

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKA NALOGA

**ANALIZA USPEŠNOSTI PRIVATIZACIJE V OBDOBJU 2013–2016 Z
VIDIKA FINANČNEGA POSLOVANJA DRUŽB**

Ljubljana, marec 2020

GREGOR GAVRANIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Gregor Gavranič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza uspešnosti privatizacije v obdobju 2013–2016 z vidika finančnega poslovanja družb, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Maksom Tajnikarjem,

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil 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 poskrbel, 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 pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil 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 _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

1	UVOD	1
1.1	Predstavitev področja in opredelitev problema	1
1.2	Namen in raziskovalno vprašanje	1
1.3	Predpostavke in omejitve raziskave	2
1.4	Metode magistrskega dela	3
2	PRIVATIZACIJE V SLOVENIJI V OBDOBJU 2013–2016	4
2.1	Opredelitev privatizacije	4
2.2	Zgodovina privatizacije v Sloveniji	5
2.3	Značilnost privatizacije v obdobju 2013–2016	7
2.4	Podjetja, ki jih je zajela privatizacija v obdobju 2013–2016	11
3	METODOLOGIJA FINANČNE ANALIZE PRIVATIZACIJE	13
3.1	Kazalniki finančne uspešnosti podjetij	14
3.1.1	Rast prihodkov od prodaje	15
3.1.2	Prihodki na zaposlenega	15
3.1.3	Delež stroškov v prodaji	15
3.1.4	EBITDA marža	16
3.1.5	EBIT marža	16
3.1.6	Neto marža	16
3.1.7	Donos na kapital	17
3.1.8	Donos na sredstva	17
3.1.9	Dolg na kapital	18
3.1.10	Dolg v primerjavi z EBITDA	18
3.1.11	Obratni kapital kot delež prodaje	18
3.1.12	Dnevi vezave denarja	19
3.1.13	Delež dolga v financiranju	19
3.1.14	Neto obrestna marža	20
3.1.15	Likvidnost glede na aktivo	20
3.1.16	Rast kreditov	21
3.1.17	Kreditni glede na depozite	21
3.2	Finančna modela uspešnosti podjetij	21

3.2.1	Altman Z-score model.....	21
3.2.2	Beneish M-score model.....	23
3.3	Posebnosti med časovnimi primerjavami finančnega poslovanja podjetij ...	25
4	ANALIZA PRIVATIZIRANIH PODJETIJ	26
4.1	Helios.....	26
4.1.1	Potek privatizacije	26
4.1.2	Finančna analiza	27
4.2	Fotona	33
4.2.1	Potek privatizacije	33
4.2.2	Finančna analiza	34
4.3	Letrika	40
4.3.1	Potek privatizacije	40
4.3.2	Finančna analiza	41
4.4	Aerodrom	46
4.4.1	Potek privatizacije	46
4.4.2	Finančna analiza	47
4.5	Žito	51
4.5.1	Potek privatizacije	51
4.5.2	Finančna analiza	52
4.6	Nova KBM.....	58
4.6.1	Potek privatizacije	58
4.6.2	Finančna analiza	59
4.7	Elan	63
4.7.1	Potek privatizacije	63
4.7.2	Finančna analiza	65
4.8	Adria Tehnika	70
4.8.1	Potek privatizacije	70
4.8.2	Finančna analiza	71
4.9	Adria Airways	76
4.9.1	Potek privatizacije	76
4.9.2	Finančna analiza	78
4.10	Cimos	83

4.10.1	Potek privatizacije	83
4.10.2	Finančna analiza	85
5	ANALIZA REZULTATOV	91
5.1	Razvrstitev kazalnikov in podjetij ter analiza finančne uspešnosti v opazovanem obdobju.....	91
	SKLEP	94
	LITERATURA IN VIRI	95
	PRILOGE.....	101

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Aritmetično povprečje kazalnikov podjetij za opazovano obdobje pred privatizacijo in po privatizaciji (1/2)	92
Tabela 2:	Aritmetično povprečje kazalnikov podjetij za opazovano obdobje pred privatizacijo in po privatizaciji (2/2)	92

KAZALO SLIK

Slika 1:	Rast prihodkov od prodaje	28
Slika 2:	Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	28
Slika 3:	Delež stroškov v prodaji.....	29
Slika 4:	EBITDA marža	28
Slika 5:	EBIT marža	30
Slika 6:	Neto marža	28
Slika 7:	Donos na kapital.....	30
Slika 8:	Donos na sredstva.....	28
Slika 9:	Dolg/kapital.....	31
Slika 10:	Dolg / EBITDA	30
Slika 11:	Obratni kapital kot % prodaje	32
Slika 12:	Dnevi vezave denarja	31
Slika 13:	Rast prihodkov od prodaje	35
Slika 14:	Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	34
Slika 15:	Delež stroškov v prodaji.....	36
Slika 16:	EBITDA marža	35
Slika 17:	EBIT marža	37
Slika 18:	Neto marža	36

Slika 19: Donos na kapital	37
Slika 20: Donos na sredstva	36
Slika 21: Dolg/kapital.....	38
Slika 22: Dolg / EBITDA.....	37
Slika 23: Obratni kapital kot % prodaje	39
Slika 24: Dnevi vezave denarja	38
Slika 25: Rast prihodkov od prodaje	41
Slika 26: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	40
Slika 27: Delež stroškov v prodaji	42
Slika 28: EBITDA marža	41
Slika 29: EBIT marža	43
Slika 29: Neto marža	42
Slika 31: Donos na kapital	44
Slika 32: Donos na sredstva	43
Slika 33: Dolg/kapital.....	44
Slika 34: Dolg / EBITDA.....	43
Slika 35: Obratni kapital kot % prodaje	45
Slika 36: Dnevi vezave denarja	44
Slika 37: Rast prihodkov od prodaje	48
Slika 38: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	47
Slika 39: Delež stroškov v prodaji	48
Slika 40: EBITDA marža	47
Slika 41: EBIT marža	49
Slika 42: Neto marža	48
Slika 43: Donos na kapital	50
Slika 44: Donos na sredstva	49
Slika 45: Obratni kapital kot % prodaje	50
Slika 46: Dnevi vezave denarja	49
Slika 47: Rast prihodkov od prodaje	53
Slika 48: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	52
Slika 49: Delež stroškov v prodaji	54
Slika 50: EBITDA marža	53
Slika 51: EBIT marža	55
Slika 52: Neto marža	54
Slika 53: Donos na kapital	55
Slika 54: Donos na sredstva	54
Slika 55: Dolg/kapital.....	56
Slika 56: Dolg / EBITDA.....	55
Slika 57: Obratni kapital kot % prodaje	57
Slika 58: Dnevi vezave denarja	56
Slika 59: Rast prihodkov od prodaje	60
Slika 60: Neto marža	59

