovostna so lahko predvidevanja prihodnosti na podlagi preteklega poslovanja (Mramor, 1999).

Stroka je razvila več metod ocenjevanja vrednosti podjetja. Nekatere so bolj zahtevne in druge manj. Za katero se bomo odločili, je odvisno od namena vrednotenja, podatkov in časa, ki nam je na voljo. V grobem jih delimo na statične in dinamične. S pomočjo statičnih metod poskušamo ugotoviti vrednost ciljnega podjetja v določenem trenutku na osnovi stanja sredstev ciljnega podjetja ali pa na osnovi izvedenih primerljivih transakcij, dinamične metode pa temeljijo na diskontiranju prihodnjega denarnega toka ciljnega podjetja (Lahovnik, 2013).

Cilji magistrskega dela so:

- proučiti panogo proizvodnje mleka v Sloveniji,
- analizirati dejavnike, ki vplivajo na konkurenčne silnice in s tem na privlačnost panoge,
- izdelati finančno analizo poslovanja družbe,
- predstaviti nekaj metod za vrednotenje ter spoznanja vsaj ene od metod aplicirati na konkretno podjetje,
- na podlagi ključnih finančnih podatkov in kazalnikov, finančnih napovedi ter na podlagi metode vrednotenja poskusiti ugotoviti kar čim bolj realno vrednost izbranega podjetja,
- preko analize občutljivosti prikazati, kako pomembno je, da se čim bolj natančno opredelita stopnja rasti in pravilen izračun diskontne stopnje (angl. *weighted average cost of capital*, v nadaljevanju WACC).

Temeljna teza magistrskega dela je, da je mlečna industrija v procesu intenzivnega prestrukturiranja zaradi lokalnih kot tudi globalnih konkurenčnih pritiskov.

Na podlagi osrednje teze bom poskušala odgovoriti na tri raziskovalna vprašanja:

1. Katere so ključne strateške silnice, ki določajo privlačnost panoge proizvodnje mleka?
2. Je panoga proizvodnje mleka z vidika vstopa nove konkurence in vlagateljev privlačna?
3. So pri cenitvah podjetij iz panoge proizvodnje mleka primernejše statične ali dinamične metode vrednotenja?

Sprva bom uporabila metodo iskanja podatkov na podlagi domačih in tujih virov literature. Obravnavano tematiko bom iskala v strokovnih, znanstvenih in uradnih raziskovalnih virih. Spoznanja in ugotovitve bodo izhajala iz sekundarnih podatkov, znanstvene bibliografije, poslovnih poročil, relevantnih internetnih strani, strokovnih člankov ter na podlagi podatkov institucionalnih ponudnikov.

Raziskava bo aplikativne narave. Z metodo sinteze podatkov bom analizirala privlačnost panoge proizvodnje mleka. Uporabila bom metodo analize podatkov, in sicer kvalitativno, ki bo zajemala analizo besedil, v poglavjih finančne analize in vrednotenja izbranega podjetja pa kvantitativno analizo.

Pri izdelavi magistrskega dela bom uporabila tudi teoretična znanja, pridobljena v okviru podiplomskega študija in praktično znanje, ki ga vsakodnevno uporabljam pri svojem delu. V sklepu bom strnila ugotovitve in na podlagi raziskave poiskala odgovore na zastavljena raziskovalna vprašanja ter potrdila oz. ovrgla osrednjo tezo magistrske naloge.

1 ANALIZA POSLOVNEGA OKOLJA IZBRANEGA PODJETJA

1.1 Gospodarska gibanja in makroekonomske napovedi

Po podatkih SURS-a (2016) se je bruto domači proizvod (v nadaljevanju BDP) v prvi polovici leta 2016 glede na isto obdobje prejšnjega leta povečal za 2,5 %. Na gospodarsko rast je ugodno vplivalo zunanje povpraševanje, izvoz se je povečal za 7,5 %, uvoz pa za 7,2 %. H gospodarski rasti v 2016 so največ prispevale predelovalne dejavnosti, in sicer 1,7 odstotne točke.

V evropskem območju naj bi se po napovedih mednarodnih institucij rast BDP med leti 2016 in 2018 gibala med 1,4 % in 1,6 %, predvsem zaradi rasti zasebne potrošnje in nadaljnjem izboljševanju trga dela. Ob ugodnih pogojih financiranja in bolj dobičkonosnem poslovanju podjetij se bo nadaljevalo okrevanje investicij. V letu 2017 naj bi se ob pričakovani rasti svetovnega gospodarstva rast izvoza evrskega območja postopoma začela krepiti. Med pomembnimi trgovinskimi partnerji izven evrskega območja se napoveduje krepitev rasti na Hrvaškem, postopoma pa tudi izboljšanje razmer v Rusiji. Rast izvoza bo tudi v prihodnjih dveh letih temeljila na večjem izvozu večine panog predelovalnih dejavnosti (Urad za makroekonomske analize in razvoj, v nadaljevanju UMAR, 2016).

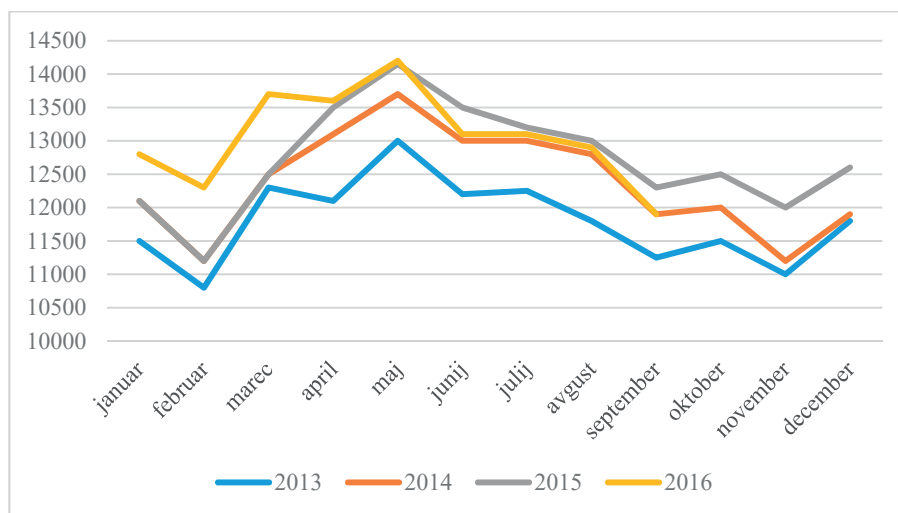
V naslednjih letih predvidevajo višjo rast zasebne potrošnje kot v predhodnih letih, predvsem zaradi ugodnih razmer na trgu dela in višjega razpoložljivega dohodka. Rast zasebne potrošnje se je v prvi polovici 2016 okrepila (1,9 %), še vedno se povečuje potrošnja trajnih dobrin, ki je po visoki rasti v zadnjih dveh letih presegla pred krizno raven, okreva pa tudi potrošnja ostalih dobrin, ki predstavlja glavni del potrošnje (UMAR, 2016).

1.2 Svetovni trendi na področju proizvodnje in prodaje mleka

Svetovni trg mleka in mlečnih izdelkov je stabilno rasel v zadnjih štirih letih, kar prikazuje tudi Slika 1. Mlečni izdelki predstavljajo osnovo prehrane za mnoge ljudi, zato pri tovrstnih izdelkih povpraševanje tudi v času globalne ekonomske krize ne upade bistveno, prilagodi se

zgolj cena in segment izdelkov, ki ga potrošniki izbirajo v času krize (Pomurske mlekarne d.d., 2015).

Slika 1: Količina odkupljenega kravjega mleka v EU v obdobju med 2013 in 2016 v 1000 tonah



Vir: Milk Market Observatory, 2016a.

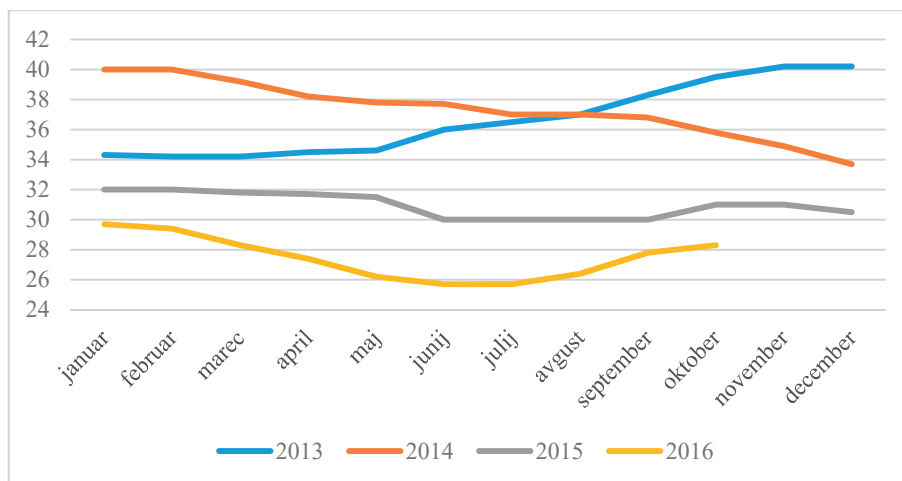
V letu 2015 so cene mleka in mlečnih izdelkov v EU padle predvsem zaradi (Pomurske mlekarne d.d., 2015):

- odprave sistema mlečnih kvot (nekatero članice EU so sistem odpravile že na začetku leta 2014), ki so v EU omejevale proizvodnjo mleka, z razlogom, da se na trgu ne bi ustvarilo neravnovesje oz. da znotraj države ne bi pridelali preveč ali premalo mleka in s tem vplivali na ceno mleka,
- ruskega embarga na uvoz večine hrane iz EU in Združenih držav Amerike (v nadaljevanju ZDA), kar je povzročilo velik padec izvoza, kar bo imelo tudi dolgoročen vpliv, saj Rusija znova intenzivneje spodbuja domačo prirajo mleka,
- nemirnih razmer na Bližnjem vzhodu in v severni Afriki, ki sta veliki uvoznici mleka iz EU,
- kitajska skladišča so bila polna mleka v prahu,
- grške krize in padca kupne moči in
- nihanja cen mleka na svetovnih trgih ter blagovnih borzah.

V letu 2014 so ugodne vremenske razmere botrovale visokemu pridelku krmnih rastlin za govedo, kar je na podlagi povečanega svetovnega povpraševanja mleka povzročilo padec odkupnih cen. Ob vedno večjem povpraševanju, še posebej na Novi Zelandiji, ki v svetovnem merilu odkupi največ mleka (približno 40 %), je bil trg mleka proti koncu 2014 že popolnoma prenasičen, cene mleka pa so posledično padale, kar je razvidno tudi na podlagi Slike 2.

Visoka spremenljivost cen je bila na trgu mleka prisotna že od 2007, po odpravi mlečnih kvot pa se je še povečala (Inštitut za raziskovanje in razvoj managementa, 2015).

Slika 2: Povprečna cena odkupljenega kravjega mleka v EU v obdobju med 2013 in 2016 v EUR/100 kg



Vir: Milk Market Observatory, 2016c.

Dobava mleka se je v juniju 2016 prvič od ukinitve mlečnih kvot nekoliko znižala. Cene mlečnih izdelkov so začele ohranjati trend rasti in so prehitale lanskoletno raven (za maslo tudi cene iz leta 2014). Globalno povpraševanje ostaja na stabilni ravni in je v juniju 2016 celo prehitelo ravni iz let 2013 in 2014. EU in Nova Zelandija veljata za največje svetove izvoznike, s podobnim obsegom izvoza mleka. Na trgu posnetega mleka v prahu v letu 2016 cene še vedno padajo in so povezane z manjšim uvozom Alžirije (zaradi nizke cene nafte). Trgovinski tokovi za druge glavne mlečne proizvode se izboljšujejo v skladu z naraščajočim povpraševanjem. Glavne destinacije za izvoz mlečnih izdelkov EU so Savdska Arabija (maslo), ZDA (sir), Kitajska (sirotka v prahu in začetna formula za dojenčke), Alžirija (posneto mleko v prahu). Glavna trga EU za izvoz tekočega mleka in smetane pa sta Kitajska in Belorusija (Milk Market Observatory, 2016b).

Največji globalni panožni vodje (po ustvarjenem letnem prometu iz naslova mleka in mlečnih izdelkov) na svetovnem trgu mleka in mlečnih izdelkov so podjetja Nestle, Lactalis, Danone, Fonterra, Dairy Farmers of America, Friesland Campina, Arla Foods, Saputo, Dean Foods in Yili (Canadian Dairy Information Centre, 2016). Nestle s sedežem v Švici zaposluje več kot 250 tisoč ljudi v več kot 210 državah, Lactalis pa je mednarodna skupina, s sedežem v Franciji, ki zaposluje več kot 61 tisoč ljudi v 70 državah. V letu 2013 je podjetje Lactalis postalo večinski lastnik največjega slovenskega proizvajalca mleka – Ljubljanskih mlekarn d.d. Danone, ki ima sedež v Parizu, pa je vodja na segmentu svežih mlečnih izdelkov s skoraj 5 % tržnim deležem (Inštitut za raziskovanje in razvoj managementa, 2015).

V naslednji dekadi naj bi pomemben trend rasti imel svetovni trg masla, glavni izvozniki pa bodo še vedno EU, Avstralija in Nova Zelandija. Povečevalo se bo tudi povpraševanje po siru in polnomastnem mleku v prahu. Največji svetovni kupec mlečnih proizvodov ostala Kitajska (Koncept Analytics, 2016).

Skupni svetovni trend nakazuje na zmanjšanje porabe tekočega mleka in pozitiven trend svežih mlečnih izdelkov in sira. Trgovci imajo težave pri pridobivanju ekoloških mlečnih izdelkov, ki bodo bistvena pri povečevanju povpraševanja. Ostra konkurenca alternativnih brez mlečnih izdelkov (predvsem rastlinskih napitkov) povzroča mlečni industriji vse večjo zaskrbljenost (Milk Market Observatory, 2016b).

V zadnjih letih je proizvodnja in poraba biološkega mleka naraščala in tudi pritisk na cene v tem segmentu je bil manjši. Medtem ko so cene mleka nižje, je tako na drugi strani proizvodnja biološkega mleka zanimiva tako za proizvajalce, predelovalce in prodajalce. Zaradi povečevanja povpraševanja po biološko pridelani hrani so tudi cene bio mleka v primerjavi s cenami klasičnega mleka bolj stabilne (Pomurske mlekarne d.d., 2015).

Rezultati raziskave prehranskih navad so potrdili trend povečevanja vnosa hrane z visoko vsebnostjo beljakovin živalskega izvora, zlasti pri potrošnikih z nizko stopnjo izobrazbe. Pomen toplih obrokov oz. pripravljene hrane je poudarjen predvsem med pari in med družinami z otroki. Povečuje se tudi vloga prehranjevanja zunaj doma, predvsem med samskimi moškimi. Vzporedno s tem se pojavljajo nove prehranske občutljivosti in tržne niše. Vsi ti evolucijski procesi ponujajo nove izzive in nove priložnosti za javne in zasebne subjekte (Casini, Contini, Romano, & Scozzafava, 2015).

Poleg novih trgov so pomembne tudi tržne niše, kot je na primer proizvodnja biološkega mleka. Empirično je dokazano, da ekološka pridelava zmanjšuje emisije toplogrednih plinov, pri proizvodih lokalnega porekla pa se podpira lokalno gospodarstvo, in sicer v smislu delovnih mest in prihodkov. Dandanes je vse več posameznikov zaskrbljenih glede živil, ki jih kupujejo in uživajo, nimajo dovolj informacij o njihovem izvoru, načinu proizvodnje, vse bolj jih zanima tudi, ali lahko preprečijo določene zdravstvene težave, še preden se pojavijo. Zato bi lahko bila živila, ki so ekološko pridelana in imajo certifikat regionalnega porekla ali pa zmanjšano vsebnost maščob, zanimiva izbira za evropske potrošnike (De-Magistris & Gracia, 2016).

1.3 Vpliv sprememb na slovenski trg proizvodnje in prodaje mleka

Sistem mlečnih kvot, ki je bil v EU ukinjen v 2015, je nastal kot odgovor na ponudbo, ki je bila precej večja od povpraševanja, in sicer v letu 1984. Slovenija je sistem mlečnih kvot uvedla leta 2005 ob podpisu pristopne pogodbe z EU (Ministrstvo za kmetijstvo, gozdarstvo in prehrano, 2016).

Na začetku leta 2015 so bila podrobneje določena pogodbeni razmerja v panogi proizvodnje mleka, saj je bila v skladu z zakonodajo EU in nacionalno zakonodajo sprejeta Uredba o izvajanju uredbe (EU) o vzpostavitvi skupne ureditve trgov kmetijskih proizvodov glede pogodbenih razmerij v sektorju mleka. Ukrep naj bi ublažil posledice ukinitve mlečnih kvot. Med proizvajalcem mleka in kupcem morajo biti sklenjene pogodbe za najmanj 12 mesecev. Zakon o kmetijstvu opredeljuje, da so obvezni elementi pogodbe med drugim cena, ki se plača za oddajo, količina mleka in časovni raspored oddaj (Ur.l. RS, št. 45/08, 57/12, 90/12 – ZdZPVHVVR in 26/14).

Po napovedih agrarnih analitikov bo na trgovino s kmetijskimi pridelki in hrano imel vpliv tudi britanski izstop iz EU, saj bo izstop neposredno vplival na evropski proračun za kmetijstvo. Trenutne cene mleka naj bi omogočale pokrivanje variabilnih stroškov zgolj nadpovprečno produktivnim kmetijam, v stiski pa so predvsem tisti kmetje, ki so se v času višjih cen mleka zadolžili za večje investicije in z dolgoročnimi krediti (Šubic, 2016).

Po podatkih SURS-a (b.l.) je bilo do konca septembra 2016 odkupljenega za več kot 5 % več mleka kot v istem obdobju predhodno leto. Slovenske mlekarne so proizvedle za približno pol odstotka več konzumnega mleka, za 3 % več masla, proizvodnja fermentiranih pa je bila v prvih devetih mesecih za 11 % višja kot v enakem obdobju leta 2015. Edini zaznani padec se beleži na trgu sirov, in sicer približno 2 % manj kot lansko leto. Po podatkih Milk Market Observatory (2016a) je Slovenija med državami, ki so najbolj povečale prirejo mleka v letu 2016, na šestem mestu.

1.4 Predstavitev izbranega podjetja

Pomurske mlekarne d.d. so v Sloveniji eden od nosilcev živilsko predelovalne industrije. Njihov proizvodni program obsega mlečne proizvode: mleko, jogurte in kislo mleko, pudinge in deserte, smetane, kislo smetano, maslo, mleko v prahu, skuto in namaze, čokoladno mleko in ledeno kavo, cappuccino, rastlinsko smetano ter različne vrste sirov ter nekaj nemlečnih izdelkov (Bisnode, d.o.o., b.l.).

Podjetje je začelo delovati po koncu druge svetovne vojne, ko so začeli odkupovati mlečne viške od pomurskih kmetovalcev. Leta 1954 se je podjetje preimenovalo v Tovarno mlečnega prahu Murska Sobota, ob pomoči UNICEF-a pa je bila postavljena ena izmed prvih sušilnic mleka v prahu v takratni Jugoslaviji. V letu 1990 se je preimenovala v Pomurske mlekarne d.d. S številnimi investicijskimi vlaganji so povečevali proizvodne zmogljivosti in širili proizvodni program, osredotočeni pa so bili ves čas na mleko v prahu in maslo (Pomurske mlekarne d.d., 2015).

Približno 40 % odkupljenega surovega mleka predelajo v sterilno mleko, proizvajajo tako polnomastno kot tudi delno posneto in posneto mleko, za proizvodnjo sirov porabijo 35 % mleka, njihova masla pa že tradicionalno dosegajo visoka priznanja. Na trgu imajo

uveljavljene tudi fermentirane proizvode. Prodaja se izvaja preko lastnih blagovnih znamk, prav tako pa tudi preko trgovskih znamk partnerjev – delajo za verige Mercator, Spar, Engrotuš, Hofer, KZ Metlika, Era Good, kakor tudi za razne tuje kupce (Pomurske mlekarne d.d., 2015).

Leta 2000 je bilo pripojeno podjetje Mlekarna Ptuj, v letu 2004 pa je bil matičnemu podjetju pripojen Mlekopromet. Količina odkupljenega mleka se je povečevala do leta 2005, ko je dosegla svoj vrh s skoraj 100 milijoni litrov, nato pa je zaradi prodaje surovega mleka v Italijo začela padati in tako so v letu 2014 odkupili 52 milijonov litrov surovega mleka (Pomurske mlekarne d.d., 2015).

V pretekli dekadi let je bilo sprejetih precej slabih poslovnih odločitev s popolnoma neprimernimi investicijami. S strani vlade odobrene finančne pomoči za razvojni preboj družbe poslovodstvo ni izkoristilo, pri čemer so popolnoma izostale izvedbe potrebnih dejavnosti za sanacijo družbe. Prihodki so zadnjih nekaj let vztrajno padali, kupci so odhajali drugam, kakor tudi nekateri dobavitelji, poslovanje se je samo še slabšalo (Pomurske mlekarne d.d., 2015).

V januarju 2015 je bil zamenjan nadzorni svet podjetja in v februarju imenovan novi poslovodja Pomurskih mlekarn d.d. V podjetju se je zgodil pozitiven preobrat, v postopku prisilne poravnave pa je družba dobila nove lastnike. Največji je Delavska hranilnica d.d. oziroma njena hčerinska družba DH Storitve d.o.o. Mlekarna, ki ima danes 137 zaposlenih, je beležila od 2011 dalje izgubo, v 2014 je ta znašala 6,4 milijonov EUR, v 2015 pa so izkazovali 1,5 milijona evrov dobička (Milanov, 2016).

Poleg ruskega embarga, padca sistema kvot ter položaja v Grčiji (kriza ne popušča, kupna moč je močno padla) in določenih težav z dobavitelji se je na prodajni strani pritisk na cene v 2015 po padcu sistema kvot samo še stopnjeval. K zaostrenim razmeram na trgu je dodatno prispevala začeta cenovna vojna s strani konkurenčne mlekarne na segment HORECA (šole, vrtci, domovi za ostarele), kjer je omenjena mlekarna brez vsakega pritiska s trga nerazumno znižala cene za 20 % in s tem prisilila največjega igralca na trgu k odgovoru in zato so cene danes ponekod tudi do 45 % nižje kot pred tem (Pomurske mlekarne d.d., 2015). V juniju 2016 so Pomurske mlekarne, poleg nekaterih drugih slovenskih proizvajalcev mleka, dobile dovoljenje za izvoz na kitajski trg s 1.3 milijardami prebivalcev, mleko Pomurskih mlekarn pa je zdaj možno kupiti tudi na Alibabi, eni največjih spletnih trgovin na svetu.

Kot je navedeno na spletni strani podjetja, je poslanstvo Pomurskih mlekarn nadaljevati dolgoletno mlekarsko tradicijo in predelovati visoko kakovostne in zdrave mlečne izdelke, ki bodo zadovoljevali najzahtevnejše uporabnike doma in po svetu. Vizija družbe je, da bi v prihodnjih 5-ih letih posodobili izdelke za slovenske potrošnike in ohranili sloves visoko kakovostnega slovenskega proizvajalca mleka in mlečnih izdelkov.