Slika 61: Donos na kapital.....	60
Slika 62: Donos na sredstva.....	59
Slika 63: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	61
Slika 64: Delež dolga v financiranju	60
Slika 65: Neto obrestna marža.....	62
Slika 66: Likvidnost glede na aktivo	61
Slika 67: Rast kreditov	62
Slika 68: Krediti glede na depozite.....	61
Slika 69: Rast prihodkov od prodaje	66
Slika 70: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	65
Slika 71: Delež stroškov v prodaji.....	66
Slika 72: EBITDA marža	65
Slika 73: EBIT marža	67
Slika 74: Neto marža	66
Slika 75: Donos na kapital.....	68
Slika 76: Donos na sredstva.....	67
Slika 77: Dolg/kapital.....	68
Slika 78: Dolg / EBITDA	67
Slika 79: Obratni kapital kot % prodaje	69
Slika 80: Dnevi vezave denarja	68
Slika 81: Rast prihodkov od prodaje	72
Slika 82: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	71
Slika 83: Delež stroškov v prodaji.....	73
Slika 84: EBITDA marža	72
Slika 85: EBIT marža	73
Slika 86 Neto marža	72
Slika 87: Donos na kapital.....	74
Slika 88: Donos na sredstva.....	73
Slika 89: Dolg/kapital.....	75
Slika 90: Dolg / EBITDA	74
Slika 91: Obratni kapital kot % prodaje	75
Slika 92: Dnevi vezave denarja	74
Slika 93: Rast prihodkov od prodaje	78
Slika 94: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	77
Slika 95: Delež stroškov v prodaji.....	79
Slika 96: EBITDA marža	78
Slika 97: EBIT marža	80
Slika 98: Neto marža	79
Slika 99: Donos na kapital.....	80
Slika 100: Donos na sredstva	79
Slika 101: Dolg/kapital.....	81
Slika 102: Dolg / EBITDA	80

Slika 103: Obratni kapital kot % prodaje	82
Slika 104: Dnevi vezave denarja	81
Slika 105: Rast prihodkov od prodaje	85
Slika 105: Rast prihodkov od prodaj	86
Slika 106: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)	85
Slika 107: Delež stroškov v prodaji	87
Slika 108: EBITDA marža	86
Slika 109: EBIT marža	88
Slika 110: Neto marža	87
Slika 111: Donos na kapital	88
Slika 112: Donos na sredstva	87
Slika 113: Dolg/kapital.....	89
Slika 114: Dolg / EBITDA.....	88
Slika 115: Obratni kapital kot % prodaje	90
Slika 116: Dnevi vezave denarja	89

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Opis podjetja Helios	1
Priloga 2: Opis podjetja Fotona.....	3
Priloga 3: Opis podjetja Letrika	5
Priloga 4: Opis podjetja Aerodrom	7
Priloga 5: Opis podjetja Žito	9
Priloga 6: Opis podjetja Nova KBM	11
Priloga 7: Opis podjetja Elan	13
Priloga 8: Opis podjetja Adria Tehnika.....	15
Priloga 9: Opis podjetja Adria Airways	17
Priloga 10: Opis podjetja Cimos	20
Priloga 11: Altman Z-score rezultati	22
Priloga 12: Beneish M-score	24

SEZNAM KRATIC

ang. – angleško

EU – (ang. European Union); Evropska unija

SDH – Slovenski državni holding

DUTB – Družba za upravljanje terjatev bank

ZLPP – Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij

ARLPP – Agencija Republike Slovenije za revidiranje lastninskega preoblikovanja podjetij

SRD – Slovenska razvojna družba

UMAR – Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj

BDP – Bruto domači proizvod

OdPDFSP0405 – Odlok o programu prodaje državnega finančnega in stvarnega premoženja za leti 2004 in 2005

KAD – Kapitalska družba, d. d.

SOD – Slovenska odškodninska družba

D.S.U. – Družba za svetovanje in upravljanje, d. o. o.

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev

AUKN – Agencija za upravljanje kapitalskih naložb

OECD – (ang. Organisation for Economic Co-operation and Development); Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj

DRI – Upravljanje investicij, Družba za razvoj infrastrukture, d. o. o.

DARS – Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji

HSE – Holding Slovenske elektrarne

SODO – Sistemski operater distribucijskega omrežja z električno energijo, d. o. o.

ZSDH-1 – Zakon o Slovenskem državnem holdingu

OdSUKND – Odlok o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države

PDP – Posebna družba za podjetniško svetovanje, d. d.

RS – Republika Slovenija

GJS – Gospodarska javna služba

ZDen – Zakon o denacionalizaciji

ZLPPC – Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij

EBITDA – (ang. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization); Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

EBIT – (ang. Earnings before interest and taxes); Dobiček iz poslovanja oziroma dobiček pred obrestmi in davki

ROE – (ang. Return on equity); Donos na kapital

ROA – (ang. Return on assets); Donos na sredstva

ZDA – Združene države Amerike

FRED – Federal Reserve Economic Data

LCR – (ang. Liquidity coverage ratio); Količnik likvidnostnega kritja

NSFR – (ang. Net stable funding ratio); Količnik neto stabilnih virov financiranja

ECB – (ang. European Central Bank); Evropska centralna banka

LDR – (ang. Loan to deposit ratio); Krediti glede na depozite

8M – (ang. Eight factor model); Osem faktorski Beneish M-model

DSRI – (ang. Days Sales in Receivables Index); Indeks obračanja in dnevi vezave terjatev

GMI – (ang. Gross Margin Index); Indeks bruto marže

AQI – (ang. Asset Quality Index); Indeks kakovosti sredstev

SGI – (ang. Sales Growth Index); Indeks rasti prodaje

DEPI – (ang. Depreciation Index); Indeks depreciacije

SGAI – (ang. Sales, General and Administrative Expenses Index); Indeks prodajnih, splošnih in administrativnih stroškov

LVGI – (ang. Leverage Index); Indeks vzvoda

TATA – (ang. Total Accruals to Total Assets); Celotna vrednost časovnih razmejitev do vrednosti celotnih sredstev

LJSE – (ang. Ljubljana stock exchange); Ljubljanska borza, d. d

Helios – Podjetje Helios TBLUS, d. o. o

Fotona – Podjetje Fotona, d. o. o.

Letrika – Podjetje Letrika, d. d., danes imenovano MAHLE Electric Drives Slovenija, d. o. o.

Aerodrom – Podjetje Aerodrom Ljubljana, d. d., danes imenovan Fraport Slovenija, d. o. o.

Žito – Podjetje Žito, d. d.

NKBM – Nova KBM, d. d., dolgo ime Nova Kreditna Banka Maribor, d. d.

LB – Ljubljanska Banka

Elan – Podjetje Elan, d. o. o

Tehnika – Podjetje Adria Tehnika, d. o. o.

Airways – Podjetje Adria Airways, d. o. o.

Cimos – Podjetje Cimos, d. d.

AAT – Adria Airways Tehnika, d. o. o.

AT – Adria Tehnika, d. o. o.

IATA – Mednarodno združenje za zračni transport

1 UVOD

1.1 Predstavitev področja in opredelitev problema

V zadnjih desetih letih se je v Sloveniji privatiziralo kar nekaj podjetij. Privatizacija predstavlja proces prehoda lastninske pravice iz državne v zasebni (privatni) sektor. Če lastninsko pravico na anonimnem družbenem kapitalu vzpostavijo zasebni subjekti, je to privatizacija družbene lastnine. Ko pa lastninska pravica države preide na zasebne subjekte, je to privatizacija državne lastnine. Razlogi za privatizacijo so politične in/ali ekonomske narave (Štiblar, 2010).

Gibanje ekonomije je ciklično, prav tako pa je ciklično tudi gibanje prevzemnih aktivnosti. Ko pa govorimo o privatizaciji, so prevzemi pogosto vezani na gospodarsko situacijo v svetu in v določeni državi. V Sloveniji se je prvi val privatizacije zgodil v letih po osamosvojitvi, v obdobju po evrski krizi pa lahko govorimo o novem valu privatizacije, ki se je začel v letu 2013 in še traja (Dolenc, 2006). Leta 2013 je bilo za privatizacijo predvidenih petnajst podjetij (SDH, 2019). Nekatera podjetja so bila kasneje prodana, druga pa spoznana kot strateško pomembna za Slovenijo. Večina podjetij je bila prodanih preko Slovenskega državnega holdinga (SDH, 2019).

Privatizacija je na splošno zelo širok pojem in predstavlja enega od pomembnejših strateških ciljev. V večini držav, še posebej pa v državah z visokim deležem podjetij v državni lasti, med katere uvrščamo tudi Slovenijo, se po navadi izvaja preko posebnih, neodvisnih družb. Vlada RS kot nosilka izvršilne veje oblasti ima vso moč glede odločanja o smernicah upravljanja z državnim premoženjem, a je obvezana izbrati način, kako bo dosegla najboljše ekonomske učinke, ki bodo pozitivno vplivali na državni proračun in življenje državljanov. Poraja pa se vprašanje, ali bo to dosegla s privatizacijo ali pa s smotrnim in vzornim vodenjem podjetij v državni lasti.

Vendar se v delu ne bom ukvarjal s kupnino, ki je bila plačana za prevzeto podjetje, ampak se bom osredotočil le na finančne indikatorje, njihov širši nabor, ki mi bo s pomočjo dveh modelov ponudil odgovor, ali je finančno stanje podjetij po prevzemu boljše ali pa slabše kot je bilo pred tem, ko je bilo podjetje v večinski državni lasti.

1.2 Namen in raziskovalno vprašanje

Cilj magistrskega dela je s pomočjo finančnih kazalnikov ugotoviti, ali je bila privatizacija od leta 2013 do 2016 v Sloveniji s finančnega vidika uspešna za privatizirana podjetja. Ta cilj bom dosegel s finančno analizo podjetij, ki bo temeljila na finančnih kazalnikih poslovanja podjetij za enako obdobje pred privatizacijo in po njej. V pomoč bom uporabil tudi nekatere že obstoječe finančne modele. Ugotavljal bom, ali so se finančni kazalniki po privatizaciji izboljšali ali pa ne. V magistrskem delu želim odgovoriti na naslednje

raziskovalno vprašanje: Ali se je finančna situacija privatiziranih podjetij v obdobju 2013–2016 po privatizaciji izboljšala v primerjavi s pred privatizacijo.

V slovenski javnosti si še vedno niso enotni glede privatizacije podjetij. Ob pregledu zaključnih del in raziskav nisem zasledil nobenega konkretnega dela, ki bi obravnavalo problem privatizacije in podalo kvantificiran odgovor na vprašanje o smotrnosti privatizacije. Predvidevam, da obstajajo primeri, kjer so se po privatizaciji finančni kazalniki izboljšali, in tudi primeri, kjer so se poslabšali. Menim, da se rezultati uspešne privatizacije odražajo tudi v finančnem poslovanju privatiziranega podjetja v letih po prevzemu. Analiza finančnih kazalnikov zahteva še posebno pozornost, saj se teh ne sme vrednostno enačiti. Nekateri kazalniki so namreč pomembnejši od drugih. S pomočjo finančnega modela, v katerem bodo zbrani vsi kazalniki podjetij, bom odgovoril na raziskovalna vprašanja in dosegel cilj magistrskega dela. V delu ne bom analiziral dejavnikov, ki so vplivali na nastanek tega preloma. Tako tudi ne bom primerjal finančnih kazalnikov v izbranih podjetjih z drugimi podjetji v dejavnosti in gospodarstvu na sploh. Zato tudi ne bom pojasnjeval, ali je prelom v vrednosti finančnih kazalnikov nastal zaradi privatizacije, ali pa je posledica drugih dejavnikov znotraj in zunaj privatiziranih podjetij. Bom pa pojasnil, na kakšne spremembe v finančnem poslovanju kažejo morebitne spremembe vrednosti finančnih kazalnikov v privatiziranih podjetjih.