Najvišje vrednote podjetja so (Pomurske mlekarne d.d., b.l.):

- zavezanost kakovostnim in varnim mlečnim izdelkom,
- partnerski odnos z dobavitelji, zaposlenimi in potrošniki,
- inovativnost in razvoj,
- spoštljiv odnos do okolja ter družbe.

1.5 Vpliv globalnih sprememb na poslovanje izbranega podjetja

V Poslovnem poročilu Pomurskih mlekar d.d. (2015) navajajo, da je v letu 2015 na njihovo poslovanje najbolj vplival padec sistema mlečnih kvot in radikalen padec cen mleka in mlečnih izdelkov iz uvoza ter ruski embargo, zaradi katerega so se v EU pojavili novi viški mleka, cene mleka pa še dodatno padle.

Med leti 2011 in 2014 je podjetje beležilo trend padanja nabave količine surovega mleka, in sicer iz 68.6 milijonov litrov v 2011 na 52.4 milijonov litrov v letu 2014. Pomurske mlekarne d.d. (2016) navajajo, da je v letu 2014 na zmanjšanje odkupnih količin mleka vplivala predvsem oslABLJENA likvidnost Pomurskih mlekar d.d., ki je rezultirala v zamudah pri plačevanju dobaviteljev, tako so izgubili del odkupljenega mleka s strani dveh zadrug, tretja zadruga pa jim je dobavljala mleko preko italijanskega posrednika. Tolikšnega zmanjšanja količine dobavljenega mleka pa niso mogli nadomestiti na evropskem trgu, še posebej, ker so dobavitelji zaradi bonitete podjetja želeli plačevanje z avansi, česar pa zaradi oslABLJENEGA finančnega stanja niso mogli zagotoviti.

Kot je razvidno v Tabeli 1, se je povečana proizvodnja mleka v Evropi v 2015 odrazila tudi pri odkupljenih količinah mleka v podjetju, tako so v letu 2015 beležili povečanje glede na predhodno leto za 5,3 % (Pomurske mlekarne d.d., 2015a).

Tabela 1: Odkup mleka v Pomurskih mlekarnah med leti 2011 in 2015 v litrih

Leto	2011	2012	2013	2014	2015
Količina odkupljenega mleka	68.683.242	64.728.745	53.806.924	52.396.977	55.178.240

Vir: Pomurske mlekarne d.d. (2015a), str. 12; Pomurske mlekarne d.d. (2015b), str.33, tabela 26.

Zaradi preusmeritve oz. ustavitve dobave določenih dobaviteljev je ob pomanjkanju osnovne surovine družba v letu 2014 dosegla tudi zgodovinsko najvišjo raven nabavne cene mleka. Kljub temu ni dosegala slovenskega povprečja in povprečja cen, kar je bil dogovor med podjetjem in zadrugami, ki so bile solastnice družbe (Pomurske mlekarne d.d., 2016).

V podjetju ocenjujejo, da se bo v prihodnosti cena mleka ustalila, da pa bo imela predvsem rast svetovnega prebivalstva dolgoročen vpliv na povečano povpraševanje po mlečnih

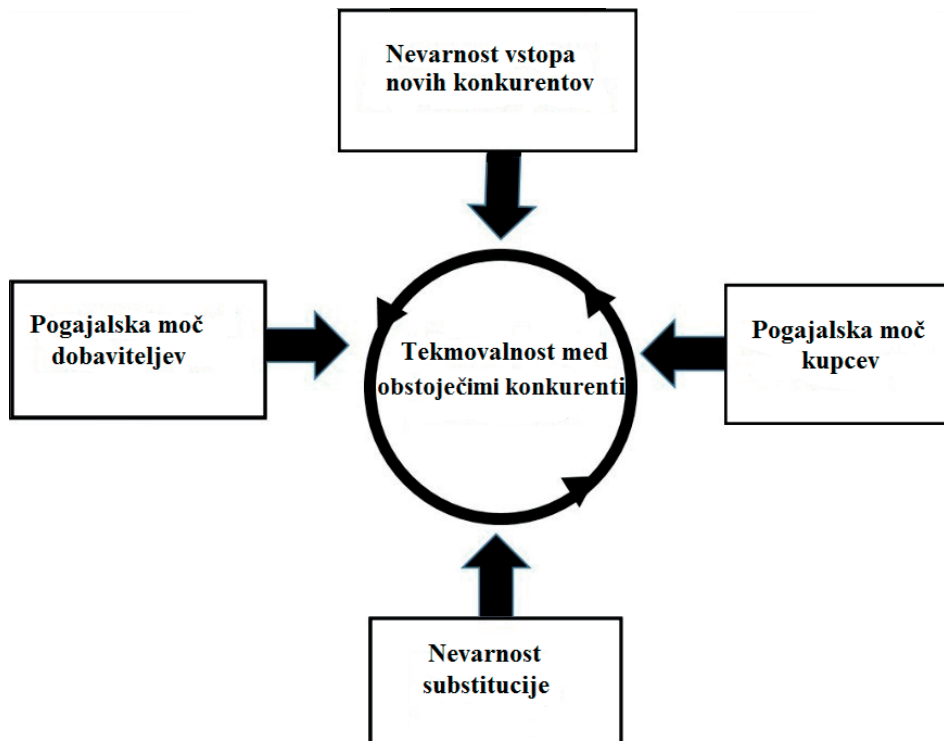
izdelkih predvsem (Pomurske mlekarne d.d., 2016). Z globalno lakoto v porastu je Organizacija za prehrano in kmetijstvo (angl. *Food and Agriculture Organization of the United Nations*, 2016, v nadaljevanju FAO) objavila napoved glede potrebne proizvodnje hrane. Če število prebivalstva doseže 9,1 milijarde do leta 2050, FAO pravi, da se bo svetovna proizvodnja hrane morala povečati za 70 %, proizvodnjo hrane držav v razvoju pa bo treba podvojiti. Njihova projekcija proizvodnji mleka napoveduje 23-odstotno rast do leta 2025 glede na doseženo raven med letoma 2013 in 2015.

2 ANALIZA PANOGE PROIZVODNJE MLEKA

2.1 Ocenjevanje privlačnosti panoge

Pred vrednotenjem podjetja je primerno sprva izdelati oceno privlačnosti panoge, torej panoge, v kateri podjetje deluje. Stopnja privlačnosti panoge pove, kakšne možnosti imajo podjetja v panogi za doseganje donosnosti (Pučko, 2006). Privlačnost panoge po Porterjevem modelu je odvisna od petih spremenljivk, ki so razvidne iz Slike 3, in sicer tekmovalnosti med obstoječimi konkurenti, nevarnostjo vstopa novih konkurentov, pogajalsko močjo kupcev, pogajalsko močjo dobaviteljev in nevarnostjo substitucije.

Slika 3: Porterjev model petih silnic



Povzeto in prirejeno po M. Porter, Competitive Strategy, 1998, str.4.

Zakaj so nekatera podjetja bolj dobičkonosna od drugih? Na to vprašanje nam lahko delno odgovori ravno analiza privlačnosti panoge. Magretta (2012) navaja, da ima vsaka od petih silnic jasen in neposreden vpliv na donosnost panoge. Velja splošno pravilo – bolj, kot je silnica vplivna oz. močnejša, večji pritisk na cene povzroča, panoga pa je posledično manj privlačna. Pomembni so tudi drugi dejavniki, vendar niso tako fundamentalni, kot to velja za Porterjevih pet spremenljivk.

2.2 Nevarnost vstopa novih konkurentov

Grožnja z vstopom v panogo je odvisna od vstopnih ovir, ki so prisotne, skupaj z reakcijo obstoječih tekmecev. Če so ovire visoke in če lahko nov konkurent pričakuje ostre povračilne ukrepe s strani na trgu utrjenih konkurentov, je grožnja vstopa nizka. Strateški odziv obstoječih konkurentov za preprečitev vstopa novega podjetja je lahko visoko znižanje cen (limitne cene ali predatorstvo), v primeru vstopa novega podjetja pa lahko sledi intenzivna cenovna konkurenca (Porter, 1998).

Pri vstopu v panogo nov konkurent primerja dobičke v primeru vstopa z nepovratnimi stroški vstopa. Slednji zajemajo stroške naložb v specializirane proizvodne dejavnike, stroške državnih dovoljenj in podobno, dobiček po vstopu pa je odvisen od povpraševanja na trgu, ustvarjenih prihodkov ter stroškov posameznega podjetja.

Porter (1998) navaja 5 glavnih dejavnikov vstopnih ovir:

- ekonomija obsega,
- diferenciacija proizvodov,
- zahteve po kapitalu,
- sredstva, potrebna za vstop v panogo,
- zakonodajne ovire oz. tiste, ki jih postavi država.

Medtem ko mnogi trdijo, da je ostati majhen preveč tvegano, pa je študija pokazala, da se relativno razdrobljena mlekarska industrija Irske lahko po dobičkonosnosti kosa tudi z mogočnimi tekmeci, kot so Danska, Nizozemska in Belgija (Briscoe, 2006). Holečková (v Špička, 2013) ocenjuje, da imajo panoge, ki beležijo relativno nizko stopnjo dobička, glede na višino ustvarjenih prihodkov načeloma nižje ovire za vstop, kot jo imajo panoge z visoko stopnjo dobička glede na ustvarjen promet. Kljub temu pa obstajajo določene pomembne vstopne ovire v mlečni industriji, med njimi so najbolj pomembne: zakon o varnosti hrane, lojalnost do uveljavljenih blagovnih znamk vodilnih igralcev na trgu, ekonomije obsega in sklenjene pogodbe s trgovci z živili na drobno in dobavitelji mleka. Poleg tega so mlečni izdelki relativno hitro pokvarljiva živila, ki zahtevajo hitro obračanje zalog, zanesljive dobavne verige in distribucijske kanale. Po drugi strani pa veljajo relativno šibke ovire za vstop za male predelovalce mleka in mlečnih izdelkov, ki želijo prodati izdelke na lokalnem trgu. Upoštevati morajo zakone o varnosti hrane in imeti vzpostavljeno zaupanje potrošnikov

v regiji. V zvezi s tehnološko opremljenostjo (polnilne linije) zahteva mlečna industrija razmeroma velike količine kapitala v primerjavi z drugimi vejami živilske industrije, in sicer zaradi strogih higienskih predpisov predelave mleka.

Nevarnost pri vstopu novih konkurentov pa se odraža v vse večji konsolidaciji v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov, preko združitve in prevzemov z namenom doseganja ekonomij obsega, kar z vidika manjših obstoječih podjetij v panogi predstavlja dodatno nevarnost, saj bo pritisk s proizvodnjo velikih količin mleka s strani konkurentov v prihodnosti verjetno še večji.

2.3 Tekmovalnost med obstoječimi konkurenti

Magretta (2011) pravi takole: »Bistvo konkurence ni premagati tekmeca, temveč ustvarjanje dobička.« Rivalstvo med obstoječimi konkurenti vsebuje taktike, kot so cenovna konkurenca, bitke oglaševanja, predstavitve izdelkov, dodatne storitve za stranke in vključevanje garancij. Rivalstvo se pojavi, ker eden ali več tekmecev bodisi čuti pritisk bodisi vidi priložnost za izboljšanje položaja. V večini panog imajo konkurenčne poteze enega podjetja opazne učinke na konkurenco, kar lahko spodbudi povračilne ukrepe. Če se ta dinamika stopnjuje, je lahko rezultat tudi slabši položaj vseh podjetij v panogi (Porter, 1998).

Porter (1998) navaja med drugimi naslednje glavne dejavnike, ki vplivajo na tekmovalnost med obstoječo konkurenco:

- število konkurentov v panogi,
- stopnjo rasti,
- fiksne stroške in stroške zalog,
- velikost deležev v panogi,
- izstopne ovire,
- raznolikost konkurentov,
- nasičenost panoge.

Trg mleka in mlečnih izdelkov oblikuje močna konkurenca, ki s strani tržnih vodij povzroča zniževanje stroškov in profitnih marž. Dve glavni problematični področji v mlečni industriji sta konsolidacija oz. prehod na manjše število podjetij v panogi in koncentracija, saj ima manjše število podjetij nadzor nad večino prodaje (Shields, 2010). Počasnejša, kot je rast panoge, večja je konkurenčnost med podjetji. Če panoga hitro raste, podjetja lahko ustvarjajo dobiček iz naslova povečevanja prihodkov in ostro tekmovalnost ni potrebno (Kos, 2007).

Barać in Muminović (2013) navajata, da je analiza panoge proizvodnje mleka v Sloveniji na Hrvaškem in v Srbiji pokazala, da imajo vodilni na trgu v vseh treh državah prevladujoč položaj, tržni deleži pa so zelo osredotočeni. Največja koncentracija naj bi bila zaznana v baltskih državah: v Latviji (največje štiri: 61 %), Litvi (največje štiri: 90 %) in Estoniji

(največje štiri: 68 %), sledijo Ciper (največjih šest: 76 %), Malta (ena: 100 %), Slovenija (največje tri: 90 %), Hrvaška (največjih pet: 81 %), Srbija (največjih pet: 67 %), Črna gora (največjih pet: 63 %) in Makedonija (največjih pet: 90 %). Tem državam sledijo Madžarska (največjih deset: 81 %), Češka (največje tri: 35 %), Bolgarija (največjih pet: 20 %), Poljska (največjih pet: 26 %) ter Bosna in Hercegovina (največjih pet: 42 %).

2.4 Nevarnost substitucije

Spremenljivke nevarnosti substitucije so v razmerju med cenami in kakovostjo nadomestkov, v stroških menjave izdelkov ter nagnjenosti potrošnika k zamenjavam (Pučko, 2006). Po Porterjevem modelu (1998) se substituti nanašajo na proizvode oziroma storitve, ki rešujejo enak problem, vendar imajo drugačne lastnosti od proizvodov oz. storitev, ki so v preučevani panogi. Bolj, kot je substitut cenovno dostopen, večja je elastičnost povpraševanja. Ker substituti ne predstavljajo neposredne konkurence, se velikokrat pojavijo nepričakovano, zato jih je težko predvideti ali včasih celo opaziti, ko so že na trgu (Magretta, 2011).

Vedno več potrošnikov se odloči za mlečne nadomestke, ki temeljijo na rastlinski osnovi, in sicer iz zdravstvenih razlogov ali zaradi izbire življenjskega sloga. Zdravstveni razlogi vključujejo laktozno intoleranco (75 % svetovne populacije) in alergijo na kravje mleko. Ker imajo nekateri tovrstni izdelki zelo nizko vsebnost beljakovin in kalcija, je potrebna ozaveščenost potrošnikov, ko se rastlinski mlečni nadomestki uporabljajo kot nadomestilo za kravje mleko, npr. v primeru alergij. Če so formulirani v okusne in prehransko ustrezne izdelke, lahko rastlinski nadomestki ponudijo trajnostno alternativo mlečnih izdelkov (Mäkinen, Wanhalinna, Zannini, & Arendt, 2016).

Vse več ljudi se za alternativne napitke in izdelke odloča tudi iz etičnih razlogov. Al Gore, nekdanji ameriški podpredsednik, ki je prejel Nobelovo nagrado za aktivizem na okoljevarstvenem področju, opozarja, da vzreja goveda prispeva 18 % celotnih emisij toplogrednih plinov, prispeva k onesnaževanju okolja, uničuje zdravje in povzroča trpljenje živali (Horvat, 2008).

Da substituti predstavljajo resno grožnjo mlečni industriji, je razvidno tudi iz tožbe s strani predelovalcev mleka. V marcu 2015 je pritožbeno sodišče v Bruslju doseglo odločitev v sporu med mlečno industrijo in proizvajalci nadomestkov mlečnih proizvodov v zvezi z uporabo besed »mleko«, »jogurt«, »smetana« in »mlečni« pri oglaševanju. Sodišče je potrdilo, da so ta imena zaščitena in so namenjena izključno za mlečne izdelke in da je lahko uporaba teh imen zavajajoča glede narave ali sestave brezmlernih izdelkov (Couter, Mahy, & d'Ath, 2016).

Van Den Bos (2014) navaja, da se več prevzemov in združevanj s strani multinacionalk pričakuje z nakupom organskih znamk in brez laktoznih blagovnih znamk. Multinacionalke naj bi ciljale tudi na brezmlčne alternative, saj gre za pomembno rastočo panogo, rast prodaje

teh substitutov naj bi celo presegla rast prodaje konvencionalnega mleka. Razni alternativni rastlinski napitki na osnovi soje, lešnikov, mandljev in ovsa naj bi bili eni izmed najhitreje rastočih kategorij v okviru pakirane hrane, in sicer s 5-odstotno rastjo vrednosti po vsem svetu med leti 2013 in 2014.

V oktobru 2016 so delničarji podjetja WhiteWave potrdili predlagani dogovor, s katerim bo podjetje Danone postal lastnik vseh delnic podjetja WhiteWave. Dogovor, prvič objavljen v juliju, se vrednoti na približno 12,5 milijarde ameriških dolarjev (v nadaljevanju USD) in vključuje finančni dolg in druge obveznosti. WhiteWave, s sedežem v Denverju, je mednarodno podjetje, ki proizvaja organsko mleko in izdelke na rastlinski osnovi. Družba ima v lasti znamke, kot so Silk, So Delicious, Horizon Organic, Earthbound Farm in Alpro (Watrous, 2016). Podjetje WhiteWave je s prodajo ustvarilo približno 4 milijarde USD v letu 2015 in ne daje družbi Danone zgolj večjega dostopa do ameriškega trga, temveč predvsem vstop v hitro rastoči trg, saj globalna prodaja ekoloških živil raste trikrat hitreje od konvencionalnega (Kowitt, 2016).

2.5 Pogajalska moč kupcev

Pogajalska moč kupcev je izražena, če (Porter, 1998):

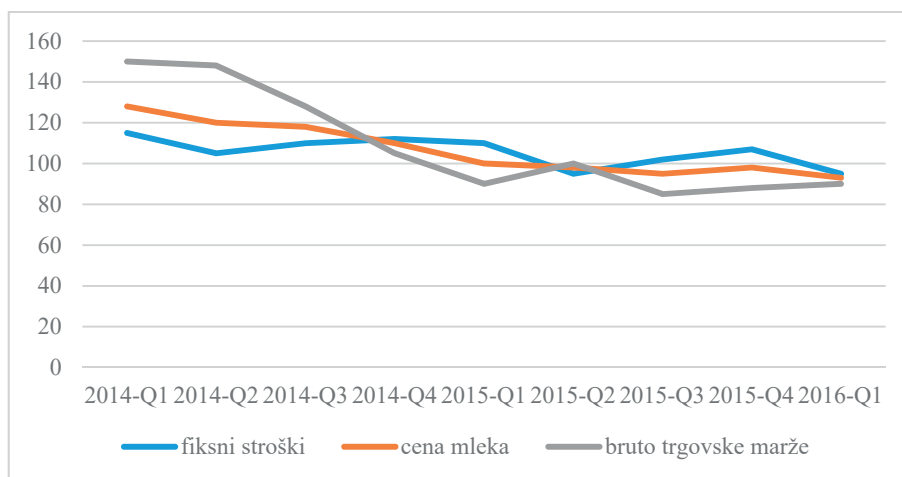
- obstaja velika koncentracija kupcev (majhno število kupcev z velikim tržnim deležem),
- morajo izdelki ustrezati določenim standardom,
- obstaja možnost vertikalne integracije nazaj (na primer trgovska veriga kupi predelovalca mleka),
- imajo kupci nizke dohodke in so zato cenovno občutljivejši,
- kupec ima popolne informacije o stroških in tržnih cenah.

Organisation for Economic Cooperation and Development (v nadaljevanju OECD, 2008) navaja, da obstajata dve vrsti kupne moči: monopsonistična moč in pogajalska moč. Razlika med obema vrstama temelji na njihovem izvoru in učinku delovanja. Večja, kot je pogajalska moč kupcev, bolj prehajamo v obliko trga, ki se mu reče monopsom. Pri tej obliki moči je veliko prodajalcev in le en kupec. V takih razmerah lahko kupec določa ceno. Ko je razmeroma malo dobaviteljev in kupcev ter so pogoji menjave določeni s pogajanjem, je pogajalska moč dosežena z obsegom, v katerem je kupec sposoben izvleči presežek od dobavitelja in v razliki individualno dogovorjenih popustov. Obe vrsti pogajalske moči kupcev rezultirata v nižjih cenah, vendar je nižja cena, pridobljena z monopsomsko obliko, dosežena z dejanjem (zmanjšanje nakupov), medtem ko je nižja cena, dosežena s pogajalsko močjo, dosežena z grožnjo (po zmanjšanju nakupov). Ključna razlika je, da izvajanje monopsomske moči cene zniža pod konkurenčno raven, medtem ko naj bi pogajalska moč izravnala cene in jih dvignila proti konkurenčni ravni.

V zadnjih desetletjih se je pogajalska moč kupcev izkazala kot pomembno vprašanje. V živilskem sektorju mnogi opozarjajo na moč trgovcev na drobno, saj se v mnogih državah zaradi velikih trgovcev znižujejo cene živil na račun proizvajalcev in dobaviteljev. V živilskem sektorju je trgovina na drobno vse bolj skoncentrirana. Rezultati študije na italijanskem trgu svežega mleka kažejo, da ima pogajalska moč kupcev obliko oligopsona (malo kupcev, veliko proizvajalcev) in da ima slednje vpliv na določitev končnih cen (Madau, Furesi, & Pulina, 2016).

V mlečnem sektorju se ravnotežje moči preveša na stran trgovcev na drobno. Na dolgi rok ima lahko konsolidacija supermarketov resnejše posledice za ljudi po vsem svetu. Trgovci na drobno imajo prednost, vendar so še vedno odvisni od tistih proizvajalcev, ki imajo uspešne blagovne znamke. Večji proizvajalci se lažje pogajajo pri različnih izdelkih, če imajo zgolj nekatere močne blagovne znamke – tako lahko postanejo »poveljniki panoge«, kar pomeni, da vplivajo tudi na druge proizvajalce v panogi (Hendrickson, Heffernan, Howard, & Heffernan, 2001). Magretta (2011) pravi, da lahko močni kupci vplivajo na znižanje cen in zahtevajo dodano vrednost pri proizvodih in storitvah ter tako utrjujejo svoj položaj na trgu. Na podlagi Slike 4 vidimo gibanje fiksnih stroškov, ki je bilo dokaj stabilno, padanje cene mleka ter velika nihanja trgovskih marž med leti 2014 in 2016.

Slika 4: Indeksi ocenjenih fiksnih stroškov, cen mleka in bruto trgovske marže v 1000 tonah v obdobju 2014–2016 v EU (referenčno (bazno) leto je 2012)



Vir: Milk Market Observatory, 2016b.

Hendrickson et al. (2001) ocenjujejo, da se hrana še vedno razlikuje od drugih proizvodov in storitev, s katerimi se trguje na mednarodnem prizorišču. Hrana je tako edinstvena, da zahteva izredno obravnavo in ureditev tržne politike, saj trenutni sistem postaja vse bolj podoben drugim sektorjem gospodarstva. Tisti z najmanjšo močjo - kmetje in manjši predelovalci mlečnih izdelkov bodo najverjetneje deležni največjih pritiskov zniževanja stroškov in strategij za pridobivanje vse večjega dobička na račun prevladujočih podjetij v živilski verigi.

2.6 Pogajalska moč dobaviteljev

Dobavitelji lahko izkoriščajo pogajalsko moč nad drugimi udeleženci v panogi, in sicer z grožnjo po dvigu cen ali zmanjšanju kakovosti blaga in storitev. Močni dobavitelji lahko tako vplivajo na donosnost znotraj panoge. Če v panogi obstajajo močni dobavitelji, bodo svoj pogajalski kapital izkoristili pri zviševanju cen ali pri boljših pogodbenih pogojih. V vsakem primeru pa bo dobičkonosnost panoge zaradi tega manjša, saj bodo dobavitelji več vrednosti zadržali zase (Magretta, 2011).

Skupina dobavitelj je močna, če velja (Porter, 1998):

- dobavitelj lahko organizira svoje distribucijske kanale (vertikalna integracija naprej),
- ni ustreznih substitutov na trgu,
- dobavitelji so skoncentrirani,
- obstajajo veliki stroški zamenjave dobavitelja,
- panoga ne predstavlja večinskega deleža prodaje dobavitelja.

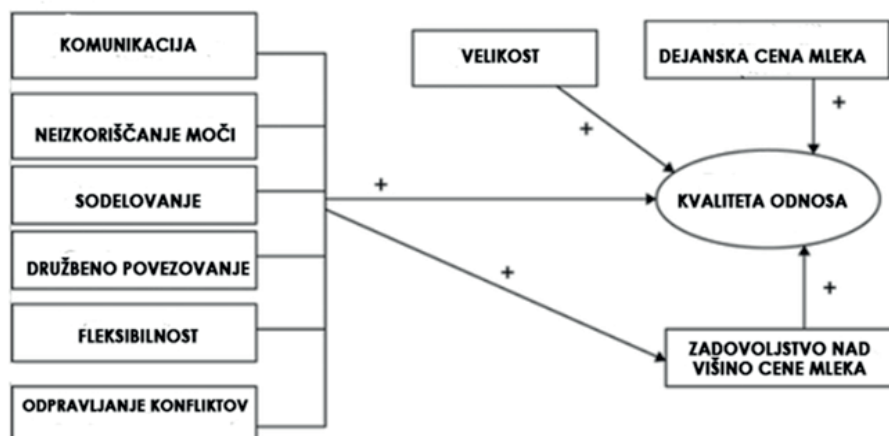
Preko večjega obsega proizvodnje je možno znižati povprečno ceno na liter mleka. Richards (1996) se je v študiji osredotočil na panogo prireje mleka in ugotovil, da se lahko ekonomije obsega izkorišča s povečevanjem števila glav govedi ter z zagotavljanjem maksimalne učinkovitosti porabe osnovnih vložkov in delovne sile. Prispevek k morebitni stroškovni prednosti velikega števila glav živine je tudi dejavnik nakupa krme (nižje cene pri nabavi surovin zaradi večje količine), namesto da se živina prehranjuje s krmo, pridelano na kmetiji. Medtem ko uporaba dolga povečuje donosnost kmetije s pomočjo finančnega vzvoda, pa prednost kupljene krme izgine, ko se uspešnost meri glede na donosnost na kapital. Da bi dosegli visok donos na kapital oz. nekoliko višje donose mleka, bolj izkušeni menedžerji kmetij kupujejo manj krme preko zunanjih virov.

Predelovalci mleka so odvisni od ene glavne surovine – mleka. Ker ni nadomestka za predelovalce mleka, to pomeni, da se mora mlekarska industrija soočati s pogajalskim položajem kmetovalcev in zadrug. Špička (2013) pove, da na Češkem niso pogoste vertikalne integracije med kmetijami, zadrugami ter predelovalci, pogoste pa so dolgoročne pogodbe. Kmetovalci se lahko odločijo tudi za lastno proizvodnjo mlečnih izdelkov z višjo dodano vrednostjo ali celo ekoloških proizvodov z distribucijo na lokalnem trgu, preko interneta ali preko mlečnih avtomatov.

Kot je prikazano v Sliki 5, Gyau, Spiller in Wocken (2011) v raziskavi nemškega trga proizvodnje mleka predlagajo, da se morajo, če želijo mlekarne izboljšati kakovost svojih odnosov z dobavitelji, osredotočiti na vedenjske dejavnike, kot so boljša komunikacija, izmenjava informacij ter skupno načrtovanje s kmetovalci, kar zagotavlja večjo prilagodljivost in sodelovanje. Poleg tega je pomembno, da so mlekarne sposobne redno zagotavljati dobaviteljem ustrezne informacije o ravni cen, kot tudi o razlogih za plačilo teh

cen, saj bodo na tak način kmetje dobro obveščeni o splošnih razmerah na trgu in tako bo tudi bolj verjetno, da se bo povečala stopnja zaupanja ter da bodo dobavitelji sprejeli takšno ceno brez protesta, tudi ko le-ta ni visoka.

Slika 5: Model cen in relacijskih norm v nemški mlekarški industriji



Povzeto in prirejeno po A. Gyau, A. Spiller, & C. Wocken, Price or relational behaviours, 2011, str. 841.

2.7 Skupna ocena privlačnosti panoge za izbrano podjetje

Na domačem trgu je po podatkih Bisnode d.o.o. (b.l.) poleg Pomurskih mlekar d.d. trenutno 22 gospodarskih družb z registrirano dejavnostjo mlekarstvo in sirarstvo. Vsaka izmed njih predstavlja določeno stopnjo **tekmovalnosti med obstoječimi konkurenti**, največjo med njimi, glede na višino ustvarjenih prihodkov v 2015, pa predstavljajo podjetja Ljubljanske mlekarne d.d., Mlekarna Celeia d.d. in Mlekarna Planika d.o.o.

Če bi se veliki evropski igralci v predelavi mleka (Nemčija, Francija, Nizozemska, Velika Britanija in Poljska) odločili za nelojalno konkurenco, bi si z dampinškimi cenami ustvarili dodaten prostor na trgu. Dolgoročna nizka odkupna cena mleka bi namreč pomenila zapiranje malih mlečnih kmetij v Evropi, mali predelovalci mleka pa bi le s težavo pokrivali fiksne stroške (Inštitut za raziskovanje in razvoj managementa, 2015).

V panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov je precej izrazita **pogajalska moč kupcev**, ki jo dodatno krepi vstop mednarodnih diskontnih trgovcev, ki nudijo svoje izdelke po zelo ugodnih cenah. Uvajanje trgovskih blagovnih znamk, akcijske oz. znižane cene, opuščanje izdelkov, ki ne dosegajo dobrih prodajnih rezultatov, pomenijo velik pritisk na cene mleka in mlečnih izdelkov.

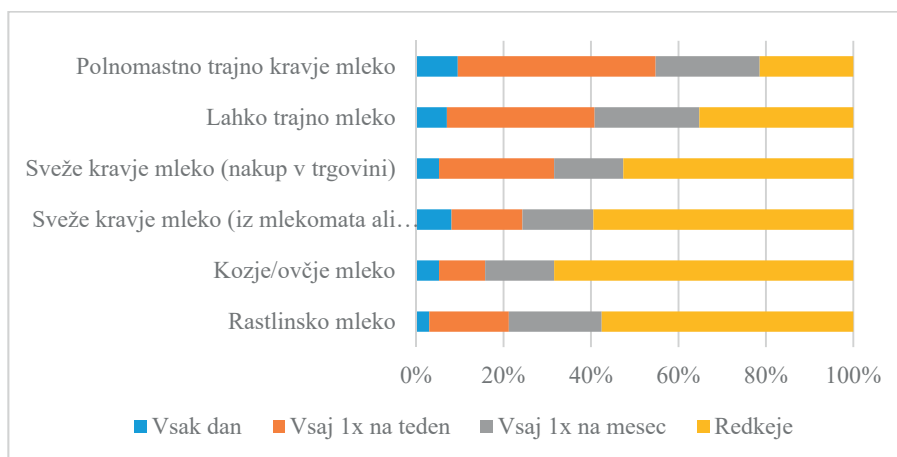
Pomurske mlekarne d.d. so v letu 2015 kar 84 % vseh prihodkov ustvarile na domačem trgu. Pomurske mlekarne d.d. (2015) navajajo, da ima prodaja v Sloveniji značilnost, da glavnina nastane preko trgovskih verig, za katere so značilni daljši plačilni roki, manjši delež pa je

namenjen končnim kupcem in ustanovam s krajšimi plačilnimi roki in višjo dodano vrednostjo. Zaradi majhnosti domačega trga in zaradi doseganja ekonomij obsega se pričakuje, da bodo mlekarne iskale vse več priložnosti na tujih trgih. Določeno stopnjo privlačnosti v panogi izbranega podjetja predstavlja dejstvo, da se je v septembru 2016 za slovenske mlekarne odprl kitajski trg, kjer je sicer visoka konkurenca in zato nižje marže. V Pomurskih mlekarnah d.d. ocenjujejo, da bi lahko na kitajski trg prodali približno 10 odstotkov odkupljenega mleka, kar lahko pomeni zadovoljivo raven dodatnih prihodkov, ne pa nadpovprečnih dobičkov (Milanov, 2016).

Z vidika **nevarnosti substitucije** industrijo proizvodnje mleka čakajo veliki izzivi, saj je opazen trend povečevanja priljubljenosti napitkov na rastlinski bazi. Na trgovinskih policah je vse več izbire. Na voljo je sojino, mandljevo, kokosovo, lešnikovo, ovseno, rižev, kamutovo in konopljinu "mleko". Obstajajo tudi rastlinske smetane za kuhanje, sojini jogurti in alternativne oblike sirov.

Po mlečnih nadomestkih ne posegajo zgolj posamezniki, ki jim mleko povzroča zdravstvene težave, ampak tudi tisti, ki zagovarjajo način prehranjevanja brez živalskih beljakovin, določenim pa je okus rastlinskih napitkov preprosto bolj všeč. Vse večkrat lahko tudi preberemo, da so rastlinski viri kalcija bolj zdravi za človeka ter da telo lažje absorbira kalcij iz rastlinske prehrane. Slika 6 prikazuje raziskavo spletne ankete, ki je bila izvedena med slovenskimi potrošniki (n = 508), podatki pa kažejo, da je navkljub vse glasnejšim govoricam o možnih škodljivih učinkih mleka živalskega izvora, kravje mleko še vedno najbolj priljubljeno (Česnik, 2015).

Slika 6: Pogostost kupovanja mleka in rastlinskih napitkov v odstotkih



Povzeto in prirejeno po T.Česnik, Mleko – kravje ali rastlinsko?, 2015, slika 2.

Kljub dejstvu, da je proizvodnja mleka odvisna od osnovne surovine, so v obdobjih padanja cen mleka v najbolj nezavidljivem položaju **dobavitelji** – kmetje in mlekarske zadruge. Zaradi sprostitve mlečnih kvot v 2015 in posledično nastalih mlečnih presežkov se je tako njihova pogajalska moč precej oslabila. Pomurske mlekarne d.d. so med leti 2004 in 2014

imele nižjo povprečno ceno mleka od povprečne odkupne cene mleka v Sloveniji. Nabavna cena mleka Pomurskih mlekar d.d. je bila v 2014 na zgodovinski najvišji ravni, kljub temu pa ni dosegala povprečja cen EU, slovenskega povprečja ali povprečja konkurenčne Mlekarne Celeia d.d. Dogovori za nižje nabavne cene mleka od konkurence so bili doseženi z zadrugami kot solastniki Pomurskih mlekar d.d. (Pomurske mlekarne, 2015).

Ker so v industriji mleka prisotne ekonomije obsega, je smiselnost **vstopa novih konkurentov** brez predhodnih izkušenj vprašljiva. Hkrati so za proizvodnjo mleka značilni razmeroma visoki vstopni stroški (specifična proizvodna mehanizacija), določene vstopne ovire predstavljajo tudi visoki higienski normativi, razmeroma visoki transportni stroški in zakonske zahteve.

Nevarnost vstopa nove konkurence je realna z vidika prihoda tujega kapitala, saj je svetovni trg proizvodnje mleka v intenzivnem procesu konsolidacije. Konec leta 2014 je po poročanju največjih 10 igralcev v proizvodnji mleka in mlečnih izdelkov obvladovalo že četrtno celotnega svetovnega trga. V prihodnosti lahko pričakujemo povečano število prevzemov manjših do srednje velikih mlekar ter podjetij, usmerjenih na hitrorastoče nišne trge (Van Den Bos, 2014).

Tabela 2: Ocena privlačnosti panoge na podlagi petih določljivk privlačnosti panoge

Spremenljivke privlačnosti panoge	Privlačnost panoge		
	Nizka	Srednja	Visoka
Nevarnost vstopa novih konkurentov		x	
Nevarnost substitucije proizvodov		x	
Pogajalska moč kupcev	x		
Pogajalska moč dobaviteljev		x	
Tekmovanje med obstoječimi konkurenti	x		
SKUPNA OCENA	x		

Kot je moč razbrati iz Tabele 2, sem panogo proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov ocenila kot srednje privlačno. Silnica nevarnost vstopa novih konkurentov je bila ocenjena kot zmerna oz. srednje močna. Zaradi vse večje konsolidacije trga mleka in mlečnih izdelkov so v prihodnosti verjetni predvsem vstopi tujega kapitala in prevzemi obstoječih mlekar s strani multinacionalk, vstop novih podjetij pa je zaradi visokih vstopnih ovir manj verjeten. Kot srednje močno silnico predstavlja tudi nevarnost substitucije. Rastlinski napitki so vse bolj priljubljeni in cenovno dostopni, po drugi strani pa potrošniki še vedno največ kupujejo kravje mleko. Pogajalska moč kupcev v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov je bila ocenjena kot zelo vplivna. Krepi jo vstop mednarodnih diskontnih trgovcev in konsolidacija supermarketov, ki nudijo svoje izdelke po zelo ugodnih cenah.

K nižji privlačnosti panoge prispeva tekmovalnost obstoječe konkurence, ki agresivno nastopa na trgu in omejuje posamezne igralce pri določanju višjih cen, kar posledično vpliva

na nižje profitne marže, privlačnost panoge pa je zaradi tega manj zanimiva. Pogajalska moč dobaviteljev je ocenjena kot srednje močna. Njihova moč je zaradi nizkih odkupnih cen mleka že nekaj časa oslABLJENA, kar izboljšuje privlačnost panoge, a je hkrati zelo izrazita odvisnost mlekarne od osnovne surovine oz. mleka, kar dobaviteljem po drugi strani povečuje pogajalsko moč.

3 FINANČNA ANALIZA IZBRANEGA PODJETJA

3.1 Splošno o finančni analizi

Finančna analiza med drugim pomaga pri razumevanju (Deloitte, 2016a):

- sprememb učinkovitosti skozi čas,
- učinkovitosti v primerjavi s konkurenco,
- vpliva večjih dogodkov na poslovanje (prej/potem),
- uspešnosti odločitev, ki jih sprejme vodstvo,
- učinkovitosti v primerjavi z napovedmi.

Obstaja več metod in tehnik finančne analize računovodskih izkazov – npr. diskriminacijska analiza, analiza presekov bilanc, analiza absolutnih podatkov ter izkazov v stalnih cenah itd., vendar se daleč največ uporablja analiza s finančnimi kazalci.

Finančni kazalec je vrednost oz. razmerje med dvema ali več postavkami bilančnih izkazov poslovanja. Izračun kazalca je preprostejši del analize, veliko bolj zahtevna in pomembna je njihova prava in vsebinsko smiselna interpretacija (Mramor, 1993). Finančni kazalci so neke vrste indikatorji učinkovitosti poslovanja podjetja ter pokazatelji poslovnih odločitev v preteklosti. Vrednosti finančnih kazalcev običajno ocenjujemo glede na mejne vrednosti, glede na gibanje v času (trendi), primerjamo pa jih tudi z vrednostmi drugih podjetij oz. z vrednostjo celotne panoge (Mramor, 1999).

Helfert (2001) pravi, da obstaja veliko različnih posameznikov in skupin, ki se zanimajo za uspeh ali neuspeh določenega podjetja, vendar jih lahko v grobem razdelimo na:

- vodstvo oz. management,
- lastnike (vlagatelje) in
- posojilodajalce in upnike.

Mramor (1999) navaja, da če predpostavljamo, da management upravlja podjetje s ciljem maksimiranja premoženja, ki so ga v podjetje investirali lastniki, potem je bistveno vprašanje, katere odločitve povečujejo naložbe lastnikov. Prevladujoča razlaga pravi, da je to takrat, ko podjetje maksimira dobiček na delnico. Na podlagi finančne analize poskušajo lastniki oz. potencialni lastniki ugotoviti, kakšna je donosnost delnic in na podlagi tega ugotoviti, ali je

cena le-teh morebiti precenjena. Obstoječi oz. potencialni upniki pa želijo predvsem ugotoviti verjetnost plačilne oz. kreditne (ne)sposobnosti. Z vidika različnih interesnih skupin je tako lahko optimalna vrednost kazalnika različna. Na primer pri vrednosti kazalnika kratkoročnega koeficienta likvidnosti se z vidika upnikov plačilna sposobnost povečuje, z vidika lastnika pa lahko visoka vrednost kazalnika vpliva na uspešnost poslovanja in donosnost delnice.

Mramor (1999) opredeljuje dve vrsti analize s finančnimi kazalniki, in sicer:

- **analiza trenda** je analiza, s katero preučujemo gibanje vrednosti kazalca podjetja za daljše časovno obdobje in na podlagi ugotovitev sklepamo, ali se določeni vidiki poslovanja izboljšujejo ali poslabšujejo,
- **panožno primerjalna analiza**, kjer primerjamo vrednosti posameznih kazalnikov podjetja z vrednostjo podjetij v isti panogi ali kar s povprečno vrednostjo celotne panoge.

3.2 Kazalnik EBITDA ter kazalnik EBITDA marža

Peterlin in Glavina (2007) sta zapisala, da je podjetje vredno toliko, kolikor ustvari denarja. **Kazalnik EBITDA** je dober približek denarnemu toku podjetja in je kot takšen koristen kazalnik dobičkonosnosti, posebej iz vidika primerjave z drugimi podjetji in v panogi.

EBITDA ali dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo (1) je eden od kazalnikov poslovne učinkovitosti podjetja oz. njegove sposobnosti, da pokriva odpise vrednosti in druge odhodke, ki niso povezani s poslovnimi odhodki. Pomaga razložiti, koliko je podjetju uspelo zadržati zase potem, ko so od ustvarjenih prihodkov odšteli poslovne odhodke, zmanjšane za amortizacijo (nekateri upoštevajo tudi zmanjšanje za celotne odpise vrednosti). Amortizacija je namreč odhodek, ni pa izdatek. Je znesek popravljene vrednosti sredstev, s katero lahko vplivamo na dobiček, kar je osnova za davek od dobička (Peterlin & Glavina, 2007).

Kazalnik je pomembno poznati zaradi vsaj dveh razlogov (Gardner, 2004):

- omogoča način ocene finančnih rezultatov le na podlagi tekočega poslovanja,
- je ključnega pomena za nadaljnje načrtovanje, zadolževanje in refinanciranje.

$$\begin{aligned} & \text{Kosmati donos od poslovanja} \\ & \quad - \text{poslovni odhodki} \\ & + \text{amortizacija (ali celotni odpisi vrednosti)} \\ & \quad = \text{EBITDA} \end{aligned} \tag{1}$$

Iz Tabele 3 lahko razberemo, da je imelo podjetje Pomurske mlekarne d.d. med 2012 in 2014 primerljivo raven kazalnika EBITDA, v 2015 pa se je le-ta povečal za 224 % glede na 2014. Glavna sprememba v letu 2015 glede na predhodno leto je bilo bistveno znižanje na odhodkovni strani, saj so se poslovni odhodki znižali iz 41 milijonov evrov (v nadaljevanju

EUR) na 33.7 milijonov EUR (-18 %), pri čemer se je raven kosmatega donosa od poslovanja znižala, in sicer iz 38 milijonov EUR na 36 milijonov EUR. Glavno znižanje stroškov je razvidno v postavki stroški blaga, materiala in storitev (- 12 %) ter v postavki stroški plač (- 12 %). Povprečno število zaposlenih se je v letu 2015 glede na predhodno leto znižalo za 19, in sicer iz 157 na 138.

Tabela 3: Analiza trenda EBITDA (v EUR) in EBITDA marže (v odstotkih) podjetja Pomurske mlekarne d.d., v obdobju med leti 2012 do 2015

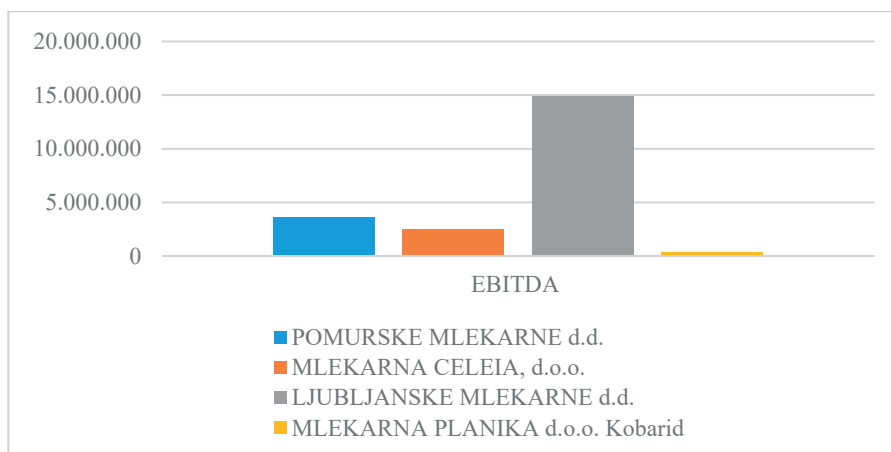
	2012	2013	2014	2015
EBITDA	1.384.155	1.395.504	1.130.918	3.661.964
EBITDA marža	3,37	3,54	3,01	10,56

Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

$$EBITDA \text{ marža} = \frac{EBITDA}{\text{poslovni prihodki}} * 100 \quad (2)$$

Višja **EBITDA marža** (2) pomeni bolj učinkovito družbo. Namen tega kazalnika je torej pokazati, kako uspešno je podjetje pri svojem osnovnem poslu. Je merilo sposobnosti managementa, da učinkovito vodi podjetje. Iz Tabele 3 je razvidno, da se je kazalnik EBITDA marža Pomurskim mlekarnam d.d. v letu 2015 močno povečal (+ 250 %), in sicer iz 3,01 % v 2014 na 10,56 % v 2015. Kazalnik si lahko razlagamo na način, da je podjetju po odštetju vseh stroškov uspelo zase obdržati 10,56 % prihodkov. Od tega se odštevajo še finančni odhodki ali kakšni drugi izredni odhodki, ki niso povezani s poslovanjem.