1.3 Predpostavke in omejitve raziskave

V magistrskem delu predpostavljam, da je primerjalna analiza finančnih kazalnikov poslovanja podjetij dober pokazatelj uspešnosti prevzema podjetij in privatizacije. Ugodnejši finančni kazalniki v obdobju po prevzemu podjetja glede na čas pred prevzemom naj bi bili pokazatelj uspešnejšega poslovanja podjetja.

Pri analizi sem se omejil le na določena podjetja, privatizirana v letih od 2013 do 2016. To je deset podjetij, prodanih s strani SDH, v katerih je bila država lastnik neposredno oziroma preko državnih podjetij. S finančnega vidika bom analiziral enako obdobje pred prevzemom in po njem, pri čemer bom upošteval tri leta pred privatizacijo in tri leta po njej. Pri enem podjetju, ki je bilo privatizirano v oktobru leta 2016, pa bom zaradi dostopnosti podatkov analizirano obdobje skrajšal za leto.

Čeprav v nalogi domnevam, da je primerjalna analiza finančnih kazalnikov poslovanja podjetij dober pokazatelj uspešnosti prevzema podjetij in privatizacije, se zavedam, da s tako analizo ne odkrivamo vzrokov za večjo ali manjšo finančno uspešnost privatizacije v posameznih podjetjih. Spremembe v finančnih kazalnikih resda kažejo tudi spremembe v finančnem poslovanju, ki so nastale z vstopom novih lastnikov in morebitnimi menjavami managerskega kadra, a so hkrati posledica razmer in sprememb, ki so v času, ki ga zajema ta analiza, nastale v konkurenci znotraj sektorjev, kjer so delovala analizirana podjetja, in v makroekonomskih pogojih gospodarjenja.

1.4 Metode magistrskega dela

V magistrskem delu bo obravnavana tematika zadnje privatizacije v Sloveniji, od prvega privatiziranega podjetja preko SDH leta 2013 do zadnjega privatiziranega leta 2016. Delo se bo nanašalo na točno določen privatizacijski cikel, ki je bil sprožen s strani tedanje vlade kot posledica pritiskov Evropske unije. O tej vrsti privatizacije še ne obstaja veliko finančnih raziskav. Analiza vsakega podjetja se bo začela z opisom družbe, potekom privatizacije, primerjalno analizo in sklepom. V sklepu bom podal zaključke, kateri bodo temeljili na finančnih podatkih.

Moja metodologija bo temeljila na Meggison, Nash in van Randenborgh (1994) metodologiji (v nadaljevanju MNR). Njihov pristop primerja triletne povprečne finančne in operativne kazalnike pred in po privatizaciji. Ta metodologija je začetnica raziskav na področju privatizacije in primerjave rezultatov pred in po privatizaciji. Po letu 1994 je bilo izvedenih še nekaj odmevnih raziskav, ki merijo uspešnost finančnih in operativnih kazalnikov po tem, ko je podjetje privatizirano. Macquieira in Zurita (1996) se osredotočata le na državo Čile, kjer primerjata podjetja, privatizirana med leti 1984 in 1989. Boubakri in Cosset (1998) raziskavo razširita z binomskim modelom, ki upošteva mediano, večji vzorec podjetij, večji vzorec trgov in večji vzorec industrij. La Porta in López-de-Sialnes (1999) pa analizirata privatizacijski program v Mehiki. Gre za pomembno raziskavo, saj se ne osredotoča zgolj na določeno državo, temveč upošteva tudi povprečne kazalnike ostalih podjetij v industriji. Dewenter in Malatesta (2001) v svoji raziskavi dodata časovno komponento, kjer upoštevata kratkoročne, srednjeročne in dolgoročne variable (1–10 let). Število opazovanih podjetij še povečata in poleg finančnih in računovodskih kazalnikov podjetja upoštevata tudi donose na delnico v opazovanem obdobju. Boubakri in Cosset (2002) raziskavo osredotočata na trge v razvoju. Otchere (2005) raziskavo osredotoča le na finančne inštitucije, banke.

V magistrskem delu bom uporabil kvalitativne in kvantitativne metode. Glavna metoda je primerjalna analiza finančnih kazalnikov podjetij. Za primerjavo bodo uporabljeni prihodkovni kazalniki, kazalniki dobičkonosnosti, kazalniki stroškovne učinkovitosti, likvidnostni in solventnostni kazalniki. Dodatno bodo za vsako podjetje uporabljeni modeli, kot Altman Z-score model in Beneish M-score model. S temi testi bomo dodatno ugotavljali položaj podjetja pred in po privatizaciji glede na finančno moč podjetja, možnost manipulacije izkazov in verjetnost stečaja podjetja. Pri analiziranju edine banke v delu, Nove KBM, bom dodatno uporabil kazalnike, ki so bolj specifični za bančno industrijo.

Deskriptivna metoda bo uporabljena pri opisu družb. Deskriptivni del bo zajemal tudi predstavitev področja, kjer si bom pomagal s prikazom strokovne literature. Pri pregledu družb bodo uporabljeni tudi analiza, interpretacija in pridobivanje podatkov iz baz.

2 PRIVATIZACIJE V SLOVENIJI V OBDOBJU 2013–2016

2.1 Opredelitev privatizacije

Proces privatizacije si predstavljamo kot preoblikovanja družbene oziroma državne lastnine v privatno. Ena od prvih definicij privatizacije pravi, da privatizacija obsega prodajo državnega kapitala v državnih podjetjih ali drugih podjetjih s privatnim investitorjem, kjer država izgubi večinsko ali pa manjšinsko kontrolo v njih (Bannock, 1985). V socialističnem sistemu gre v Sloveniji za lastninjenje in ne privatizacijo (Tajnikar, 2019). Ena od bolj uveljavljenih opredelitev v Sloveniji je, da je privatizacija vsakršen prenos bogastva od države ali državnega sektorja v privatni sektor (Mencinger, 2006). To si razlagamo, kot da vsebina privatizacije ne bi pomenila le premik proti privatni ali stran od državne lastnine, ampak tudi premik stran od državne regulacije, katera omejuje pravice posameznika pri uporabi sredstev. Mencinger še dodaja, da je poglobljena pridobitev uspešnega trženjskega gospodarstva to, da omogoča posamezniku varčevanje in svobodno porazdelitev prihrankov. Privatna lastnina zagotavlja varčevanje, investiranje, inovacije, nove produkte, racionalno uporabo sredstev in sprejemanje tveganj za svoje odločitve (Mencinger, 2006). Motivacijo lahko razdelimo v pet motivov: ideološki, ekonomski, menedžerski, politični in finančni (Wright, Robbie, Thompson & Starkey, 1994). Glavno vodilo privatizacijskih motivov pomeni odstranitev vplivov države kot lastnika v podjetjih. V veliko primerih se s tem dejanjem obudi želja in pričakovanje po vstopu tujih investitorjev v državo ter postopku internacionalizacije podjetij. Konkurenca je seveda zdrava in dobrodošla stvar v odprtem gospodarstvu. Tako privatizacijo spremlja tudi proces liberalizacije in institucionalizacije, vendar pa prav institucionalne reforme država uvede šele čez nekaj časa, ko je privatizacija že v teku (Transition Report, 2000). Transition report navaja tudi, da so za uspešno privatizacijo ključni enostavni procesi, kot so javne ponudbe in nezapleteni privatizacijski programi.

Za podjetja je ključna prodaja strateškim investitorjem, katerih prednosti so sledeče: pridobitev sodobne tehnologije in know-howa, modernizacija procesov in razvijanje novih proizvodov, dolgoročna partnerstva strateškega investitorja v državi, možnost pridobivanja tujega kapitala in tujih trgov, posodobitev posloводства in ureditev glavnih funkcij podjetja. Dodatno prednost predstavlja tudi prevzem večinskega lastništva v podjetju s strani strateškega investitorja, kar pa povzroči uspešnejše in olajšano vodenje podjetja, saj privatizacija s pomočjo certifikatov prinese veliko število lastnikov. To otežuje sprejemanje ključnih strateških odločitev v podjetju (Transition Report, 2000).

Že Yeaple in Moskowitz (1995) sta leta 1995 teoretično in empirično dokazala, da so državna podjetja v povprečju manj učinkovita od privatnih. Pred pričetkom privatizacije je priporočljivo izvesti priprave, ki obsegajo ustrezno prestrukturiranje državnih podjetij, kar naj bi spodbudilo zanimanje potencialnih strateških kupcev in povečalo prodajno ceno podjetju. Manjšo učinkovitost lahko s teoretičnega stališča razložimo z vidika razpršenosti

in strukture lastništva, x-neučinkovitosti in teorije javne izbire. Učinki privatizacije pa se kažejo predvsem v makroekonomski sliki države, fiskalnih učinkih in vplivih na kapitalni trg, na katere naj bi privatizacija vplivala pozitivno (Dolenc, 2006). John C. Coffee (1999) opozarja, da so pomembni tudi lastniški deleži pred in po privatizaciji. Za trenutek predpostavimo, da novo privatizirana podjetja s koncentriranim lastništvom sprva presegajo primerljiva podjetja z razpršenim lastništvom – ali to potem pomeni, da bo gospodarstvo, za katero je značilno koncentrirano lastništvo, učinkovitejše od gospodarstva, za katerega je značilno razpršeno lastništvo, vsaj v primeru prehodnih gospodarstev, tranzicije? Težava vsakega takega zaključka je, da se lahko koristi koncentriranega lastništva izkažejo za kratkotrajne, medtem ko se stroški povrnejo, vendar z zamudo, kot je bilo v primeru Češke, opisanem v nadaljevanju. To nakazuje, da je privatizacija kompleksen proces s širokim vplivom.

2.2 Zgodovina privatizacije v Sloveniji

O privatizaciji v Sloveniji lahko začnemo govoriti po letu 1990, ko vstopimo v obdobje gospodarske tranzicije v Sloveniji. Tranzicija predstavlja pojem dejanja, procesa ali stopnjo v spreminjanju enega stanja, oblike dejavnosti v drugo/prehodno stanje (Transition report, 2000).

V letu 1990 je tedanji gospodarski minister Jože Mencinger želel bolj učinkovitejše gospodarstvo in je tako junija skupščini predložil prvi predlog privatizacijskega modela. Po začetnem nesoglasju s takratno oblastjo (Demosom) je bil oktobra sprejet osnutek zakona o privatizaciji podjetij. Ta osnutek se je imenoval »Mencingerjev model delavskega oziroma menedžerskega odkupa« (Mencinger, 2006). Ob predstavitvi zakona je veljalo, da se poddržavljenju ne bo mogoče povsem izogniti, saj v zasebni lasti ni dovolj denarja. S tem se niso strinjali v Demosu, zato so v letu 1991 vključili v pripravo privatizacijske zakonodaje znanega ekonomista, Sachs (1994).