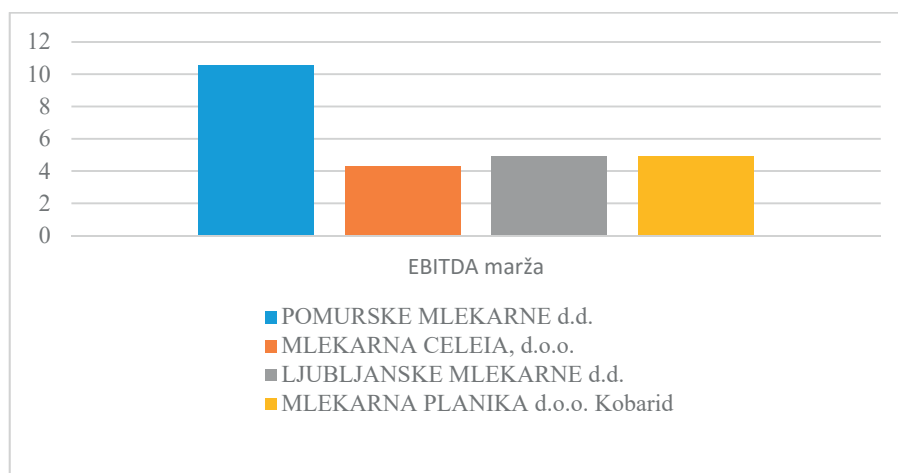
Slika 7: Panožna primerjalna analiza kazalnika EBITDA v letu 2015 v EUR



Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

Pri panožno primerjalni analizi oz. na podlagi Slike 7 je razvidno, da so v obravnavanem letu najvišji EBITDA beležile Ljubljanske mlekarne d.d. s skoraj 15 milijoni EUR, sledijo Pomurske mlekarne d.d. in Mlekarna Celeia d.d., zadnja pa je bila Mlekarna Planika d.o.o. Na podlagi Slike 8 in upoštevajoč kazalnik EBITDA marža vidimo, da je v letu 2015 najbolj učinkovito poslovalo podjetje Pomurske mlekarne (10,56 %), in sicer s 5,56 odstotnih točk višjo vrednostjo obravnavanega kazalnika, kot je zabeležen kazalnik največje in najmanjše med mlekarnami v tej primerjavi – Ljubljanskih mlekar d.d. in Mlekarn Planika d.o.o. (4,91 %). Zelo primerljivo vrednost je izkazovala tudi Mlekarna Celeia d.d. (4,30 %).

Slika 8: Panožna primerjalna analiza kazalnika EBITDA marža za leto 2015 v odstotkih



Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

3.3 Stopnja stroškovnosti poslovnih prihodkov

Helferd (2001) navaja, da so različne kategorije stroškov, značilnih za posamezno dejavnost, intuitivno povezane s prodajo oz. prihodki. Stroškovna učinkovitost je opredeljena kot delež nekaterih stroškov ali celotnih stroškov v poslovnih prihodkih. Kot primer vzemimo stopnjo delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov (Slovenski inštitut za revizijo, b.l.):

$$\text{Stopnja delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov} = \frac{\text{stroški dela}}{\text{poslovni prihodki}} * 100 \quad (3)$$

Teoretične in empirične rezultate raziskave, opravljene v panogi predelovanja mleka v državah Slovenije, Hrvaške in Srbije (Muminović & Aljinović, 2015), lahko povzamemo z naslednjimi trditvami:

- z obstoječo stopnjo konkurence v mlečni predelovalni industriji bo potrebno povečanje splošne produktivnosti za povečanje dobičkonosnosti,
- vsako podjetje mora najti najboljši način za povečanje produktivnosti z razpoložljivimi notranjimi viri,

- nizka cena delovne sile ni ključni dejavnik za uspešno poslovanje. Kljub znižanju stroškov dela je potrebno povečanje produktivnosti, saj bo sicer učinek izničen zaradi obstoja fiksnih stroškov.

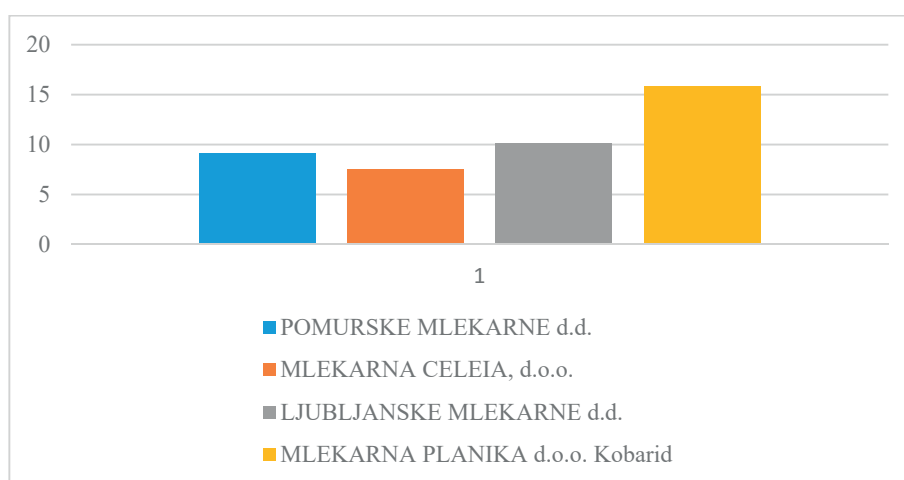
Muminović in Aljinović (2015) ugotavljata, da je v mlečno predelovalni industriji učinkovitost najboljša možna uporaba sredstev za izboljšanje konkurenčnosti. V tem primeru je stroškovna učinkovitost dela izračunana kot stroški dela, ki jih delimo s prihodki iz poslovanja, saj finančni in izredni prihodki niso povezani z osnovno dejavnostjo. Višja vrednost kazalnika kaže visoko učinkovitost skupaj z razumnimi višinami plač. Ravno nasprotno pa nižja vrednost kazalnika kaže na nizko raven učinkovitosti in/ali na razmeroma visoke plače. Povprečje kazalnikov za podjetja v mlečno predelovalni industriji so znašali: 6 % v Sloveniji (na vzorcu 11 podjetij), 9 % na Hrvaškem (na vzorcu 25 podjetij) in 2 % v Srbiji (na vzorcu 32 podjetij). Kot je razvidno iz Tabele 4, je bil obravnavan kazalnik podjetja Pomurske mlekarne d.d. med leti 2012 in 2015 na primerljivi ravni.

Tabela 4: Analiza trenda stopnje delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov podjetja Pomurske mlekarne d.d. v obdobju med leti 2012 in 2015 v odstotkih

	2012	2013	2014	2015
Stopnja delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov	8,53	9,14	9,27	9,18

Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

Slika 9: Panožna primerjalna analiza kazalnika stopnje delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov podjetja za leto 2015 v odstotkih



Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

Na podlagi Slike 9 lahko razberemo, da najbolj ugoden kazalnik delovne stroškovnosti poslovnih prihodkov za leto 2015 beleži najmanjša med obravnavanimi mlekarnami, in sicer

Mlekarna Planika d.o.o. s 15,84 %. Sledita podjetji Ljubljanske mlekarne d.o.o. (10,18 %) in Pomurske mlekarne d.d. (9,18 %), najnižji obravnavan kazalnik pa je izkazovala Mlekarna Celeia d.d. (8,53 %). Povprečje kazalnikov vseh štirih mlekar je precej višje (+ 4,9 odstotnih točk) od povprečnega kazalnika, izračunanega v zgoraj omenjeni raziskavi za področje Slovenije v obdobju med leti 2008 in 2013. Precej velika razlika je najverjetneje posledica daljše časovne vrste in dejstva, da je bilo v raziskavo vključenih 11 podjetij iz panoge predelave mleka in ne zgolj 4 največje oz. najuspešnejše družbe.

3.4 Delež prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev in koeficient čiste donosnosti kapitala

Kazalec **delež prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev** (4) prikazuje učinkovitost uporabe osnovnih sredstev. Načeloma višja vrednost kazalca pomeni učinkovitejše poslovanje, vendar je treba poznati tudi realno vrednost osnovnih sredstev, saj lahko popačenje povzroči odpis vrednosti ali pa različno stopnjo intenzivnosti poslovanja glede na panogo.

$$\text{Delež prihodkov od prodaje v vrednosti osnovnih sredstev} = \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{vrednost osnovnih sredstev}} \quad (4)$$

Mramor (1993) navaja dva primera, ki ponazarjata razliko v panogah, in sicer: v železarni je kazalec načeloma nižji (visoka vrednost osnovnih sredstev) in višja vrednost pri podjetju, ki se ukvarja s svetovanjem (osnovna sredstva so načeloma nižje vrednosti). Tudi tu sta zato najbolj primerni analiza trenda in panožna analiza.

Fairfield in Yohn (2001) trdita, da dokazi jasno kažejo, da lahko delež prihodkov v vrednosti osnovnih sredstev zagotavlja informacije o prihodnji donosnosti. Gre za enega od najpogostejše uporabljenih kazalnikov, ki meri delež potrebnih sredstev, ki podpirajo določeno raven prihodkov. Medtem ko je celotne poslovne prihodke za posamezno leto preprosto izračunati, pa Mramor (1993) in Helferd (2001) opozarjata, da bi bilo najbolj pravilno upoštevati povprečno vrednost osnovnih sredstev v zadnjem letu, kar pa večkrat ni izvedljivo, ker so mesečni podatki redko na voljo.

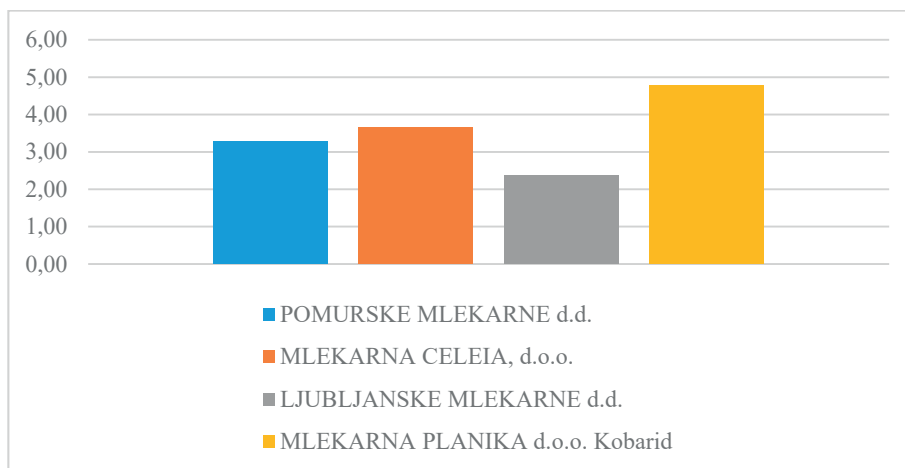
Kot je razvidno iz Tabele 5, je imel kazalec delež prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev Pomurskih mlekar d.d. v obdobju 2012–2015 trend rasti, kar kaže na to, da se učinkovitost uporabe osnovnih sredstev v podjetju izboljšuje.

Tabela 5: Analiza trenda deleža prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev ter analiza trenda kazalnika ROE podjetja Pomurske mlekarne d.d. v obdobju med leti 2012 in 2015 v odstotkih

	2012	2013	2014	2015
Delež prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev	2,76	2,80	3,10	3,27
ROE	-11,34	-7,44	-133,04	70,08

Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

Slika 10: Panožna primerjalna analiza kazalnika delež prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev v letu 2015 v odstotkih



Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

V panožni primerjalni analizi je bilo ugotovljeno, da najbolj ugoden kazalnik deleža prihodkov od prodaje v sedanji vrednosti osnovnih sredstev izkazuje Mlekarna Planika d.o.o., sledita Mlekarna Celeia d.d. in Ljubljanske mlekarne, najnižjega med obravnavanimi podjetji pa so beležile Pomurske mlekarne d.d., kot prikazuje Slika 10.

Lastniki za svoj vložek financiranja podjetja zahtevajo določen donos. Če management ne zmore zagotavljati pričakovanega donosa, potem ne uresničuje ciljev lastnikov. **Koeficient čiste donosnosti kapitala** (angl. *Return on Equity*, v nadaljevanju ROE) je s stališča lastnikov podjetja eden pomembnejših in najpogosteje uporabljenih kazalnikov poslovne uspešnosti, pove namreč, koliko čistega dobička/izgube je ustvarjeno na vsakih 100 evrov vloženega kapitala (5). V primeru, da je družba poslovala z negativnim poslovnim rezultatom, je vrednost kazalnika negativna. Višja vrednost kazalnika načeloma pomeni večjo uspešnost,

vendar pa lahko pomeni tudi večje tveganje na račun višje zadolženosti družbe (Bisnode d.o.o., b.l.).

$$ROE = \frac{\text{čisti poslovni izid}}{(\text{kapital} + \text{kapital predhodnega leta}) \div 2} \times 100 \quad (5)$$

Donos na skupni kapital (ROE) se pogosto uporablja pri rangiranju podjetij in panog s strani pomembnejših poslovnih revij in bonitetnih agencij, razmerje pa uporabljajo tudi borzni analitiki ter vodstva oz. uprave. Določena neskladja se lahko pojavijo, če sredstva, ki imajo sicer visoko vrednost, te vrednosti ne odražajo v bilanci stanja, kar posledično povzroči podcenjenost lastniškega kapitala (Helferd, 2001).

Ena od temeljnih pravil upravljanja je, da mora podjetje zaslužiti več kot stane. Shannon Pratt (v Volker, Phillips & Anderson, 2010) opredeljuje stroške kapitala kot »pričakovano stopnjo donosa, ki jih trg potrebuje, da bi pritegnili sredstva za določeno naložbo.« Poleg tega navaja, da se stroški kapitala lahko štejejo kot oportunitetni stroški ali stroški omenjene naložbe.

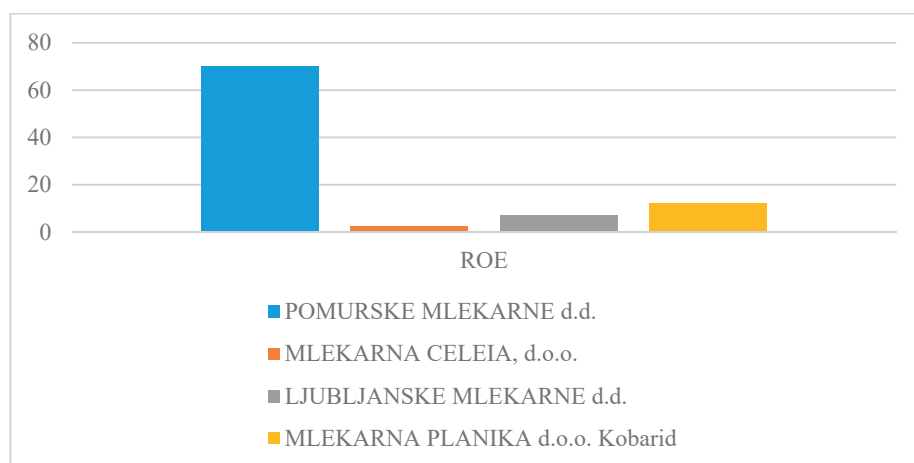
Finančno močno podjetje zagotavlja udeležencem v podjetju določeno stopnjo varnosti, kar pomeni dolgoročno sprotno poravnavanje obveznosti. Ima pa vsaka varnost tudi svojo ceno. Ko podjetje preneha poslovati, so lastniki zadnji v vrsti pri poravnavi obveznosti, kar pomeni, da tvegajo več od preostalih upnikov in so zato tudi njihova pričakovanja, ki se meri v zahtevani stopnji donosa večja od ostalih upnikov (Peterlin & Glavina, 2007).

V nasprotju z večino kazalnikov je ta kazalec primerljiv med vsemi podjetji (ni nujna panožna analiza). Morebitni delničarji po navadi iščejo podjetja, ki imajo visoko donosnost delnic, ta pa se lahko pripiše dobremu upravljanju podjetja. Če je podjetje bilo v preteklosti uspešno z vidika donosnosti kapitala, obstajajo relativno dobre možnosti, da bo tudi v prihodnje. Lahko pa visoka donosnost privablja novo konkurenco, posledično se tudi donosnost zmanjša (Mramor, 1993).

Peterlin in Glavina (2007) opozarjata, da mora podjetje poleg uspešnega poslovanja v osnovni dejavnosti skrbeti tudi za optimalno finančno sestavo. Neto odhodki iz financiranja zmanjšujejo donos, a ker je strošek dolga nižji od stroška kapitala, dodatni dolgovi izboljšujejo donosnost kapitala ali z drugimi besedami, zamenjava dražjih virov (kapitala) s cenejšimi (dolgovi) prispeva k povečevanju premoženja lastnikov.

Kot je razvidno iz Tabele 5, so Pomurske mlekarne med 2012 in 2015 poslovale z izgubo in tudi kazalnik ROE je bil negativen. V letu 2015 so beležili pozitiven izid iz poslovanja, na vsakih 100 EUR vloženega kapitala pa je bilo ustvarjenega 70 EUR čistega dobička. Iz Slike 11 izhaja, da imajo daleč najbolj ugoden kazalnik ROE Pomurske mlekarne d.d., ki je znašal 70,08, sledi Mlekarna Planika d.o.o. z vrednostjo kazalnika 12,34, Ljubljanske mlekarne d.d. s 6,94, najnižjo vrednost koeficienta čiste donosnosti kapitala pa je konec leta 2015 beležila Mlekarna Celeia d.d.

Slika 11: Panožna primerjalna analiza kazalnika ROE v letu 2015 v odstotkih



Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

V primeru kazalnika ROE je razvidna pomembnost vsebinske interpretacije posameznih kazalnikov. Ker je za pravilno razlago finančnih podatkov potrebna celovitejša presoja in upoštevanje več dejavnikov hkrati, je v slednjem primeru smiselna preučitev razlogov takšnih rezultatov. Glavni razlog za nadpovprečni kazalnik ROE pri podjetju Pomurske mlekarne d.d. je nizki povprečni delež kapitala v bilančni vsoti (10,11 %), ki je posledica poslovanja z izgubo med leti 2011 in 2014. Največja izguba je razvidna v letu 2014 v višini 6,5 milijona EUR in je v veliki meri posledica visokih prevrednotovalnih odhodkov pri osnovnih in obratnih sredstvih ter finančnih odhodkov iz oslabitve in odpisov finančnih naložb. Mlekarna Planika d.o.o. pa je konec leta 2015 beležila razmeroma ugoden povprečen kazalnik finančne varnosti oz. deleža kapitala v bilančni vsoti (51,5 %). Najvišji povprečni delež kapitala v bilančni vsoti (57,3 %) pa so beležile Ljubljanske mlekarne d.d., kar je posledično vplivalo tudi na rezultat njihovega kazalnika ROE.

3.5 Kratkoročni koeficient likvidnosti in kazalnik obračanja zalog

Kratkoročni koeficient likvidnosti (6) je eden najpogostejše uporabljenih kazalcev pri finančni analizi gospodarskih družb. Meri sposobnost podjetja, da poravnava kratkoročne obveznosti z denarjem in ostalimi kratkoročnimi viri. Kot kratkoročna sredstva upoštevamo zaloge, kratkoročne finančne naložbe, kratkoročne poslovne terjatve in denar na aktivih.

$$\text{Kratkoročni koeficient likvidnosti} = \frac{\text{kratkoročna sredstva}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (6)$$

Višja, kot je vrednost tega kazalnika (po teoriji 2 ali več), ugodnejša naj bi bila plačilna sposobnost gospodarske družbe. Če je vrednost kazalnika 1, pomeni, da podjetje kratkoročna sredstva v celoti financirana s kratkoročnimi obveznostmi. Če je vrednost kazalnika večja od 1, lahko kratkoročna sredstva financira tudi dolgoročno (Bisnode, d.o.o., b.l.).

Nasprotno pa lahko pretirano visoka tekoča likvidnost oz. visoka vrednost kazalnika daje tudi negativen signal upravljanja podjetja. To bi lahko pomenilo, da ima podjetje previsoko raven zalog, ki ni usklajena s trenutnimi potrebami, ali slabo kreditno upravljanje (Helferd, 2001).

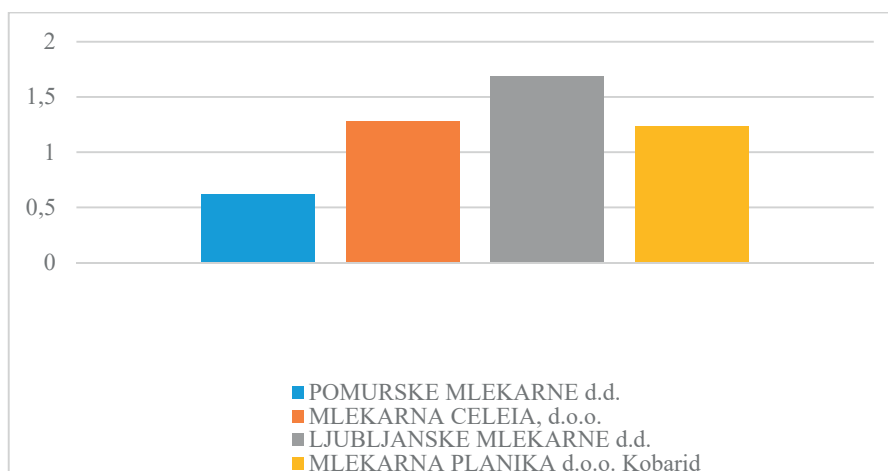
Mramor (1993) navaja, da obstaja več razlogov, zakaj je v določenih panogah potrebna višja vrednost kazalnika, da je zagotovljena plačilna sposobnost družbe. Eden izmed njih je stabilnost prihodkov od prodaje. Tako je na primer stabilnost prihodkov v industriji s težkimi orodji nižja, vrednost kazalnika pa mora biti višja (prodaja ni vsakodnevna, večkrat se odplačuje obročno), po drugi strani pa je pri poštnem podjetju stabilnost denarnih prejemkov višja. Mejna vrednost je precej odvisna tudi od potrebnih zalog. Če so potrebne večje zaloge, mora biti tudi kazalnik višji (npr. čez 2) in obratno, če družba pri poslovanju ne potrebuje visokega deleža zalog v sredstvih, da normalno posluje, je lahko vrednost nizka (npr. okoli 2).

Tabela 6: Analiza trenda kratkoročnega koeficienta likvidnosti ter analiza trenda koeficienta obračanja zalog ter stanje zalog med leti 2012 in 2015 za podjetje Pomurske mlekarne d.d.

	2012	2013	2014	2015
Kratkoročni koeficient likvidnosti	0,73	0,64	0,45	0,62
Koeficient obračanja zalog	9,62	11,71	17,16	14,35
Zaloge v EUR	4.144.769	2.605.318	1.796.195	3.085.834

Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

Slika 12: Panožna primerjalna analiza koeficienta kratkoročne likvidnosti za leto 2015



Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

Posvečanje pozornosti **kazalniku obračanja zalog (7)** je smiselno le za gospodarske družbe iz dejavnosti, za katere so zaloge posebej značilne, primerjave pa zgolj v okviru iste

dejavnosti. Kazalnik obračanja zalog nam pove, kolikokrat na leto se obrnejo zaloge posamezne družbe (Bisnode, d.o.o., b.l.).

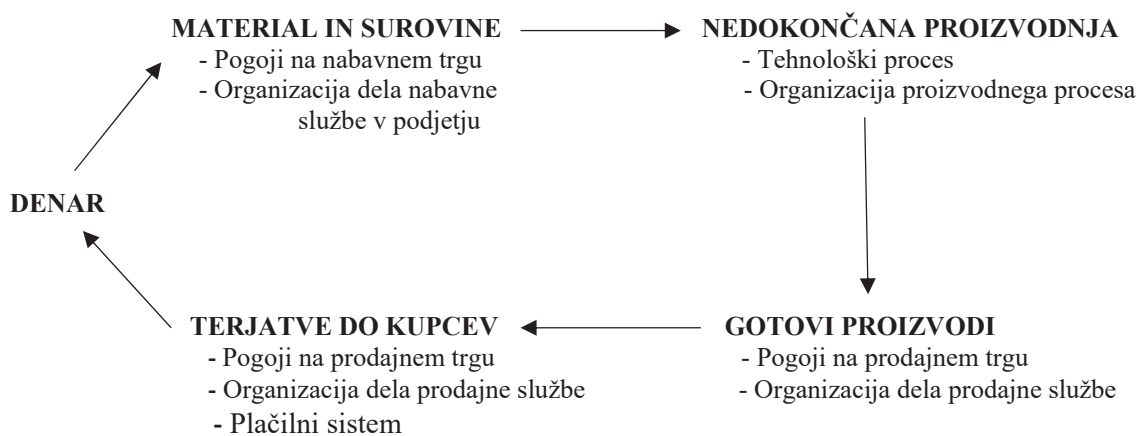
Kazalnik obračanja zalog =

$$\frac{\text{čisti prihodki od prodaje} + \text{drugi poslovni prihodki (subvencije, dotacije, ...)}}{(\text{zaloge} + \text{zaloge preteklega leta})/2} \quad (7)$$

Ta kazalec torej meri hitrost, s katero se zaloge – polproizvodi in proizvodi, surovine in material oz. trgovsko blago – spremenijo v denar oziroma v terjatve do kupcev. Meri torej tudi sposobnost managementa, da učinkovito upravlja zaloge. Višji koeficient glede na preteklo obdobje ali ostalo panogo tako pove, da družba učinkoviteje upravlja zaloge, beleži višjo likvidnost in večjo prodajo (Mramor, 1993).

Kot je razvidno iz Tabele 6, so Pomurske mlekarne d.d. najbolj ugoden kazalnik obračanja zalog beležile v letu 2014, hkrati pa vemo, da je bilo to eno izmed težavnejših poslovnih let za preučevano podjetje. Razlog najdemo v dejstvu, da je podjetje ravno konec leta 2014 beležilo najnižjo raven zalog (72 % nižjo kot v 2015), kar je vplivalo tudi na izračun obravnavanega koeficienta.

Slika 13: Krožni tok obratnih sredstev in dejavniki hitrosti obračanja obratnih sredstev



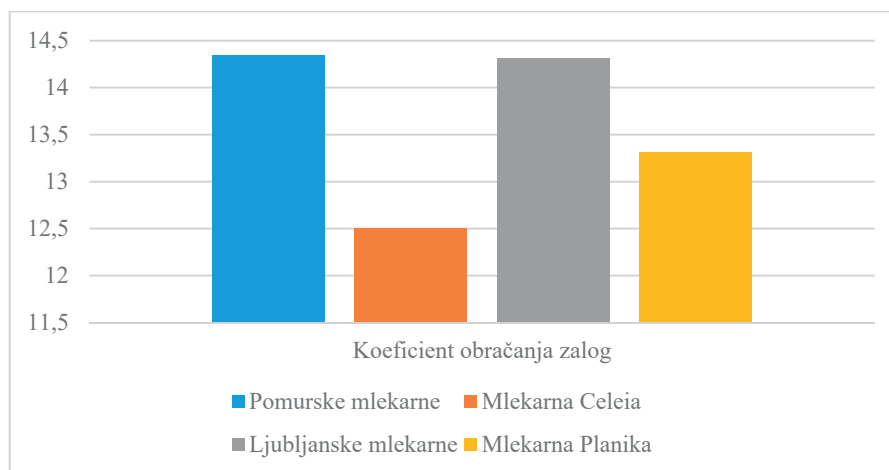
Vir: M.Tekavčič, Uvod v poslovanje, študijsko gradivo, b.l., str.3.

Mramor (1993) navaja, da lahko po drugi strani visok koeficient obračanja zalog pove tudi, da je imelo podjetje določene izgube, na primer zaradi visokih popustov pri prodaji. Prenizek koeficient je lahko tudi posledica pričakovanega pomanjkanja določenega blaga in posledično namerne zvišanja zalog. Tudi pri tem kazalniku je zato treba upoštevati določena vsebinska dejstva. Krožni tok obratnih sredstev in dejavniki hitrosti obračanja obratnih sredstev so prikazani v Sliki 13.

Na podlagi primerjalne analize znotraj panoge proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov lahko na podlagi Slike 14 ugotovimo, da sta imeli konec leta 2015 podjetji Pomurske mlekarne d.d.

in Ljubljanske mlekarne d.d. koeficient obračanja zalog na primerljivi ravni, medtem ko so Pomurske mlekarne d.d. beležile konec 2015 približno 3-kratno nižjo vrednost zalog. Najnižji koeficient obračanja zalog je beležila Mlekarna Celeia d.d., ki je sicer konec 2015 beležila višjo raven zalog od Pomurskih mlekarne kot od Mlekarn Planika (Bisnode, d.o.o., b.l.).

Slika 14: Panožna primerjalna analiza koeficienta obračanja zalog za leto 2015



Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

3.6 Primerjava finančnih kazalnikov med domačimi konkurenti v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov

V letu 2015 so Ljubljanske mlekarne d.d. beležile najvišjo raven čistih prihodkov od prodaje (+ 320 % v primerjavi s Pomurskimi mlekarne d.d.). Beležile so tudi najvišji EBIT (+ 116 % glede na Pomurske mlekarne), EBITDA (+ 307 % glede na Pomurske mlekarne d.d.) med izbranimi mlekarne in čisti dobiček (+ 154 % glede na Pomurske mlekarne d.d.). Ljubljanske mlekarne d.d. imajo tudi daleč največjo bilančno vsoto (95,6 milijonov EUR), ki je kar 3,3-krat višja od mlekarne, ki ima drugo največjo bilančno vsoto (Mlekarna Celeia d.d. z 29.2 milijoni EUR). Sledijo Pomurske mlekarne d.d. z 20.9 milijoni EUR bilančne vsote, od tega imajo 10.9 milijonov EUR v osnovnih sredstvih. Pri kazalniku finančne varnosti, ki opredeljuje delež kapitala v obveznostih do virov sredstev, so prav tako najbolj ugoden kazalnik beležile Ljubljanske mlekarne d.d., najslabše pa so pri slednjem ocenjene Pomurske mlekarne d.d. z zgolj 14 % kapitala v bilančni vsoti.

Pri kazalniku neto finančni dolg/EBITDA, ki vključuje vse kratkoročne in dolgoročne finančne dolge, zmanjšane za vrednost denarja na aktivih, pa sta se najbolj odrezali Ljubljanske mlekarne d.d. in Mlekarna Planika d.o.o., katerih koeficient je bil negativen. Glede na dejstvo, da sta obe podjetji beležili pozitiven EBITDA, je vrednost kazalnika negativna zaradi visokega deleža denarja na aktivih glede na finančne obveznosti na pasivni strani bilance. Ostala izmed opazovanih podjetij pa beležijo še sprejemljivo raven zadolženosti, saj naj bi bil glede na splošna priporočila slednji koeficient znotraj 4 do 5-

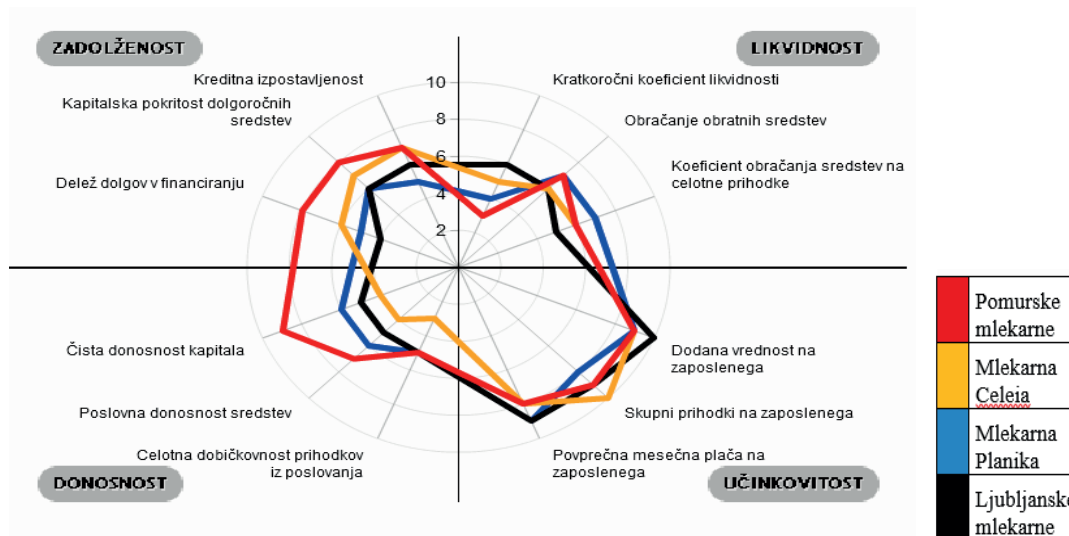
kratnika. Zmerno zadolženost potrjuje tudi koeficient celotne zadolženosti glede na čiste prihodke od prodaje, ki je pri vseh omenjenih družbah relativno ugoden oz. precej nižji od čistih letnih prihodkov, kot je razvidno na podlagi Tabele 7.

Tabela 7: Primerjava finančnih kazalnikov v EUR in podatkov med domačimi konkurenti v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov

	Pomurske mlekarne	Mlekarna Celeia	Ljubljanske mlekarne	Mlekarna Planika
Čisti prihodki od prodaje	34.681.325	57.746.791	145.870.486	8.551.379
EBIT	2.343.857	535.414	5.080.667	219.782
EBITDA	3.661.964	2.484.670	14.909.599	420.229
Čisti dobiček	1.542.549	271.339	3.922.963	217.686
Bilančna vsota	20.912.411	29.204.922	95.698.051	3.480.386
Finančna varnost	14,16	36,65	61,06	53,8
Neto finančni dolg/EBITDA	1,82	1,87	-0,28	-0,14
Celotna zadolženost/Čisti prihodki od prodaje	0,48	0,27	0,19	0,17
Povprečno število zaposlencev	138,1	192,0	512,0	55,8

Vir: Bisnode d.o.o., b.l.

Slika 15: Panožna analiza po izbranih kazalnikih za leto 2015



Vir: Bisnode, d.o.o., b.l.

Ljubljanske mlekarne d.d. kot največja slovenska družba v panogi proizvodnje mleka in mlečnih proizvodov beleži tudi največje število zaposlencev, in sicer 512, sledita Mlekarna Celeia d.d. s 192 zaposlenimi in Pomurske mlekarne d.d. s 138 zaposlenimi. Najmanj zaposlenih je v družbi Mlekarna Planika d.o.o., ki je imela konec leta 2015 povprečno 55,8 zaposlencev. Na podlagi Slike 15 lahko razberemo, da so Pomurske mlekarne d.d. med najbolj

zadolženimi, beležijo pa tudi manj ugoden kratkoročni koeficient likvidnosti od ostalih v primerjalni analizi. Po drugi strani pa so najbolj donosne in beležijo solidno oceno učinkovitosti glede na ostale opazovane družbe.

4 VREDNOTENJE PODJETJA

4.1 Pojem ocenjevanja vrednosti podjetja

Tako kot lepota je tudi vrednost v očeh opazovalca. Kar nekomu predstavlja neko vrednost, je lahko drugemu nepomembno. Za razliko od lepote pa ekonomska vrednost vključuje več kot zgolj subjektivne percepcije (Fishman, Pratt, & Morrison, 2007).

V okviru mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti (v nadaljevanju MSOV, 2013) razlikujemo naslednje pojme:

- poštena vrednost: izraža ocenjeno vrednost za prenos sredstev in/ali obveznosti med dobro obveščenima in voljnima strankama, ki je odraz interesov vseh strank;
- tržna vrednost: je ocenjeni znesek, za katerega sta kupec in prodajalec zamenjala sredstvo in/ali obveznost na datum ocenjevanja vrednosti v poslu med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri čemer sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile.

Presežna vrednosti je tisti del vrednosti podjetja, ki presega vrednost čiste substance. Prisotna je pri uspešnih podjetjih in jo lahko razumemo kot dobro ime ali pa prihodnje gospodarske koristi, ki jih ni mogoče ločeno identificirati (Koletnik, 2010).

Intelektualne korenine vrednotenja podjetja ležijo v metodi sedanje vrednosti kapitala, in sicer v metodologiji profesorjev Modigliani in Miller (oba Nobelova nagrajenca). V šestdesetih letih 20. stoletja so pri ocenjevanju upoštevali objektivne komponente, drugi kazalci, kot so znanje, sposobnost vodstva ter potenciali družbe, pa niso bili komponirani v oceno. Ocena je bila tako izpeljanka nabavno-vrednostnih oz. stroškovnih dejavnikov (Koletnik, 2010).

Koletnik (2010) opredeljuje vrednost podjetja (angl. *enterprise value*) kot v denarju izraženo sposobnost ustvarjanja poslovnih koristi. Vrednotenje podjetja je po njegovem mnenju strokovna dejavnost, ki jo opravljajo za to usposobljeni, praviloma pooblaščenici oz. preizkušeni ocenjevalci z dovolj teoretičnega in praktičnega ekonomskega znanja, da lahko s poslovno-ekonomskimi, matematično-statističnimi in empiričnimi znanji ocenijo gospodarsko moč in vrednost podjetja. Pomembno je, da so tudi po etični in strokovni plati primerni za opravljanje teh nalog.

V Sloveniji se z ocenjevanjem vrednosti podjetij ukvarjajo pooblaščenici ocenjevalci vrednosti podjetij, katerih delovanje nadzoruje Slovenski inštitut za revizijo. Pri ocenjevanju je treba

upoštevati zakone (npr. Zakon o gospodarskih družbah, Zakon o revidiranju), standarde (Mednarodne standarde računovodskega poročanja, MSOV) ter tujo in domačo strokovno literaturo s področja ocenjevanja vrednosti podjetja. Kosi (2005) navaja, da se je prva potreba po strokovno usposobljenih ocenjevalcih v našem pojavila, ko je v tranziciji gospodarstva in z njim povezani privatizaciji družbenega premoženja država potrebovala ocene vrednosti za podjetja, ki so se lastnila v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju.

Lastniki in managerji pogosto želijo vedeti, koliko je vredno njihovo podjetje, za kar ne morejo dobiti popolnega odgovora zgolj iz računovodskih podatkov, saj so knjigovodske vrednosti velikokrat bistveno drugačne od tržne vrednosti sredstev, dolgov in kapitala. Pri ugotavljanju vrednosti podjetja je v ospredju analiza finančnega položaja podjetja in množica drugih podatkov o podjetju in njegovem okolju, ki jih ovrednotimo s primerno metodo oz. tehniko (Koletnik (2010).

Palepu, Healy in Bernard (2000) opozarjajo, da moramo biti pri analizi finančnih podatkov za potrebe vrednotenja podjetja pozorni na naslednje alarmantne dejavnike:

- nepojasnjene večje spremembe v izkazih, še posebno ob slabi učinkovitosti,
- nepojasnjene transakcije, ki povečujejo dobiček,
- nenavadno povečanje terjatev,
- nenavadna povečanja zalog,
- nenadno povečanje razlik med prihodki in denarnim tokom,
- nenadno povečanje razlik med prihodki in davčno priznanimi prihodki,
- težnja k uporabi finančnih mehanizmov, kot je odprodaja terjatev,
- nepričakovani večji odpisi vrednosti,
- velike prilagoditve bilančnih podatkov konec četrtega četrletja,
- nelogična revizijska mnenja, ki niso dobro pojasnjena.

Medtem ko zgornji seznam določa potencialno slabo računovodsko prakso, je pomembno, da se pred finalnim sklepom analiza nadaljuje in raziščemo vzroke za njihov pojav. Nekatere interpretacije temeljijo na trdnih poslovnih razlogih, druge pa nakazujejo na sporno računovodstvo.

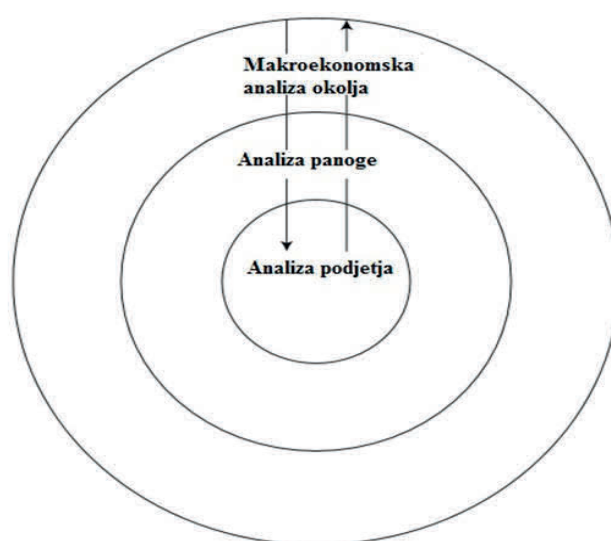
Vsak analitik, ki opravlja vrednotenje, je zavezan k naslednjim petim korakom (Stowe, McLeavey, Pinto, & Robinson, 2007):

1. Razumevanje poslovanja. To vključuje oceno perspektivnosti panoge, konkurenčnosti in strateškega umeščanja. Analitiki te podatke uporabijo skupaj s finančno analizo, in sicer za lažje napovedovanje prihodnje uspešnosti podjetja.
2. Napoved uspešnosti poslovanja – prihodki, dobiček, finančni položaj.
3. Izbira ustreznega modela vrednotenja.
4. Pretvarjanje napovedi v vrednotenje.

5. Podaja priporočila glede investicije.

Pri vrednotenju podjetja je treba poznati ne zgolj sedanje in prihodnje koristi in slabosti v podjetju, vendar tudi priložnosti in nevarnosti njegovega okolja (Koletnik, 2010). Slika 16 ponazarja celovit pristop k analizi vrednosti podjetja. Poznavanje panoge ocenjevalcu vrednosti podjetja pomaga razumeti osnovne značilnosti trgov, na katerih deluje podjetje, saj na podjetja znotraj iste panoge praviloma vplivajo podobni gospodarski in tehnološki dejavniki. Te informacije pa mu pomagajo pri natančnosti napovedi prihodnjih denarnih tokov (Stowe et al., 2007).

Slika 16: Celoviti pristop k analizi vrednosti podjetja



Povzeto in prirejeno po J.D. Stowe, D.W. McLeavey, J.E. Pinto, T.R. Robinson., Equity asset valuation, 2007, str. 10.

Pri vrednotenju podjetij na slovenskem trgu kapitala sta največji pomanjkljivosti majhno število podjetij (primerljivost) in kratka zgodovina uporabnih podatkov. Težavo pri vrednotenju lahko predstavlja tudi pristranskost ocenjevalcev, saj imajo, še preden vstavijo številke v modele, predstavo o vrednosti podjetja, zato je rezultat vrednotenja lahko plod njihovih pričakovanj. Stroka ima glede vrednotenja podjetij dva različna pogleda. Eni pravijo, da gre za znanost, kjer ni prostora za pristranskost analitikov in človeške napake, drugi pa, da je vrednotenje umetnost, saj analitiki dokažejo rezultate, ki jih sami želijo (Stubelj, 2010).

Po Porterju (1998) bi se lahko analitiki osredotočili na naslednja vprašanja:

- Kako privlačna je panoga, v kateri posluje družba, v smislu dolgoročne dobičkonosnosti?
- Kakšen je konkurenčni položaj podjetja v svoji panogi?
- Kakšna je konkurenčna strategija podjetja? Prednost je lahko dodatna korist za potrošnika, kar pomeni doseganje večjih koristi pri enakih stroških, kot jih dosega konkurenčno

podjetje, ali pa stroškovna prednost oz. nižji stroški in enake koristi kot jih ima konkurenčno podjetje.

- Kako dobro je družba izvedla svojo strategijo? Konkurenčni uspeh zahteva, ne le dobre strateške odločitve, temveč tudi njihovo ustrezno izvedbo.

4.2 Namen in razlogi za ocenjevanje vrednosti podjetja

Koletnik (2010) navaja, da po današnjem razumevanju vrednotenje podjetij temelji na namenu ocenitve, ki lahko izhaja iz netransakcijskih razlogov (obdavčitev, preučitev rasti za potrebe poslovanja in drugo) ter transakcijskih razlogov (praviloma vodijo do spremembe lastništva). Imamo torej različne potrebe in uporabnike, ki jih lahko, kot prikazuje Tabela 8, razdelimo v naslednje tri skupine:

Tabela 8: Temeljni razlogi za ocenjevanje vrednosti podjetja

Poslovne potrebe	Pravne potrebe	Davčne, finančne in druge potrebe
Ustanovitev podjetja	Prisilno razlastnjenje podjetja	Davčne in zavarovalne potrebe
Sprememba lastništva in kapitala	Privatizacija podjetij	Trajnostne, okoljske in druge družbene potrebe
Združitve, prevzemi in delitve podjetij	Pravna presoja pogodb, poslovnih koristi, oškodovanj	Za potrebe upnikov
Sprememba pravno-organizacijske oblike in prenos premoženja podjetja	Poravnalni predlog za delničarje in družbenike	Za strokovno in drugo javnost
Pripoznavna in merjenje vrednosti gospodarskih kategorij	Uveljavljanje lastniških deležev s stvarnimi vložki v podjetje	
Za poslovodne potrebe: notranje preučevanje gospodarskega položaja	Dedovanje podjetij in lastniških deležev	
Redna likvidacija podjetja	Insolventnost, prisilna poravnava ter stečaj družbe	
Za poslovodne in nadzorniške odločitve pri usmerjanju razvoja podjetja	Drugi gospodarski primeri na sodiščih	

Povzeto in prirejeno po F.Koletnik, Koliko je vredno podjetje?, 2010, str. 34-39.

Poznamo več metod vrednotenja podjetij, vsaka izmed njih pa ima določene prednosti oz. pomanjkljivosti, zato se praviloma v praksi uporablja kombinacija različnih metod, vrednost pa se določi v določenem razponu. Najpogostejše uporabljeni metodi sta metoda diskontiranja prihodnjih denarnih tokov in metoda primerljivih transakcij. Pri izbiri tehnike je treba upoštevati tudi namen vrednotenja (Lahovnik, 2013).