Družbeni kapital, ki je osnova za preoblikovanje podjetij po Zakonu o spremembah in dopolnitvah zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij, se ugotovi z otvoritveno bilanco po metodologiji, ki jo predpiše na predlog Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo Vlada Republike Slovenije, Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP) Ur. l. RS št. 0100-109/92. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPPC) odl. US, 1/96 z dopolnitvami in spremembami je po letu 1992 predstavljal krovni zakon za privatizacijo podjetij. V začetni fazi je imel velik pomen ob Agenciji Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo tudi Sklad Republike Slovenije za razvoj. Ravno slednji je prestrukturiral podjetja in postal tudi lastnik podjetij. Imel je vlogo nekakšnega posrednika in upravljalca. Podjetja so lahko do konca leta 1994 avtonomno pripravljala programe, v katerih je bil opisan potek lastninjenja. Takšni programi so bili posredovani v odobritev vladi oziroma njeni Agenciji za prestrukturiranje in privatizacijo.

Do leta 1998 je prejelo soglasje iz programa 1436 podjetij. Kar 114 podjetij pa je bilo prenesenih na Sklad za razvoj, ki se je kasneje preimenoval v Slovensko razvojno družbo (SRD), 57 podjetij pa je bilo likvidiranih (ARLPP, 2004). Večina podjetij je imela proste roke pri izbiri načinov privatizacije, v kolikor so dosegli 40 % prenosa kapitala na tuje oziroma institucionalne lastnike. Vsako podjetje je bilo dolžno predložiti program privatizacije Agenciji za privatizacijo, v katerem je bila opisana metoda lastninskega preoblikovanja, načrt in potek finančnega ter organizacijskega prestrukturiranja. Program je bil tudi javno objavljen ob tem, da so bili zaposleni in upniki obveščeni o celotnem postopku. Do leta 1999 je bilo 1381 podjetij dokončno vpisanih v register gospodarskih družb, 141 podjetij pa prenesenih na SRD (Lorenčič, 2009). Opazimo lahko, kako dolgotrajen je bil postopek, saj je tranzicija odpirala številna vprašanja. Agencija za revidiranje lastninskega preoblikovanja Republike Slovenije je opravila revizijske postopke za obdobje privatizacije med leti 1993 in 2004 ter ugotovila, da je po 48. a členu ZLPP prišlo do oškodovanja družbene lastnine. Do oškodovanja lastnine pa je prišlo tudi med leti 1990 in 1992, ko privatizacija ni bila urejena s sprejetim zakonom (ZLPP).

Vlada RS je imela veliko težav pri sprejemanju zakona o privatizaciji. Prvotno je bila predlagana metoda Aleksandra Bajta in Ivana Ribnikarja, ki nista dobila možnosti resne politične diskusije (Lorenčič, 2008). Med predlogi različnih gospodarsko-političnih konceptov je na koncu prevladal vmesni model med Mencingerjevim in Sachsovim (Mencinger, 2006) (Sachs, 1994). Sprejeti zakon (ZLPPC), je predvidel sedem metod, kako naj bi se podjetja lastninsko preoblikovala, hkrati pa je, kot je bilo že omenjeno, združeval elemente dveh različnih pristopov. Decentraliziran pristop, po katerem je večina pobud in odločitev prihajala iz podjetij, ter t.i. množična privatizacija dela delnic podjetij, tako da se jih je razdelilo državljanom v zameno za certifikate (Lorenčič, 2008).

Obdobje po letu 2005 velja za čas menedžerskih prevzemov podjetij, kjer so se konsolidirala podjetja iz vseh vrst industrij. Leta 2010 je bila ustanovljena AUKN, predhodnica SDH. Ustanovljena je bila z Zakonom o upravljanju kapitalskih naložb Republike Slovenije (AUKN, 2012) (SDH, 2015). Agencija je bila odgovorna za samostojno, neodvisno in strokovno vodenje postopkov upravljanja kapitalskih naložb Republike Slovenije. Nastanek AUKN je bil povezan z vstopom Slovenije v OECD. Prav slednji naj bi zahtevali, da mora država lastniške deleže v gospodarstvu upravljati centralizirano, pregledno in predvsem politično neodvisno od izvršilne veje oblasti, političnih strank in interesnih skupin. V ta namen je AUKN predstavila strategijo upravljanja kapitalskih naložb države za obdobje od 2011 do 2015. AUKN je vladi predlagala prodajo določenih državnih naložb. Na seznamu se je znašlo kar nekaj velikih podjetij. »Slovenija je pred odločitvijo, da bo morala prodati kakšno od večjih družb, da bo lahko sanirala dolg KAD-a in SOD-a, ali pa te obveznosti prevzeti v proračun, ampak to je določitev vlade« (AUKN, 2012). Privatizacija po letu 2011 je bila koncept OECD in EU, kako zmanjšati državne deleže v gospodarstvu, saj je delež državne lastnine nad povprečjem OECD (OECD, 2018).

Vlada je v tistem obdobju definirala kaj in kakšnega pomena so podjetja. Strateškega pomena je več podjetij s področja prometne, transportne in logistične infrastrukture: Slovenske železnice – med osnovne strateške dejavnosti sodijo potniški in tovorni promet, infrastruktura, gradbeništvo ter vleka in tehnika, zato se za vse te družbe ohranja več kot 50-odstotni delež. Ta podjetja so DRI, DARS, Luka Koper in Kontrola zračnega prometa. Med strateške naložbe se tako uvršča večina energetskega podjetij: Elektro Celje, Elektro Gorenjska, Elektro Ljubljana, Elektro Maribor, Elektro Primorska, Eles, HSE, GEN energija, Borzen in SODO. Med strateške naložbe je vlada uvrstila še Pošto Slovenije, KAD, Modro zavarovalnico, SID banko in Talum, prav tako pa tudi Zavarovalnico Triglav. Za prodajo so bili predvideni tudi deleži v Petrolu, NLB, SIJ, Nafti Lendava itd. Zgodba o AUKN pa se konča leta 2012, ko se z Zakonom o državnem holdingu (ZSDH) Ur. l. RS, št. 105/12, preneha delovanje AUKN-ja. Pooblastila se prenesejo v imenu in za račun Republike Slovenije v skladu s tem zakonom, izvršuje pa jih uprava SOD-a. SOD z dnem uveljavitve tega zakona prevzame zaposlene, ki so do uveljavitve tega zakona na AUKN opravljali naloge po zakonu, ki ureja upravljanje kapitalskih naložb Republike Slovenije. AUKN v svojem obstoju ni uspel privatizirati nobenega podjetja (AUKN, 2012).