Koletnik (2010) navaja, da se največkrat odločimo med eno izmed naslednjih vrst ocenjevanja:

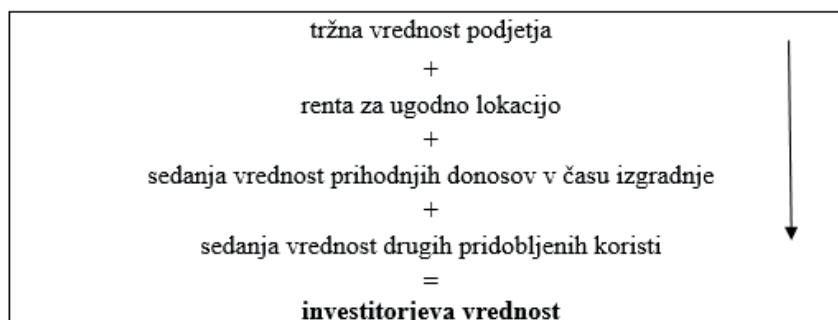
- poštena tržna vrednost (angl. *fair market value*),
- poštena vrednost (angl. *fair value*),
- investitorjeva vrednost (angl. *investment value*),
- notranja vrednost (angl. *fundamental value*) in
- knjigovodska vrednost (angl. *book value*).

Koletnik (2010) opredeljuje **pošteno tržno vrednost** kot tisto vrednost, pri kateri sta kupec in prodajalec seznanjena z vsemi pomembnimi dejstvi, od katerih je odvisna vrednost in sta prostovoljno vključena v transakcijo in delujeta na trgu, na katerem ni prikritih oz. enostranskih (asimetričnih) informacij. Pošteno vrednost lahko dobimo s preučitvijo razmer, pod katerimi so bile realizirane tržne cene primerljivih podjetij oz. njihovi lastniški deleži, sredstva in dolgovi. To vrednost lahko določimo tudi:

- z oceno sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov ali dobičkov,
- oceno vrednosti čiste substance po likvidacijski ali tržni vrednosti,
- oceno vrednosti s kombinacijo dveh ali več načinov oz. metod ocenjevanja vrednosti.

Pri **investitorjevi vrednosti**, ki jo opredeljuje Slika 17, gre za cenitev vrednosti za znanega investitorja oz. naložbenika, ki se raje odloči za nakup obstoječega podjetja ali njegovih sredstev kot za izgradnjo in zagon nove enote, tovarne in podobno. Ocenjevalcu so znane poslovne namere in koristi, ki jih bo pridobil z nakupom podjetja oz. njegovega deleža ali njegovih sredstev.

Slika 17: Ugotavljanje vrednosti podjetja za znanega naložbenika



Povzeto in prirejeno po F. Koletnik, Koliko je vredno podjetje?, 2010, str. 106.

O **pošteni vrednosti** podjetja govorimo, ko podjetje praviloma ni predmet običajnega trženja, ni primerljivih transakcij oz. podobnih podjetij. Lahko je npr. predmet izvedeniških mnenj v

sodnih sporih med posameznimi lastniki. V primeru, da je trg odprt in popoln, je poštna vrednost lahko tudi tržna vrednost (Koletnik, 2010).

Pri **fundamentalni vrednosti** gre za vrednost naložbe v očeh določenega investitorja. Ocenjevanje te vrednosti je zelo praktično pri ocenjevanju lastniško odprtih podjetij, pri katerih npr. cena na borzi zelo niha in ne prikazuje prave vrednosti, z oceno fundamentalne vrednosti lahko izravnamo nihanja in dobimo vrednost, za katero menimo, da je najbolj primerna. Lahko jo ocenimo na osnovi vrednosti sredstev podjetja, prihodnjih dobičkov ali denarnih tokov, prihodnjih dividendnih donosov in podobno. Pogosta je metoda diskontiranih denarnih tokov (Koletnik, 2010).

Koletnik (2010) opredeljuje **knjigovodsko vrednost** kot vrednost, ki je zabeležena v bilanci stanja, skladno z veljavnimi računovodskimi predpisi ter standardi.

4.3 Vrste metod ocenjevanja vrednosti podjetja

V literaturi zasledimo več metod ocenjevanja vrednosti podjetja in tudi različne delitve teh metod. Deloitte (2016b) navaja naslednjo osnovno razdelitev: na donosu zasnovan način (metoda diskontiranih denarnih tokov in metoda kapitalizacije), način tržnih primerjav (metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, in metoda primerljivih transakcij), na sredstvih temelječ način (metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti in metoda presežnih donosov).

Lahovnik (2013) deli metode vrednotenja podjetja v grobem na:

- statične metode, s pomočjo katerih poskušamo ugotoviti vrednost ciljnega podjetja v določenem trenutku glede na vrednost sredstev podjetja ali glede na primerljive transakcije;
- dinamične metode, ki temeljijo na diskontiranju prihodnjega denarnega toka ciljnega podjetja.

4.3.1 Statične metode ocenjevanja vrednosti podjetja

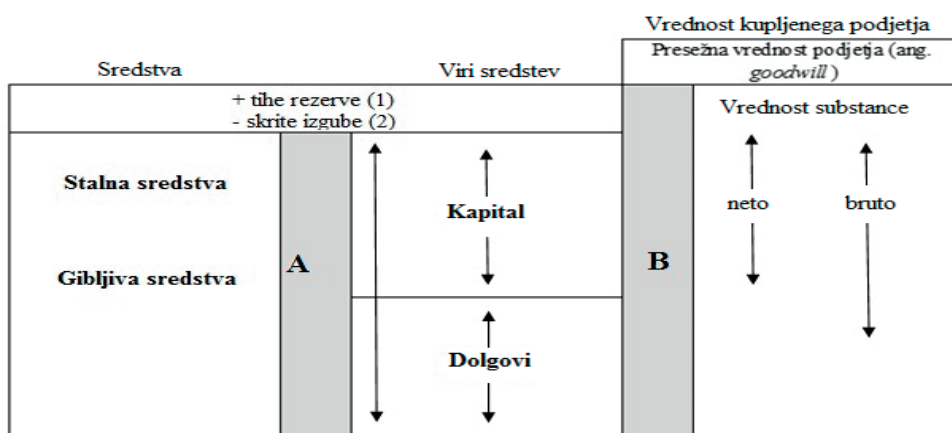
Med najpogostejše uporabljene sta metoda likvidacijske vrednosti in metoda primerljivih transakcij. Pri uporabi metode primerljivih transakcij lahko uporabljamo tiste kategorije, ki so za določeno panogo oziroma podjetja, ki v njej poslujejo, relevantne in niso nujno povezane samo z računovodskimi izkazi. Tako je lahko pri ocenjevanju podjetja, ki se ukvarja z medijsko dejavnostjo, ključen podatek o številu naročnikov, pri ocenjevanju vrednosti telekomunikacijskih podjetij je pomembno število uporabnikov s trajnim naročniškim razmerjem, pri ocenjevanju vrednosti elektrodistribucijskih podjetij pa število strank, ki ima sklenjeno dolgoročno pogodbo. Pri internetnih podjetjih prav tako ni smotno uporabiti tradicionalnih metod vrednotenja, ki temeljijo na poslovnih izidih in bilančnih podatkih, saj

so ključnega pomena drugi podatki, kot je npr. podatek o dinamiki in obsegu obiskov na internetnih straneh ter soodvisnost obiskov z obsegom prodaje.

Koletnik (2010) opredeljuje vrednost substance kot vrednost poslovno potrebnih in/ali nepotrebnih sredstev družbe na dan vrednotenja. Temu pravimo statična vrednost substance oziroma sredstev. Kot prikazuje Slika 18, pri ocenjevanju statične vrednosti podjetja uporabljamo naslednje kategorije:

- sredstva (= substanca): poslovno potrebna in nepotrebna sredstva,
- obveznosti (= dolgovi): obveznosti iz poslovno potrebnih in nepotrebnih sredstev,
- čista sredstva (= vrednost kapitala): čista sredstva poslovno potrebnega in poslovno nepotrebnega dela podjetja.

Slika 18: Gospodarske kategorije pri ocenjevanju statične vrednosti podjetja



Povzeto in prirejeno po F. Koletnik, *Koliko je vredno podjetje?*, 2010, str. 46.

Pri čemer je:

A = vrednost v poslovnih izidih podjetja

B = statična vrednost podjetja

(1) = tihe rezerve po razčiščenju povečajo vrednost sredstev ali zmanjšajo vrednost obveznosti

(2) = skrite izgube po razčiščenju zmanjšajo vrednost sredstev ali povečajo vrednost izkazanih obveznosti

Metoda primerljivih transakcij temelji na predpostavki, da naj bi bil trg najboljši kazalnik vrednosti podjetja. Pri metodi množiteljev gre za tako imenovano tržno metodo ocenjevanja vrednosti ali metodo primerljivih transakcij (angl. *market approach*). Pri tej metodi gre za primerjavo izbranih kazalcev podjetja, ki ga želimo vrednotiti s kazalci drugih primerljivih podjetij. Koletnik (2010) navaja, da gre pri tovrstnem ocenjevanju za temeljno predpostavko,

da je ocenjeno podjetje podobno primerjalnemu oz. da je podjetje, ki ga vrednotimo, sposobno ustvariti podobne rezultate kot primerjalno podjetje.

Gre za eno izmed najbolj pogosto uporabljenih metod, problematično pa je lahko iskanje primerljivih transakcij, še toliko bolj, če podjetje ne kotira na borzi oz. če je od primerljive transakcije preteklo že dalj časa. Po tej metodi sprva izberemo podjetje iz iste panoge, izberemo relevantne kazalce (npr. bilančne postavke, EBIT, EBITDA), nato pa izračunamo razmerje med ceno prevzema in vrednostjo izbranega kazalnika. Pridobljeni količnik uporabimo kot kazalec za izračun vrednosti ciljne družbe. Velja pa previdnost pri primerjavi transakcij v različnih časovnih obdobjih. V bančnem sistemu so tako pred svetovno gospodarsko krizo leta 2006 za turško banko Denizbank plačali 4,6-kratnik njene knjigovodske vrednosti, medtem ko so za isto banko v 2012 ponujali 1,3-kratnik knjigovodske vrednosti (Lahovnik, 2013).

Koletnik (2010) omenja tudi metodo preko palca (angl. *rules of thumb*). Po vsebini je preprosta, zahteva pa velike veščine in spretnosti pri določevanju sprejemljive vrednosti. Pozitivna stran te metode je, da ne povzroči veliko stroškov, uporabimo pa jo lahko kot dopolnitev ali pa izhodišče za ocenitev s pomočjo drugih, načeloma zanesljivejših metod. Vsekakor pa velja, da lahko tak način izbere le ocenjevalec z bogatimi izkušnjami, ki dobro pozna tudi omejitve te metode. Veliko izkušenj s tehniko preko palca imajo v ZDA in Nemčiji, kjer je trženje podjetij prisotno že daljše obdobje, analitiki pa so nabrali dovolj praktičnih izkušenj. Primeri tovrstnega ocenjevanja sta povprečna ocenjena vrednost kapitala glede na ceno primerljivih (prodanih) podjetij ali pa ocena letnega donosa podjetja, pomnožena z izkustvenim množiteljem.

Koliko bo množitelj oz. večkratnik znašal, je odvisno predvsem od tega, kakšna prosperiteta se obeta podjetju (in panogi), ki ga ocenjujemo, primarne determinante pa so pričakovana rast podjetja, stopnja donosa na kapital in stroški kapitala (Koller, Goedhart, Wessels, Copeland, & McKinsey and Company (2005). Ocene na podlagi tržne metode ocenjevanja so lahko primerljive s sedanjo vrednostjo prihodnjih donosov, vendar pogosto ni tako, saj so v tržni vrednosti pogosto vsebovane različne špekulacije (Koletnik, 2010).

Podjetje, ki konstantno posluje z izgubo, je vredno več »mrtvo« kot »živo« (Stowe et al., 2007). **Likvidacijska vrednost** je neto vrednost podjetja, če podjetje konča s poslovanjem in se sredstva prodajajo po delih. Likvidacija je lahko prostovoljna ali prisilna. Prisilna likvidacijska vrednost je vrednost, pri kateri se sredstva prodajo v najkrajšem možnem času, največkrat na dražbi (Laro & Pratt, 2005).

Metoda likvidacijske vrednosti temelji na predpostavki, da bo podjetje prenehalo s poslovanjem. Likvidacijska vrednost je vrednost, ki ostane, ko se sredstva podjetja prodajo, obveznosti pa poplačajo. Je enaka knjigovodski vrednosti kapitala, če so sredstva in obveznosti v bilanci pravilno ovrednoteni (Lahovnik, 2013). Metoda neto aktive podobno kot

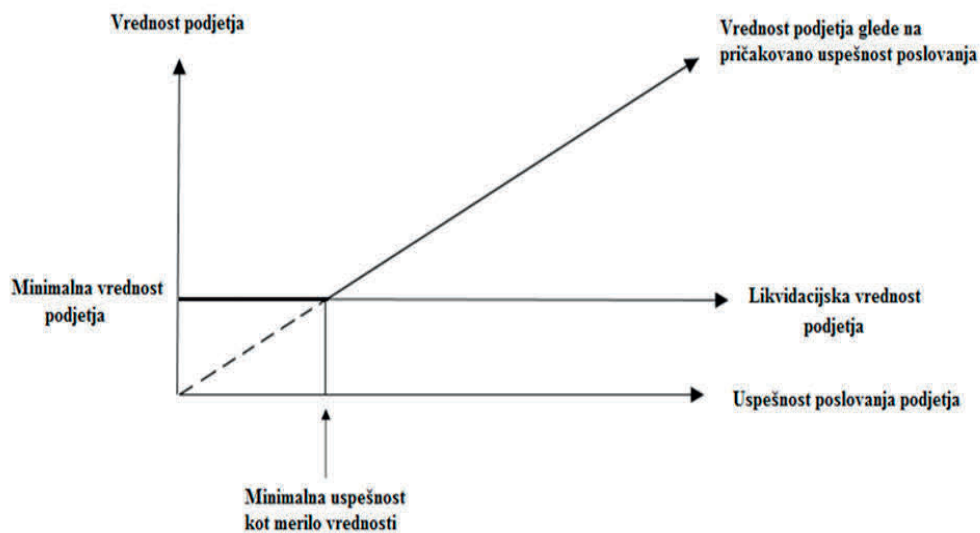
likvidacijska vrednost temelji na vrednosti sredstev, zmanjšani za vrednost obveznosti, vendar s to razliko, da se pri tej metodi ne predvideva, da bo podjetje prenehalo s poslovanjem (Lahovnik, 2013).

Likvidacijska vrednost je pogosto precej drugačna od vrednosti družbe kot delujočega podjetja. V rastoči, donosni panogi je likvidacijska vrednost neke družbe verjetno precej podcenjena, obratno pa velja za podjetja s slabim poslovanjem oz. ki poslujejo v panogah, ki so v zatonu (Stowe et al., 2007). Likvidacijsko vrednost lahko določimo po tržnih ali po stroškovnih cenah. Pri tržnem načinu ocenimo sredstva na podlagi cen na trgu, kjer gre za organizirano prodajo, pri stroškovnem načinu pa upoštevamo vse likvidacijske stroške – stroške organizacije, demontaže, prodaje in druge podobne stroške (Koletnik, 2010).

4.3.2 Dinamične metode ocenjevanja vrednosti podjetja

Koletnik (2010) navaja, da je podjetje vredno toliko, kolikor je perspektivno, ustvarjalno in uspešno pri prodaji. Novoustanovljeno podjetje, ki ima nova osnovna sredstva in malo dolgov, ima lahko z vidika čiste substance visoko vrednost, vrednost po metodi čistih prihodnjih donosov pa je lahko nižja od vrednosti čiste substance. V takšnem primeru je podjetje vredno vsaj toliko, kot znaša njegova likvidacijska vrednost, kar prikazuje Slika 19.

Slika 19: Vrednost podjetja z vidika poslovne uspešnosti



Povzeto in prirejeno po F. Koletnik, Koliko je vredno podjetje?, 2010, str.172.

Ker je vrednost podjetja s finančnega vidika enaka vsoti prihodnjih koristi, ki jih podjetje prinaša lastnikom, le-te po navadi ne zanima zgolj dobiček, temveč prosti denarni tok, ki ga lahko lastniki potegnejo z družbe, ne da bi s tem ogrozili načrtovano poslovanje (Lahovnik, 2013). Med dinamične metode ocenjevanja vrednosti podjetja spadata npr. metoda diskontiranja prihodnjih denarnih tokov (angl. *discounted cash flow method*) in metoda

diskontiranja prihodnjih poslovnih izidov (angl. *net income*). Pri obeh metodah je potrebno znanje pri napovedovanju donosa in stroška kapitala (Koletnik, 2010). Denarni tokovi (angl. *cash flows*) so razlika med celotnimi prejemi in celotnimi odhodki v enakem obdobju. Pojavljajo se v zvezi s financiranjem, naložbenjem in poslovanjem (Turk v Peterlin, 2003).

Pri **metodi diskontiranja denarnih tokov** potrebujemo podatke o prostih denarnih tokovih ter o zahtevani meri donosnosti kapitala, ki temelji na tako imenovanem modelu diskontiranja prihodnjih denarnih tokov. Pri tej metodi gre za ocenitev gospodarskih koristi, ki jih lastniki pričakujejo od poslovanja družbe – gre za temeljno predpostavko, da podjetje kot ustvarjalec poslovnih koristi (denarnih tokov) lastniku prinaša proste donose, ki jih lahko vsak trenutek vzamejo in pri tem ne ogrozijo poslovanja družbe (Koletnik, 2010). Pri vrednotenju podjetja z metodo diskontiranih denarnih tokov prosti denarni tok diskontiramo s tehtanim povprečnim stroškom kapitala (WACC). Tehtano povprečje stroškov kapitala predstavlja oportunitetne stroške, s katerimi se soočajo vlagatelji, ko vložijo sredstva v neki posel. Ker je prosti denarni tok na voljo vsem finančnim vlagateljem, mora WACC vključevati zahtevano donosnost za posameznega vlagatelja (Koller et al., 2005).

Podatek o prostem denarnem toku ne sme vsebovati neplačanih prihodkov in tistih prejemkov in izdatkov, ki so rezultat investiranja in dezinvestiranja (nakup ter odprodaja sredstev) ter financiranja in defranciranja (najetje in vračilo kreditov oz. drugih oblik zadolževanja). Pri ocenjevanju vrednosti podjetja moramo torej izključiti neobičajne prihodke in odhodke, ki smo jih zasledili v izkazu poslovnega izida, na primer prihodke iz prevrednotenja (Koletnik, 2010). Vrednotenje po tej metodi izvedemo v več korakih (Lahovnik, 2013):

- izračun projekcij prostih denarnih tokov,
- izračun diskontne stopnje,
- izračun neto sedanje vrednosti diskontiranih prihodnjih denarnih tokov ciljnega podjetja,
- izračun vrednosti kapitala na delnico.

1. Izračun projekcij prostih denarnih tokov je prikazan v Tabeli 9:

Tabela 9: Primer izračuna prostega denarnega toka

+	Čisti dobiček poslovnega leta
+	amortizacija
+	Prodaja stalnih sredstev tarče
-	Investicije v stalna sredstva tarče
+/-	Spremembe kratkoročnih sredstev
+/-	Spremembe dolgoročnih finančnih obveznosti
+/-	Sprememba dolgoročnih finančnih naložb
=	PROSTI DENARNI TOK

Vir: M. Lahovnik,, Združitve in prevzemi podjetij, 2013, str. 88.

2. Izračun diskontne stopnje oz. WACC:

$$WACC = w_d r_d (1 - t) + w_e r_e \quad (8)$$

Pri čemer je:

w_d – delež dolga v celotnem kapitalu

r_d – strošek dolga

t – veljavna davčna stopnja

w_e – delež navadnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu

r_e – strošek navadnega lastniškega kapitala

Strošek dolga (r_d) se izračuna po modelu:

$$\text{Povprečna obr. mera podjetja } \times (1 - \text{efektivna davčna stopnja}) \quad (9)$$

Strošek lastniškega kapitala (r_e) se lahko izračuna po modelu CAMP (Capital asset pricing model), ki sta ga razvila William Sharpe in John Lintner (10):

$$r_k = r_f + \beta [r_m - r_f] \quad (10)$$

Pri čemer je:

r_f – netvegana obrestna mera

β – mera sistematičnega tveganja za obravnavano podjetje

r_m – pričakovana donosnost tržnega portfelja

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

Osnovno vodilo te metode je, da želijo vlagatelji nagrado za izpostavljanje tveganju, pri čemer je zahtevana stopnja donosa višja, če gre za bolj tvegane naložbe (Peterlin, 2003). Model CAPM je zgrajen na predpostavki o preudarnem, popolnem in preglednem delovanju finančnega trga, kjer lahko vlagatelji prerazporedijo naložbe glede na tveganje in donosnost (Koletnik, 2010).

Kot **netvegana obrestna mera** (r_f) se v praksi po navadi uporablja donos državnih obveznic. Obrestno mero kratkoročnih naložb lahko uporabimo, če je ob ceni razlika v donosih kratkoročnih in dolgoročnih vrednostnih papirjev zanemarljiva. Enotno mero donosnosti izračunamo za celotno predvideno obdobje (Koletnik, 2010).

Pričakovana donosnost tržnega portfelja (r_m) je mera donosnosti kapitala na finančnem trgu, izračunamo jo lahko s spremembo vrednosti navadnih delnic (Koletnik, 2010).

Tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$) je premija, ki jo naložbeniki pričakujejo od tveganih naložb v gospodarstvo oz. v vrednostne papirje. Kadar se vlagatelj odloči, da bo investiral denar v delnice pridobitnih podjetij, se zaveda, da bo izpostavljen veliko višjim tveganjem, kot če bi denar naložil v dolžniške vrednostne papirje ali naložbe s stalno obrestno mero (npr. depozit pri banki). V praksi se pogosto izračuna tako, da od povprečne tržne donosnosti odštejemo donosnost za netvegano naložbo (Koletnik, 2010).

Koeficient beta (β) izraža mero sistematičnega tveganja (11). Ta koeficient pove, kako se vrednost naložbe v to podjetje odziva na spremembe v okolju – npr. kako bo nihanje vrednosti vrednostnih papirjev na finančnem trgu vplivalo na konkretno finančno naložbo. Odzivnost merimo tudi na način, da opredelimo donos vseh podjetij v panogi, to uporabimo zlasti tedaj, ko vrednostni papirji podjetij, ki jih ocenjujemo, ne kotirajo na borzi. Vrednost delnic se različno odzivajo na spremembe na finančnem trgu, zato analitiki pogosto uporabljajo tovrstne baze podatkov. Ena izmed bolj znanih je spletna baza Damodaran (Koletnik, 2010).

Beto brez ocene vpliva zadolženosti za primerljivo dejavnost izračunamo po formuli:

$$\beta_b = \frac{\beta_z}{1 + (1 - t) \left(\frac{D}{K} \right)} \quad (11)$$

Pri čemer je:

β_b – beta brez zadolženosti (angl. *unlevered beta*)

β_z – beta z zadolženostjo (angl. *levered beta*)

t – davčna stopnja

D – tržna vrednost dolgov v primerljivi dejavnosti

K – tržna vrednost kapitala v primerljivi dejavnosti

Ta koeficient najprej popravimo za vplive virov financiranja in davčne stopnje ter tako dobimo koeficient beta brez dolga za primerljivo dejavnost. Koeficient beta brez zadolženosti za primerljivo dejavnost lahko nato preračunamo v koeficient beta z zadolženostjo za preučevano podjetje (Koletnik, 2010):

$$\beta_{pz} = \beta_b \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{K} \right) \quad (12)$$

Pri čemer je:

β_{pz} – beta z zadolženostjo v preučevanem podjetju

β_b – beta brez zadolženosti za primerljivo dejavnost

t – davčna stopnja

D – tržna vrednost dolgov v preučevanem podjetju

K – tržna vrednost kapitala v preučevanem podjetju

3. Izračun vrednosti diskontiranih prihodnjih denarnih tokov ciljnega podjetja:

Vrednost podjetja, ocenjena s pomočjo diskontiranja prihodnjih denarnih tokov, je prikazana v Sliki 20. Lahovnik (2013) navaja, da praviloma izdelajo projekcije prostih denarnih tokov za obdobje ocenjevanja 5–10 let, poleg tega izdelajo še izračun preostale vrednosti podjetja. Preostala vrednost podjetja je tista vrednost podjetja, ki se nanaša na nenapovedano obdobje – od gospodarskega horizonta v neskončnost oziroma do prenehanja delovanja družbe. Točnih napovedi za prihodnje poslovanje sicer nimamo, vemo pa, da če ne bo prišlo do večjih sprememb v poslovanju družbe ali delovanju njegovega okolja, bomo lahko zagotovili stabilen, napredujoči ali nazadujoči donos (Koletnik, 2010).

$$SV = \sum_{t=1}^t \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PV}{(1+WACC)^t} \quad (13)$$

Pri čemer pomeni:

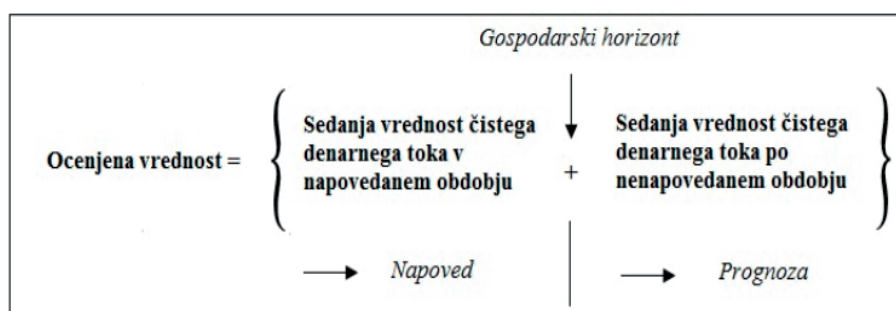
t – zadnje leto ocenjevalnega obdobja.

FCF – prosti denarni tok

PV – preostala vrednost (14), ki se izračuna:

$$PV = \frac{FCF_t \times (1 + \text{stopnja rasti})}{WACC - \text{stopnja rasti}} \quad (14)$$

Slika 20: Vrednost podjetja, ocenjena s pomočjo diskontiranja prihodnjih denarnih tokov



Vir: F. Koletnik, Koliko je vredno podjetje?, 2010, str. 92.

4. Izračun vrednosti lastniškega kapitala na delnico:

Seštevek vrednosti, kot je prikazano v sliki 18, predstavlja celotno vrednost podjetja, če pa želimo izračunati vrednost lastniškega kapitala podjetja, moramo od celotne vrednosti odšteti neto dolg. Da dobimo vrednost na delnico, na koncu delimo vrednost lastniškega kapitala s številom delnic (Lahovnik, 2013).

4.4 Vrednotenje izbranega podjetja

4.4.1 Vrednotenje izbranega podjetja po metodi diskontiranja denarnih tokov

Nezadolžena beta je bila povzeta po podatkih Damodaran Online (b.l.). Izbrala sem neuteženo beto za evropska podjetja v panogi » Food Processing«, ki je za to panogo, na podlagi vzorca 89 podjetij, v januarju 2016 znašala **0,72**. **Zadolžena beta** je bila izračunana s pomočjo formule (15) in je prikazana v Tabeli 10 ter znaša **2,3**, pri čemer so bili upoštevani finančni podatki podjetja za leto 2015:

$$\beta_{P.m.z} = \beta_b \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{K} \right) = 0,72 \left(1 + (1 - 0,17) \times \frac{7.748.205}{2.961.695} \right) = 2,3 \quad (15)$$

Tabela 10: Podatki podjetja Pomurske mlekarne d.d., potrebni za izračun zadolžene bete

Finančni podatek	2015
Skupaj finančni dolg	7.748.205
Kapital	2.961.695
Beta	2,3

Vir podatkov: Bisnode, d.o.o., b.l.; A. Damodaran, b.l.; lastni izračun.

Strošek dolga je bil izračunan skladno s formulo (9) in znaša **3,7 %**.

Izračun **stroška lastniškega kapitala** je bil opravljen po formuli (16) in je prikazan v Tabeli 11 ter znaša 7,8 %, pri čemer sem kot referenčno pričakovano donosnost netvegane naložbe upoštevala 10-letne državne obveznice, katerih stopnja donosa je bila na dan preučevanja ocenjena na **1,096 %** (Investing, 2016). Tržno premijo za tveganje sem izračunala kot razliko med povprečno dividendno donosnostjo slovenskih podjetij (4,02 %) in netvegano stopnjo donosa (Gorenjska borznoposredniška družba, b.l.).

Tabela 11: Podatki za izračun stroška lastniškega kapitala

Beta	2,3
Netvegana stopnja donosa	1,1 %
Tržna premija za tveganje	2,9 %
Strošek lastniškega kapitala	7,8 %

Vir podatkov: Investing, 2016; Gorenjska borznoposredniška družba, b.l.; lastni izračun.

$$r_k = r_f + \beta [r_m - r_f] = 0,011 + 2,3 \times 0,029 = 0,078 \text{ oz. } 7,8 \% \quad (16)$$

V Tabeli 12 je prikazan izračun diskontne stopnje WACC. Po javno dostopnih podatkih je povprečen strošek lastniškega kapitala za dejavnost »Food processing« v januarju 2016 znašal 7,6 %, strošek dolga pa 3,5 %, kar je primerljivo z našimi izračuni.

Tabela 12: Podatki za izračun diskontne stopnje WACC

Delež dolga v bilančni vsoti v dejavnosti	21,0 %
Delež kapitala v bilančni vsoti v dejavnosti	79,0 %
Davčna stopnja	17,0 %
Strošek dolga	3,7 %
Strošek lastniškega kapitala	7,8 %
WACC	6,0 %

Vir podatkov: Bisnode, d.o.o. (b.l.); lastni izračun.

$$WACC = w_d r_d (1 - t) + w_e r_e = 0,21 \times 0,037 (1 - 0,17) + 0,79 \times 0,079 = 0,06 \text{ oz. } 6 \% \quad (17)$$

Koletnik (2010) navaja, da je pri nakupu podjetja prihodnja sestava virov financiranja pogojena tudi z viri financiranja samega nakupa podjetja, posledično pa trenutna sestava virov financiranja ni tako relevantna. Kot izhodišče za ocenitev se lahko vzame tudi sestava, ki je značilna za celotno dejavnost, kar je upoštevano tudi v izračunu (17). V januarju 2016 je tako za dejavnost »Food processing« (n = 89) sestava virov financiranja (D/E): 20,74/79,26 (Damodaran Online, b.l.).

Tabela 13: Izračun pričakovanega neto denarnega toka podjetja Pomurske mlekarne d.d. za prvih pet let v EUR

	2016	2017	2018	2019	2020
Prihodki	35.830.000	36.900.000	38.010.000	39.160.000	39.943.200
EBIT	808.568	949.421	1.076.158	1.205.710	1.313.719
Davek 17 % oz. 19 %	137.456	180.390	204.470	229.085	249.607
EBIT po davku	671.112	769.031	871.688	976.625	1.064.112
Amortizacija	993.832	969.479	952.622	936.570	921.150
Povečanje kratk. sredstev	120.091	227.059	272.101	218.010	233.283
Investicije v OS	0	300.000	300.000	500.000	560.000
Neto denarni tok	1.544.853	1.211.451	1.252.209	1.395.185	1.119.979
SV NDT	1.456.796	1.078.191	1.051.855	1.104.986	836.624

Vir podatkov: Pomurske mlekarne, 2015, str. 58-63; lastni izračuni.

Na podlagi podatkov iz Tabele 13 smo izračunali sedanjo vrednost neto denarnih tokov, ki znaša 5.5 milijonov EUR. Skladno s formulo (18) smo izračunali preostalo vrednost, ki smo jo množili z ustreznim diskontnim faktorjem. Po formuli (19) smo izračunali, da vrednost podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov pred zmanjšanjem za finančni dolg znaša 21.4 milijonov EUR.

$$SVNDT_{ocenjevano\ obdobje} = 5.528.452 \text{ EUR}$$

$$PREOSTALA\ VREDNOST = \frac{FCF_t \times (1 + \text{stopnja rasti})}{WACC - \text{stopnja rasti}} = \frac{836.624_5 \times (1 + 0,02)}{0,06 - 0,02} = 21.333.912 \text{ EUR} \quad (18)$$

$$\text{Diskontirana PV} = 21.333.912 \times 0,747 = 15.936.432 \text{ EUR}$$

$$SV = \sum_{t=1}^t \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PV}{(1+WACC)^t} = \frac{5.528.452}{(1+0,06)^5} + \frac{15.936.432}{(1+0,06)^5} = 21.464.884 \text{ EUR} \quad (19)$$

$$21.464.884 - 7.748.205 (\text{finančni dolg}) = 13.716.679 \text{ UR} / 100.000 \text{ delnic} = 137 \text{ EUR}$$

4.4.2 Vrednotenje izbranega podjetja po metodi primerljivih transakcij

Po tej metodi najprej izberemo podobne, že izvedene transakcije iz iste panoge (Lahovnik, 2010). V Tabeli 14 so podani finančni in nekateri drugi relevantni podatki dveh primerljivih transakcij v panogi proizvodnje mleka in mlečnih proizvodov.

Tabela 14: Relevantni podatki podjetij Dukat d.d., Ljubljanske mlekarne d.d. in Pomurske mlekarne d.d. v EUR, potrebni za izračun vrednosti izbranega podjetja

Primerljiva podjetja	Dukat (2006)	Ljubljanske mlekarne (2012)	Pomurske mlekarne (2015)
Prihodki od prodaje	289.442.231	151.267.171	34.681.325
Bilančna vsota	169.535.193	99.826.816	20.912.411
EBITDA	25.645.950	10.232.899	3.661.964
Cena delnice	102,00	8,75	/
Delež prevzetih delnic	91,49	46,23	/
Število prevzetih delnic	2.744.769	2.025.806	/
Vrednost prevzema	279.966.438	17.725.802	/
Cena v primeru 100 % prevzema	306.007.692	38.342.638	/

Vir podatkov: Tradingeconomics, b.l.; Bismode, d.o.o., b.l.; Dukat postal lastnik Ljubljanskih mlekar, Mladina, 2013; Lactalis kupil 91,5 odstotka Dukata, Slovenska tiskovna agencija, 2007; lastni izračuni.

Za primerljive transakcije smo izbrali:

- Dukat d.d., ki je bil prevzet s strani Lactalisa v 2007. Finančne podatke smo uporabili iz leta 2006. Ker za leto 2006 nismo imeli podatka o amortizaciji, smo vzeli povprečno vrednost amortizacije med letoma 2010 in 2011 in jo prišteli k EBIT za leto 2006.
- Ljubljanske mlekarne d.d., ki so bile prevzete s strani Dukata d.d. v letu 2013, ko so kupili še 46,23 odstotka delnic in tako postali 96,52-odstotni lastnik družbe. Upoštevali smo finančne podatke iz leta 2012.

Kot relevantne kazalce smo upoštevali prihodke od prodaje, bilančno vsoto in EBITDA, nakar smo izračunali razmerje med vrednostjo prevzema (upoštevana hipotetična vrednost v primeru, da bi bil prevzem 100 %) in vrednostjo izbrane postavke, pridobljen količnik pa uporabili za oceno vrednosti podjetja Pomurske mlekarne, kot je razvidno iz Tabele 15.

Tabela 15: Izbrani količniki primerljivih podjetij in izračun vrednosti izbranega podjetja

Primerljiva podjetja	Cena/prihodki od prodaje	Cena/sredstva	Cena/EBITDA
Dukat (2006)	1,06	1,80	11,93
Ljubljanske mlekarne (2012)	0,25	0,38	3,75
Povprečen kazalec	0,66	1,09	7,84
Vrednost Pomurskih mlekarn glede na izbran kazalnik (EUR)	22.728.556	22.889.386	28.707.976
Povprečna vrednost Pomurskih mlekarn (EUR)	24.775.306		
Finančne obveznosti (EUR)	-7.748.205		
Ocena vrednosti (EUR)	17.027.101		

Vir podatkov: Tradingeconomics, b.l.; Bisnode, d.o.o., b.l.; Dukat postal lastnik Ljubljanskih mleka, Mladina, 2013; Lactalis kupil 91,5 odstotka Dukata, Slovenska tiskovna agencija, 2007; lastni izračuni.

4.4.3 Ocena razpona vrednosti izbranega podjetja

V skladu z namenom in ciljem magistrskega dela ter izbranimi vrstami vrednotenja podjetja sem opravila izračune vrednosti izbranega podjetja na podlagi dveh izbranih metod. Sledi sinteza celotnega dela oz. odločitev o tem, katera izmed ocenjenih vrednosti je najbolj verjetna.

Koletnik (2010) navaja možnost, da lahko kot končno vrednost uporabimo tehtano ocenjeno vrednost, Lahovnik (2013) pa, da se le-ta praviloma določi v nekem razponu.

Po metodi diskontiranja denarnih tokov je bilo podjetje Pomurske mlekarne ocenjeno na 13.716.679 EUR oziroma je bila delnica ocenjena na 137 EUR. Po metodi primerljivih transakcij pa sem podjetje ocenila na 17.027.101 EUR oziroma 170 EUR na delnico.

Na podlagi dosegljivih podatkov, ki so bili preverjeni v skladu z možnostmi podjetja Pomurske mlekarne d.d. ocenjujem v razponu med 13.7 in 17 milijonov EUR, pri čemer izjavljam, da nimam sedanjih in prihodnjih interesov glede premoženja, ki je bil predmet preučevanja in da nisem in ne bom prejela plačila za storitve v zvezi z oceno vrednosti.

4.4.4 Omejitve pri vrednotenju izbranega podjetja

Viher (b.l.) med najpogostejše napake pri vrednotenju podjetij uvršča:

- neustrezno napoved prihodnjega poslovanja,
- napačno izračunan WACC,
- previsoko stopnjo rasti,
- slabo presojo potrebnih investicij,
- uporabo zadolženosti, ki ni pravilna (obstoječa, ciljna),
- v primeru ocenjevanja z mnogokratniki izbira podjetij, ki niso primerljiva z ocenjevanim podjetjem.

Čeprav ima metoda diskontiranih denarnih tokov veliko prednosti, pa ima tudi določene pomanjkljivosti oz. omejitve. V splošnem velja, da je metoda tako dobra, kot so dobri oz. kakovostni vhodni podatki in predpostavke. Če so na primer napovedi prostega denarnega toka, diskontne stopnje in stopnje rasti napačni, je lahko končna vrednost ocenjenega podjetja precej podcenjena oz. precenjena.

Tabela 16: Analiza občutljivosti (preostala vrednost)

g/WACC	5 %	6 %	8 %	10 %
1 %	21.124.756	16.899.805	12.071.289	9.388.780
2 %	28.445.216	21.333.912	14.222.608	10.666.956
3 %	43.086.136	28.724.091	17.234.454	12.310.325
4 %	87.008.896	43.504.448	21.752.224	14.501.483

Lahovnik (2013) navaja, da je pomembno, da se zavedamo omejitev in predpostavk metode vrednotenja, ki temelji na diskontiranih denarnih tokovih. Kot je razvidno iz Tabele 16, preostala vrednost podjetja močno niha glede na stopnjo rasti denarnega toka in tehtanih povprečnih stroškov kapitala. Večja, kot je stopnja rasti, višja je ocenjena preostala vrednost, pri podatku WACC pa velja ravno obratno – višji, kot so tehtani povprečni stroški kapitala, nižja je ocenjena preostala vrednost vrednotenega podjetja. Ta nihanja tudi pojasnjujejo,

zakaj analitiki po navadi ocenjujejo vrednost podjetja v določenem razponu in zakaj je priporočljivo uporabiti več kot eno samo metodo vrednotenja.

Pri izračunu diskontne stopnje WACC za podjetje Pomurske mlekarne d.d. obstaja posebnost pri postavitvi strošek dolga, saj je izračunana vrednost razmeroma nizka. Če upoštevamo dejstvo, da so v obrestne mere praviloma vgrajene tudi stopnje kreditnega tveganja, bi se v primeru podjetja, ki je dlje časa poslovalo z izgubami, to praviloma odražalo v višji povprečni obrestni meri. V primeru Pomurskih mlekar d.d. je nizek strošek dolga posledica prisilne poravnave, v kateri so se banke upnice ter obravnavano podjetje dogovorile za določen diskont. Delno sem učinek ublažila s tem, da nisem upoštevala dejanske kapitalsko-dolžniške strukture podjetja, temveč sem upoštevala sestavo, ki je značilna za celotno dejavnost, saj bi bila sicer diskontna stopnja še nižja (podjetje beleži zgolj 14,16 % kapitala v bilančni vsoti), vrednost podjetja pa posledično precej višja.

Metoda diskontiranja prihodnjih denarnih tokov deluje najbolje, ko obstaja visoka stopnja zaupanja v točnost napovedanih prihodnjih denarnih tokov. Pri napovedi prihodnjih denarnih tokov sem uporabila napovedi internih aktov podjetja, vseeno pa velja poudariti, da v tej metodi niso upoštevane morebitne sinergije s prevzemnim podjetjem, ki lahko bistveno spremenijo raven prihodnjih denarnih tokov in posledično vrednost podjetja.

Pri uporabljeni stopnji rasti (2 %) sem delno upoštevala napovedi znotraj internih aktov podjetja Pomurske mlekarne d.d., kjer napovedujejo 3-odstotno rast prihodkov do leta 2019, 2-odstotno rast v letu 2020 in 1-odstotno rast prihodkov v letu 2021 ter tudi napovedi gospodarske napovedi rasti BDP za leto 2016, 2017 in 2018, ki se gibljejo nad 2 %, seveda se vseeno poraja vprašanje (ker gre za napoved), ali je stopnja rasti ocenjena dovolj realno.

Eno od pomembnejših omejitev pri vrednotenju podjetij na slovenskem je majhnost trga oz. majhno število primerljivih podjetij, ki bi jih lahko uporabili pri vrednotenju po metodi tržnih transakcij. Pri izračunu mnogokratnikov je priporočljivo, da se upošteva enako časovno obdobje pri ocenjevanem podjetju in pri primerljivem podjetju, česar pa v primeru našega vrednotenja zaradi pomanjkanja razpoložljivih podatkov za panogo proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov ni bilo mogoče zagotoviti. V našem primeru je še posebno treba opozoriti na omejitev iz naslova časovnega vidika, saj je od transakcije oz. prevzema Dukata d.d. preteklo že 9 let. V vrednotenju je bila torej upoštevana transakcija pred začetkom globalne gospodarske krize, kar lahko delno izkrivlja končni izračun. Kot omejitev velja omeniti tudi priporočilo, da se pri metodi vrednotenja na podlagi tržnih primerjav uporabi vsaj pet primerljivih družb (Koletnik, 2010), česar mi zaradi omejenega dostopa do informacij ni uspelo zagotoviti.

SKLEP

Namen magistrske naloge je bilo vrednotenje podjetja Pomurske mlekarne, in sicer s predhodno izdelano analizo privlačnosti panoge proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov ter finančno analizo podjetja. Med pripravo magistrskega dela sem bila osredotočena tudi na iskanje odgovorov na tri osrednja raziskovalna vprašanja.

V okviru prvega me je zanimalo, katere so ključne strateške silnice, ki določajo privlačnost panoge proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov. Sklenem lahko, da je ključnih vseh pet silnic, ki jih opredeljuje Porterjev model, najmočnejše pa jo vendarle definirata tekmovalnost med obstoječimi konkurenti in pogajalska moč kupcev. Slednja ugotovitev se hkrati navezuje že na drugo raziskovalno vprašanje.

Panogo proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov sem ocenila kot srednje privlačno. Silnica rivalstvo med obstoječimi konkurenti je bila ocenjena kot zelo močna, saj velja, da tekmeči na trgu mleka in mlečnih izdelkov nastopajo agresivno in omejujejo posamezne igralce pri določanju višjih cen, kar posledično vpliva na nižje profitne marže, privlačnost panoge pa je v tem pogledu manj zanimiva oziroma privlačna. Kot srednje močna je bila ocenjena spremenljivka povezana z dobavitelji, saj gre v primeru proizvajalcev mleka ter kmetovalcev in zadrug za vzajemno soodvisnost. Po eni strani je moč dobaviteljev zaradi turbulentnih razmer na trgu oslABLJENA, kar izboljšuje privlačnost panoge, po drugi strani pa so mlekarne povsem odvisne od osnovne surovine, kar jim povečuje pogajalsko moč. Pogajalska moč kupcev v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov je bila ocenjena kot zelo vplivna. Krepi jo vstop mednarodnih diskontnih trgovcev in konsolidacija supermarketov, ki nudijo svoje izdelke po zelo ugodnih cenah. Zelo pomembno vlogo pri tej silnici igrajo trgovske blagovne znamke, akcijske oz. znižane cene in opuščanje izdelkov, ki ne dosegajo pričakovanih prodajnih rezultatov.

Srednje močno nevarnost predstavlja nevarnost substitucije. Rastlinski napitki so vse bolj priljubljeni in cenovno dostopni, mnogi opozarjajo tudi na trpljenje živali na industrijskih farmah ter svetujejo zmanjšanje vnosa hrane živalskega izvora. Po drugi strani se potrošniki, kljub vse večji izbiri alternativnih napitkov, še vedno največkrat odločijo za nakup kravjega mleka. Pri oceni nevarnosti vstopa novih konkurentov je bila nevarnost prav tako zaznana kot zmerna oz. srednje močna. V prihodnosti so verjetni predvsem vstopi tujega kapitala s prevzemi obstoječih, manjših do srednje velikih mlekar s strani večjih korporacij, saj v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov veljajo razmeroma visoke vstopne ovire (ekonomije obsega, visoki začetni investicijski stroški ter zakonska in higienska regulacija).