2.3 Značilnost privatizacije v obdobju 2013–2016

Preden začnemo govoriti o privatizacijah v obdobju 2013–2016, moramo poznati tudi določene državne družbe, ki so upravljale in sodelovale pri premoženju ter prodaji le-tega. Ob že pred omenjenemu KAD-u in SOD-u je veliko vlogo imela tudi Posebna družba za podjetniško svetovanje (v nadaljevanju PDP). V letu 2009 Družba za svetovanje in upravljanje (v nadaljevanju D.S.U.) ustanovi PDP, a jo mesec dni kasneje prevzame KAD z namenom svetovanja pri prodaji premoženja. Konec leta 2009 s soglasjem KAD-a, SOD-a in D.S.U.-ja sprejmejo sklepe za prenos deležev določenih podjetij, ki so namenjeni prodaji. Osnovna naloga PDP-ja je sicer upravljanje naložb, ki zahtevajo več kot le portfeljsko upravljanje. Tako v decembru 2019 na PDP-ju pristanejo deleži družb Adria Airways, Aero, Elan, Elektrooptika, Fotona, Novoles, Paloma, Rimske terme, Unior in Vegrad. Te družbe zahtevajo bolj aktivno, t.i. portfeljsko upravljanje, ter so se hkrati v skladu s svojim različnim poslanstvom in namenom poslovanja mnogokrat obnašale različno in neusklajeno. Dne 1. 7. 2015 je bila PDP dokončno pripojena SDH-ju. Do svoje pripojitve je PDP skupaj z ostalimi družbami uspešno prodajal naložbe, vendar pa je kar nekaj od teh naložb tudi propadlo (PDP, 2010) (Gvin, 2019).

Družba D.S.U., katere upravljavska upravičenja ima edina ustanoviteljica in družbenica SDH na podlagi popravljenega Zakona o Slovenskem državnem holdingu (ZSDH-1) Ur. l. RS, št. 25/14. Čeprav primarni namen in poslanstvo D.S.U.-ja temelji na naložbah v nepremičnine in upravljanju nepremičninskega premoženja tako za potrebe javne uprave v najširšem pomenu kot za zasebni trg, je bila družba močno vpletena tudi v proces privatizacije. Že pred časom svetovne gospodarske krize je bil D.S.U. vpleten v lastništvo

številnih slovenskih podjetij, med drugim tudi v Cimosu. V letu 2014 je SDH kupila večino naložb D.S.U.-ja (D.S.U., 2019).

Po prestrukturiranju AUKN-ja v SDH leta 2012 so se zgodile spremembe tudi na vladnem področju (ZSDH). Leta 2013 se je pod vlado Alenke Bratušek dokončno sestavil seznam petnajstih podjetij, ki naj bi jih SDH prodal, glede na deseti, enajsti, enajsti ter dvanajsti odstavek 38. člena (ZSDH). Poslanci so na 39. izredni seji 21. junija 2013 s 46 glasovi za in 20 glasovi proti potrdili prodajo seznama podjetij: Adria Airways, Adria Airways Tehnika, Aerodrom Ljubljana, Aero, Cinkarna Celje, Elan, Fotona, Helios, Gospodarsko razstavišče, NKBM, Paloma, Telekom Slovenije, Terme Olimia, Unior in Žito (SDH, 2015). Kar nekaj podjetij od Heliosa naprej, ki je bil prodan še isto leto, je bilo tudi prodanih ter bodo del moje raziskovalne naloge. Na seznamu petnajstih podjetij še vedno niso prodani sledeči: Terme Olimia, ki je v času Cerarjeve vlade postala strateška naložba in tako ne spada več na seznam za prodajo. O prodaji Telekoma Slovenije je bilo veliko političnih debat. Nekako je obveljalo, da bi prodaja ogrozila državno varnost, pa čeprav je prodaja podjetij v tej panogi stalna praksa. Za Telekom Slovenije je bilo v teh letih kar nekaj zanimanja tujih podjetij. Podjetje Aero je pristalo v stečajju, Cinkarna Celje in Gospodarsko razstavišče pa nista bila prodana. Za Cinkarno Celje je bilo v tem obdobju kar nekaj zanimanja za nakup. Čeprav se na začetnem seznamu ni znašlo podjetje Letrika, je bilo v letu 2014 hitro privatizirano. Prodaja se je zgodila v nekaj mesecih, saj je bilo zanimanja veliko. V letu 2016 je bil na seznam dodan še Cimos, ki je bil v istem letu tudi privatiziran. V letu 2018 se je zaključila tudi privatizacija NLB-ja, z inicialno javno ponudbo večinskega deleža podjetja na Londonski in Ljubljanski borzi. V letu 2019 pa bo verjetno zaključena prodaja Abanke strateškemu kupcu, saj so ponudbe oddale le banke (SDH, 2019).

Pritiski EU in OECD so v letih po gospodarski krizi bili v smeri, da se moramo razdolžiti in postati finančno stabilnejši, saj se je dolg države v času krize naglo povečal. Kot posledico gospodarske krize in kopičenja dolgov pa lahko vidimo prodajo državnih podjetij tudi v ostalih državah članicah EU in OECD (OECD, 2018).