Poudariti velja, da je poleg Porterjevega modela, v okviru privlačnosti panoge, treba upoštevati tudi druga dejstva kot na primer, da so napovedi za panogo proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov precej optimistične, saj se ji napoveduje kar 23-odstotna rast do leta 2025. Mleko in mlečni izdelki bodo najverjetneje še dolgo igrali pomembno vlogo v prehrabni

industriji, pri čemer se bodo igralci na trgu morali ves čas prilagajati. Konstantno bodo morali spremljati trende in preučiti možnosti izboljšanja proizvodnega programa, vlagati v posodobitve opreme, inovativno znanje ter zagotoviti učinkovito koriščenje proizvodnih zmogljivosti. Precej velike pritiske za panogo proizvodnje mleka in mlečnih proizvodov, ki jih bi sicer težko umestili med pet Porterjevih silnic, predstavlja tudi okoljevarstveni vidik, saj vzreja goveda predstavlja pomemben vir toplogrednih plinov ter onesnažuje vodo in zemljo. V okviru teh zavedanj bo treba v panogi proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov posebno pozornost usmerjati k povečevanju energetske učinkovitosti, zmanjševanju porabe vode in emisij.

Da bi lažje odgovorila na zadnje raziskovalno vprašanje, sem predhodno izdelala finančno analizo podjetja, ki je temeljila na dveh izhodiščih, in sicer, da je za realen prikaz finančnega stanja podjetja potrebna določena časovna vrsta opazovanja, ki nam omogoča analizo trenda preučevanega poslovanja podjetja, ter da je pri oceni finančnega stanja podjetja pomembna tudi primerjava z bodisi celotno panogo bodisi s posameznimi konkurenčnimi podjetji znotraj panoge.

Podjetje Pomurske mlekarne d.d. se je v letu 2014 znašlo v nezavidljivem položaju, saj so bili na robu stečaja. Z novim vodstvom in postopkom prisilne poravnave so dobili nove lastnike ter novo priložnost. Iz 6.4 milijonov EUR izgube v letu 2014 je podjetje le leto kasneje zaključilo poslovno leto z 1.5 milijoni čistega dobička, izid pred davki, obrestmi in amortizacijo (EBITDA) pa je znašal 3.7 milijonov EUR, kar je 226 % več kot leto poprej.

Na vprašanje, ali so pri cenitvah podjetij iz panoge proizvodnje mleka primernejše statične ali dinamične metode vrednotenja, ni enoznačnega odgovora. Vsekakor velja, da ocenjevanje vrednosti podjetja ni eksaktna veda, priporočljiva pa je poglobljena analiza podjetja in njegovega okolja ter uporaba različnih metod vrednotenja. Glede na dejstvo, da so podjetja iz panoge proizvodnje mleka in mlečnih izdelkov podvržena velikim nihanjem na trgu cen osnovne surovine, kar se posledično odraža tudi v nestabilni donosnosti, je uporaba različnih metod vrednotenja še toliko bolj zaželeno.

Pri oceni vrednosti obravnavanega podjetja sem uporabila tako statično kot dinamično metodo vrednotenja in tako izračunala vrednost, ki je določena v razponu med 13.7 milijoni EUR in 17 milijoni EUR, kar ocenjujem kot zadovoljiv podatek o okvirni vrednosti naložbe Delavske hranilnice d.d. oz. njene hčerinske družbe. Na dejansko oz. končno ceno podjetja sicer vplivajo še drugi dejavniki, kot so dobro ime podjetja, ocena vrednosti sinergij med podjetjema (prevzemnikom in tarčo) ter nastop asimetrije informacij v obdobju pred javno objavo ponudbe.

Pri pisanju magistrskega dela sem se srečala z določenimi omejitvami. Ker je analiza privlačnosti panoge razmeroma širok pojem, sem se določenih dejavnikov dotaknila zgolj površinsko. V okviru finančne analize, kot tudi vrednotenja podjetja se zavedam omejitev,

povezanih z dejstvom, da računovodski izkazi vrste postavk, ki so lahko sicer zelo pomembne za prihodnje poslovne rezultate, ne zajemajo. Med njih sodi ugled podjetja, znanje zaposlenih ter po drugi strani morebitne obveznosti, kot so na primer nerazrešene tožbe zoper podjetje. Pri vrednotenju podjetja je priporočljivo končnemu znesku prišteti še vrednost poslovno nepotrebnega premoženja podjetja, za katerega nisem imela natančnih podatkov in ga iz finančnih podatkov nisem mogla ovrednotiti. Pri metodi vrednotenja na podlagi tržnih primerjav je priporočljivo, da se v tovrstni oceni uporabijo transakcije znotraj časovno primerljivega obdobja in vsaj pet primerljivih družb, česar zaradi omejenega dostopa do informacij, nisem uspela zagotoviti.

Na vprašanje, kje si bodo Pomurske mlekarne d.d. uspele odrezati svoj tržni delež, se verjetno odgovor skriva na področju, kjer bodo lahko ponudili nekaj, kar konkurenca (še) ne ponuja oziroma ne ponuja na zelen način. Priložnost je vsekakor treba še naprej iskati na tujih trgih, na domačem pa se lahko podjetje usmerja h kupcem, ki prisegajo na hrano slovenskega porekla, v prihodnosti pa bi veljalo razmisliti tudi o širitvi ponudbe na biološke izdelke ali diverzifikaciji na področje brez mlečnih alternativnih napitkov.

Potrdim lahko temeljno tezo magistrskega dela, da je mlečna industrija v procesu intenzivnega prestrukturiranja zaradi lokalnih kot tudi globalnih konkurenčnih pritiskov. Po ukinitvi mlečnih kvot je prišlo do velikih mlečnih presežkov, ki so rezultirali v nižanju odkupnih cen mleka, dodaten pritisk predstavlja ruski embargo in vse močnejša konsolidacija mlečnega sektorja. Veliki igralci na trgu si tako preko ekonomij obsega zagotavljajo vse večjo konkurenčno prednost, velik pritisk na cene pa prihaja tudi iz smeri trgovcev, ki z nizkimi cenami prevzemajo cenovno občutljivejše kupce.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija Republike Slovenije za kmetijske trge in razvoj podeželja. (b.l.). *Tržno poročilo – mleko in mlečni izdelki za leto 2015*. Najdeno 25. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://www.arsktrp.gov.si/si/storitve_ukrepi/trzni_ukrepi/trzno_informacijski_sistem_trz_na_porocila/mleko_in_mlecni_izdelki/
2. *Annual Growth Rate Forecast 2016–2020*. Najdeno 16. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/forecast/gdp-annual-growth-rate>
3. Barač, Ž. A., & Muminović, S. (2013). The impact of capital investments on dairy processing industry features: evidence from Slovenia, Croatia and Serbia. *Mljekarstvo / Dairy*, 63(3), 140–149.
4. *Bisnode*. (b.l.). Najdeno 6. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.bisnode.si/>
5. Briscoe, R., & Ward, M. (2006). Is Small Both Beautiful and Competitive? A Case Study of Irish Dairy Cooperatives. *Journal Of Rural Cooperation*, 34(2), 113–134.
6. Canadian Dairy information Centre. (b.l.). *Top global dairy companies*. Najdeno 22. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://www.dairyinfo.gc.ca/index_e.php?s1=dff-fcil&s2=proc-trans&s3=glo20
7. Casini, L., Contini, C., Romano, C., & Scozzafava, G. (2015). Trends in food consumptions: What is happening to generation X?. *British Food Journal*, 117(2), 705–718.
8. Chaoqun, R., Yucheng, H., & Lisha, H. (2016). Influence of Strategy Selection of Dairy Enterprises on Performance. *Asian Agricultural Research*, 8(4), 44–49.
9. Clegg, S., Carter, C., Kornberger, M., & Schweitzer, J. (2011). *Strategy – theory & practice*. London: Sage Publications.
10. Couter, Y., Mahy, A., & d'Ath, F. (2016). The Use of the Reserved Names »Milk«, »Yogurt« and »Dairy« for Non-Dairy Products. *European Food & Feed Law Review*, 11(4), 328–332.
11. Česnik, T. (2015). Mleko – kravje ali rastlinsko? *GfK Orange*. Najdeno 15. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.gfkorange.si/2015/05/03/mleko-kravje-ali-rastlinsko/>
12. Damodaran Online. (b.l.). *Cost of Capital by Sector*. Najdeno 15. julija 2016 na spletnem naslovu http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm
13. De-Magistris, T., & Gracia, A. (2016). Consumers' willingness to pay for light, organic and PDO cheese. *British Food Journal*, 118(3), 560–571.
14. Deloitte. (2016a). Ocena EBITDA in napovedovanje denarnih tokov in uporaba vzvodov za izboljšanje poslovanja podjetij. Ljubljana: Združenje bank Slovenije.
15. Deloitte. (2016b). Delavnica: Analiza načrtov in denarnih tokov ter vrednotenje podjetij. Ljubljana: Združenje bank Slovenije.
16. *Dukat d.d./EBIT*. Najdeno 25. novembra na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/lurara:cz:ebit>

17. European Central Bank. (b.l.). *Euro area 10-year Government Benchmark bond yield – Yield*. Najdeno 15. julija 2016 na spletnem naslovu http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.M.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD
18. Fairfield, P. M. & Yohn, T. L. (2001). Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability. *Review Of Accounting Studies*, 6(4), 371–385.
19. Fishman, J. E., Pratt, S. P., & Morrison, W. J. (2007). *Standards of value: Theory and applications*. Hoboken, NJ: Wiley.
20. Food and Agriculture Organization of the United Nations. (b.l.). *How to Feed the World in 2050*. Najdeno 23. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://www.fao.org/fileadmin/templates/wsfs/docs/expert_paper/How_to_Feed_the_World_in_2050.pdf
21. Food and Agriculture Organization of the United Nations. (b.l.). *FAO Agricultural Outlook 2016-2025*. Najdeno 23. oktobra 2016 na spletnem naslovu <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5116021e.pdf?expires=1477223065&id=id&accname=guest&checksum=36FD29209220CACC538D22C68721468F>
22. Gardner, C. E. (2004). Do you understand EBITDA? *DVM: The Newsmagazine Of Veterinary Medicine*, 35(8), 2F.
23. Gorenjska borzoposredniška družba. (b.l.). *Dividende slovenskih podjetij* (posodobljeno). Najdeno 20. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.gbd.si/Novice.aspx?id=688>
24. Govedorejsko poslovno združenje. (b.l.). *Odkup mleka v sezoni 2015/2016*. Najdeno 2. maja 2016 na spletnem naslovu <http://gpz.si/odkup-mleka-v-sezoni-20152016>
25. Gyau, A., Spiller, A., & Wocken, C. (2011). Price or relational behaviours?. *British Food Journal*, 113(7), 838–852.
26. Helfert, E., A. (2001). *Financial Analysis: Tools and Techniques, A Guide For Managers*. Boston: McGraw-Hill Education.
27. Hendrickson, M., Heffernan, W. D., Howard, P. H., & Heffernan, J. B. (2001). Consolidation in food retailing and dairy. *British Food Journal*, 103(10), 715–728.
28. Horvat, M. (2008, 11. september). Krave kot ekološke bombe. *Mladina*. Najdeno 1. decembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.mladina.si/44713/krave-kot-ekoloske-bombe/>
29. Inštitut za raziskovanje in razvoj managementa. (2015). *Kritična ocena prostovoljnega finančnega prestrukturiranja družbe Pomurske mlekarne, d.d.* Maribor: Inštitut za raziskovanje in razvoj managementa.
30. Koletnik, F. (2010). *Koliko je vredno podjetje?* Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
31. Koller, T., Goedhart, M. H., Wessels, D., Copeland, T. E., & McKinsey and Company. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons.
32. Koncept Analytics Pvt. Ltd. (b.l.). *Global Milk & Dairy Products Market Report*. Najdeno 22. oktobra 2016 na spletnem naslovu

- <http://www.konceptanalytics.com/Researchreport/global-milk-dairy-products-market-report-2014-edition-135.aspx>
33. Kos, B. (2007, 12. februar). Michael Porter in analiza privlačnosti panoge z modelom petih solnic. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.blazkos.com/michael-porter-in-analiza-petih-silnic.php>
 34. Kosi, M. (2005). Vloga ocenjevalcev vrednosti podjetij pri ocenjevanju vrednosti za računovodsko poročanje. *Zbornik referatov 8. letne konference ocenjevalcev vrednosti* (str. 1-14). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
 35. Kowitt, B. (2016, 13. Julij). Danone CEO: Here's Why We're Buying WhiteWave. *Fortune*. Najdeno 28. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://fortune.com/2016/07/13/danone-whitewave-acquisition-2/>
 36. Krajnc, B. (2013, 22. maj). Dukat postal lastnik Ljubljanskih mlekar. *Mladina*. Najdeno 25. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.mladina.si/144294/dukat-postal-lastnik-ljubljanskih-mlekar/>
 37. Lahovnik, M. (2013). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
 38. Laro, D. & Pratt, S. P. (2005). *Business valuation and taxes: Procedure, law and perspective*. Hoboken, NJ: Wiley.
 39. Mäkinen, O. E., Wanhalinna, V., Zannini, E., & Arendt, E. K. (2016). Foods for Special Dietary Needs: Non-dairy Plant-based Milk Substitutes and Fermented Dairy-type Products. *Critical Reviews In Food Science & Nutrition*, 56(3), 339–349.
 40. Madau, F., A. , Furesi, R. & Pulina, P. (2016). The existence of buyer power in the Italian fresh milk supply chain. *British Food Journal*, 118 (1), 70–82.
 41. Magretta, J. (2011). *Understanding Michael Porter: The Essential Guide to Competition and Strategy*. Boston: Harvard Business Review Press.
 42. *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti*. Najdeno 13. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/sites/default/files/ocenjevalci/msov-2013.pdf>
 43. Milanov, T. (2016, 1. oktober). Pomurske mlekarne so bile pred letom dni tik pred propadom, danes pišejo novo zgodbo na globalnem trgu. *Večer*, str. 6.
 44. Milk Market Observatory. (2016a). *Dairy product*. Najdeno 16. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/agriculture/market-observatory/milk/pdf/dashboard-dairy_en.pdf
 45. Milk Market Observatory. (2016b). *MMO Economic Board*. Najdeno 22. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/agriculture/market-observatory/milk/pdf/mmo-economic-board-meeting-of-2016-09-06_en.pdf
 46. Milk Market Observatory. (2016c). *EU gross margin*. Najdeno 31. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/agriculture/market-observatory/milk/pdf/eu-prices-margins_en.pdf
 47. Ministrstvo za kmetijstvo, gozdarstvo in prehrano. (b.l.). *Mleko, mlečni proizvodi in mlečne kvote*. Najdeno 20. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://www.mkgp.gov.si/si/delovna_podrocja/kmetijstvo/kmetijski_trgi/mleko_mlecni_proizvodi_in_mlecne_kvote/

48. Ministrstvo za kmetijstvo, gozdarstvo in prehrano. (2016). *Predlog ukrepov Republike Slovenija za stabilizacijo kmetijskih trgov na ravni EU*. Ljubljana: MKGP.
49. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
50. Mramor, D. (1997). *Nekateri elementi analize vrednostnih papirjev podjetij*. Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
51. Mramor, D. (1999). Sodobna finančna analiza podjetja. *Zbornik referatov – 31. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 327–338). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
52. Muminović, S., & Aljinović B., Ž. (2015). Does productivity affect profitability in dairy processing industry? Evidence from Slovenia, Croatia and Serbia. *Mljekarstvo*. 65(4), 269–279.
53. Nayga, M. R., & Mtonga, P. (1994). A Structural Analysis of the New Zealand Dairy Industry. *Journal of Food Distribution Research*, 25(1), 69–74.
54. Organisation for Economic Cooperation and Development. (2008). *Monopsony and Buyer Power*. Najdeno 30. oktobra 2016 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/daf/competition/44445750.pdf>
55. Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2000). *Business analysis & valuation: Using financial statements: Text & cases*. Cincinnati, OH: South-Western College Pub.
56. Peterlin, J. (2003). *Finančna tveganja in vrednost podjetja*. Koper: Fakulteta za management Koper.
57. Peterlin, J. (2005). *Obvladovanje finančnih tveganj: vrednotenje, računovodenje in nadziranje uporabe izpeljanih finančnih instrumentov in varovalnih razmerij v praksi*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
58. Peterlin, J. & Glavina, P. (2007). *Rasti, biti finančno uspešen in hkrati zniževati dolgove*. Ljubljana: Finance.
59. Pomurske mlekarne d.d. (2015a). *Letno poročilo podjetja Pomurske mlekarne d.d. za leto 2015*. Murska Sobota: Pomurske mlekarne d.d.
60. Pomurske mlekarne d.d. (2015b). *Načrt finančnega prestrukturiranja družbe Pomurske mlekarne d.d.* Murska Sobota: Pomurske mlekarne d.d.
61. Pomurske mlekarne d.d. (b.l.). Poslanstvo, vizija in vrednote. Najdeno 27. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.pomurske-mlekarne.si/sl/o-podjetju/poslanstvo-vizija-in-vrednote/121/>
62. Porter, M. (1985). *Competitive advantage*. New York: The Free Press.
63. Porter, M. (1998). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors: with a new introduction* Michael E. Porter. New York: The Free Press.
64. Pučko, D. (2006). *Strateško upravljanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
65. Pučko, D. (2008). *Strateški management I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
66. Rees, B. (1994). *Financial Analysis*. Hertfordshire: Prentice Hall International.
67. Richards, T. J. (1996). Positioning Your Dairy Farm Business for a Profitable Future - A Western Canadian Perspective. Najdeno 24. oktobra 2016 na spletnem naslovu <http://www.wcds.ca/proc/1996/wcd96175.htm>

68. Shields, A., D. (2010, 27. april). Consolidation and Concentration in the U.S. Dairy Industry. Najdeno na spletnem naslovu 29. oktobra 2016
<http://nationalaglawcenter.org/wp-content/uploads/assets/crs/R41224.pdf>
69. Shooter, A. (2014, 29. julij). Non dairy milk has grown market. *Daily Mail*. Najdeno 2. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.dailymail.co.uk/femail/food/article-2709071/Forget-cows-getting-milk-oats-almonds-Non-dairy-market-grown-155-just-two-years.html>
70. Slovenska tiskovna agencija. (2007, 22. marec). *Lactalis kupil 91,5 odstotka Dukata*. Najdeno 25. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.sta.si/1144963/lactalis-kupil-91-5-odstotka-dukata>.
71. *Slovenia 10-Year Bond Yield*. Najdeno 20. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.investing.com/rates-bonds/slovenia-2-year-bond-yield>
72. Slovenska tiskovna agencija. (2016, 11. april). *Prisilna poravnava Pomurskih mlekarne je uspela*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.pomurske-mlekarne.si/sl/novice/prisilna-poravnava-pomurskih-mlekarne-je-uspela/199/>
73. Slovenski inštitut za revizijo. (b.l.). *Slovenski računovodski standardi (2016)*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/sites/default/files/standardi/srs-2016-www.pdf>
74. Statistični urad Republike Slovenije. (2016a). Mleko in mlečni izdelki, Slovenija. Najdeno 1. maja 2016 na spletnem naslovu:
<http://www.stat.si/StatWeb/Common/PrikaziDokument.ashx?IdDatoteke=8227>
75. Statistični urad Republike Slovenije. (2016b). V septembru 2016 odkupljenega za več kot 1 % več mleka kot v septembru 2015. Najdeno 22. oktobra 2016 na spletnem naslovu <http://beta.stat.si/StatWebResponsive/News/Index/6312>
76. *Statopis - Statistični pregled Slovenije 2015*. Najdeno 10. oktobra 2016 na spletnem naslovu http://www.stat.si/dokument/8732/statopis_2015.pdf
77. Stowe, J. D., McLeavey, D.W., Pinto, J. E., & Robinson, T., R. (2007). *Equity asset valuation*. Hoboken, N.J: John Wiley.
78. Stubelj, I. (2010). *Vrednotenje podjetij na podlagi pričakovanih dobičkov: empirična ocena modelov na primeru slovenskih delniških družb*. Koper: Fakulteta za management.
79. Šoštarič, M. (2015, 8. september). Usodnejši od kvot je ruski embargo. *Delo*. Najdeno 1. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/kmetijstvo/usodnejsi-od-kvot-je-ruski-embargo.html>
80. Špička J. (2013). The Competitive Environment in the Dairy Industry and its Impact on the Food Industry. *Agris on-line Papers in Economics and Informatics*, 5(2), 89–102.
81. Šubic., P. (2016, 24. marec). Mlekarne se po odpravi mlečnih kvot utapljajo v mleku, kako lahko izplavajo? *Agrobiznis*. Najdeno 1. maja 2016 na spletnem naslovu <http://agrobiznis.finance.si/8842990>
82. Šubic., P. (2016, 30. junij). Brexit pomeni manj kmetijskih subvencij. *Agrobiznis*. Najdeno 23. oktobra 2016 na spletnem naslovu <http://agrobiznis.finance.si/8846825>
83. Tálas, D., & Rózsa, A. (2015). Financial competitiveness analysis in the Hungarian dairy industry. *Competitiveness Review*, 25(4), 426–447.

84. Tekavčič, M. (b.l.). *Uvod v poslovanje – študijsko gradivo*. Najdeno 28. novembra 2016 na spletnem naslovu http://studentski.net/gradivo/ulj_ekf_up1_uvp_sno_koeficient_obracanja_obratnih_sreds_tev_01?r=1
85. Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2016). Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2016. Najdeno 15. oktobra 2016 na spletnem naslovu <http://www.umar.gov.si/napovedi/>
86. Van Den Bos, L. (2014, 17. oktober). Booming Acquisitions to Lead to Further Consolidation in Dairy Market. *Euromonitor*. Najdeno 30. oktobra 2016 na spletnem naslovu <http://blog.euromonitor.com/2014/10/booming-acquisitions-to-lead-to-further-consolidation-in-dairy-market.html>
87. Viher, I. (b.l.). Ocenjevanje vrednosti podjetja. Najdeno 28. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.abeceda-svetovanje.si/zaloznistvo-in-avtoriki-prispevki/avtorski-prispevki/media/ocenjevanje.vrednosti.podjetja.irena.viher.poslovodno.racunovodstvo.2-2010.pdf>
88. Volker, J. X., Phillips, M. D., & Anderson, S. J. (2010). Identification Of Industry Groups That Perform Well Against Derived Required Rate Of Return To Equity Benchmarks. *Culture & Religion Review Journal*, 2010(3), 139–146.
89. Watrous, M. (2016, 5. oktober). WhiteWave a step closer to Danone deal. *Foodbusinessnews*. Najdeno 28. novembra 2016 na spletnem naslovu http://www.foodbusinessnews.net/articles/news_home/Business_News/2016/10/White_Wave_a_step_closer_to_Dan.aspx?ID=%7B4CBF8AAB-A4A6-4385-BB8C-9313CFC49317%7D
90. Zakon o kmetijstvu. *Uradni list RS*, št. 45/08, 57/12, 90/12 – ZdZPVHVVR in 26/14.