Državni zbor je na podlagi prvega odstavka 29. člena Zakona o Slovenskem državnem holdingu (Uradni list RS, št. 25/14) in tretjega odstavka 108. člena Poslovnika državnega zbora (Uradni list RS, št. 92/07 – uradno prečiščeno besedilo, 105/10 in 80/13) na seji dne 13. julija 2015 sprejel Odlok o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države (OdsUKND) Ur. l. RS, št. 53/15. Strategija upravljanja je temeljni dokument države, ki predstavlja osnovno orodje za aktivno lastništvo države, s katerim država sporoča upravljavcu naložb države, delničarjem, širšemu kapitalskemu trgu in splošni javnosti svoje cilje pri upravljanju družb v lasti države. Z jasno vnaprej opredeljeno lastniško politiko odpade tudi potreba po posegih vlade v tekoče zadeve upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, saj se uspešnost upravljanja meri periodično glede na dosežene vnaprej postavljene cilje, Vlada Republike Slovenije kot izvrševalka korporacijskih pravic delničarja pa na tej podlagi sprejema svoje odločitve. S tem strategija upravljanja predstavlja tudi temeljni dokument za zagotovitev neodvisnega, strokovnega in učinkovitega upravljanja s strani upravljavca

kapitalskih naložb države na eni strani in ločitev funkcije države kot lastnice kapitalskih naložb od drugih funkcij države, s čimer se preprečuje nasprotje interesov, izkrivljanje konkurence na trgih in neenakopravno obravnavo gospodarskih družb na drugi strani. Načelo neodvisnosti upravljanja seveda ne pomeni popolnega umika države iz upravljanja, temveč upravljavcu zagotavlja ne vpletanje politike in drugih interesnih skupin v vsakodnevno vodenje posameznih družb. Ob tem pa strategija upravljanja zagotavlja lastniku (državi), da upravljavcu postavi jasne cilje, na podlagi katerih se merita uspešnost in strokovnost upravljanja naložb države. Strategija upravljanja ob tem sledi tudi smernicam Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj za korporativno upravljanje družb v državni lasti (smernice OECD). Te priporočajo, da države članice sprejmejo jasno in dosledno lastniško politiko države, ki bo zagotavljala pregledno in odgovorno upravljanje družb s kapitalsko naložbo države s potrebno stopnjo strokovnosti in učinkovitosti. Ta ima v tretjem poglavju zapisane Cilje upravljanja kapitalskih naložb države, ki so: uresničevanje strateških razvojnih ciljev, dvig kulture korporativnega upravljanja, povečanje učinkovitosti razpolaganja z naložbami, premišljeno pridobivanje naložb, povečanje donosa kapitala, uvrstitev družb na organiziran trg vrednostnih papirjev in zagotovitev dolgoročne vzdržnosti pokojninskega sistema. V četrtem poglavju pa je pod prvo točko zapisano: pravni položaj in pristojnosti SDH na področju upravljanja kapitalskih naložb države (OdsUKND).

Pod vlado Mira Cerarja je prišlo do dokončnega oblikovanja dokumenta, ki odloča o upravljanju več kot 11 milijard evrov državnega premoženja. Strategija določa, da so pri upravljanju državnega premoženja prednostni finančni cilji, vendar pa ne izključuje nekomercialnih ciljev, saj ni samo dokument za prodajo kapitalskih naložb, ampak jih ciljno ureja. Naložbe so na podlagi kriterijev razvrščene v strateške, pomembne in portfeljske. V strateških bo država zadržala vsaj 50 odstotkov in eno delnico, v pomembnih 25 odstotkov in eno delnico, portfeljske naložbe pa bo upravljalec SDH lahko prodal. Strateških naložb, v katerih bo država ohranila večinski delež, je 24. Pomembnih naložb, v katerih bo obdržala več kot četrtinski delež, je 21. Portfeljskih, ki jih država lahko proda, pa je 47 (SDH, 2015).

Za RS so v OdsUKND med strateške naložbe uvrščene družbe, ki izvajajo za državo pomembne infrastrukturne naloge in ki razpolagajo z naravnimi monopoli, s ciljem, da le-te čim bolj uspešno ekonomsko izkoriščajo. V to skupino so uvrščeni tudi operaterji javnih omrežij, ki so ključnega pomena za varnost in zanesljivost oskrbe gospodarstva in prebivalstva. Te družbe skrbijo za širši družbeni interes in dostopnost javnosti do storitev pod enakimi pogoji. Država v strateških naložba ohranja delež vsaj 50 % + 1 delnico. Dodatno je zaradi strateške narave teh naložb pomembno, da te družbe izvajajo le osnovno dejavnost, za katero so bile ustanovljene. V to spadajo sledeče panoge: (1) Družbe, ki izvajajo ključne infrastrukturne naloge (omrežje, transport, naravni monopoli). (2) Družbe v dejavnostih, ki so pomembne za varno in stabilno oskrbo z viri in energijo ter operaterji javnih omrežij (energetika, elektro distribucija, energenti, oskrba z vodo, pristaniške dejavnosti). (3) Družbe, ki opravljajo pomembne javne storitve, gospodarske javne službe –

GJS (javni potniški promet, vzdrževanje in upravljanje javne infrastrukture). (4) Družbe, ki povečujejo konkurenčnost celotne gozdno-lesne vrednostne verige.

Med pomembne naložbe spadajo družbe, ki so prav tako nosilci širšega gospodarskega razvoja in imajo pomembno vlogo pri povezovanju družb v dobaviteljske verige in pri internacionalizaciji gospodarstva. Te družbe praviloma zagotavljajo upravljanje po celotni verigi vrednosti, obvladujejo ključne tehnologije in imajo vse ključne poslovne funkcije v Sloveniji (tj. razvojne, finančne, trženjske in vodstvene), vključno z vlogo strateškega upravljanja in usmerjanja poslovnih skupin. Te družbe predstavljajo tudi pomembne udeležence kapitalskega trga. V pomembnih naložbah država ohrani kontrolni delež 25 % + 1 delnica. V to spadajo sledeče panoge: (1) Sistemske finančne institucije in skladi rizičnega kapitala. (2) Loterija in igre na srečo. (3) Razvojno in tehnološko pomembne družbe, ki obvladujejo ključne tehnologije, katerih ključne razvojne komponente naj ostanejo v Sloveniji. (4) Razvojni centri slovenskega gospodarstva, kompetenčni centri in centri odličnosti. (5) Družbe, ki imajo pomembno vlogo pri povezovanju družb v dobaviteljske verige in pri internacionalizaciji gospodarstva.

V portfeljske naložbe so uvrščene družbe, v katerih država ni obvezna ohraniti kontrolnega deleža, z njimi pa SDH upravlja in razpolaga izključno za doseg gospodarskih ciljev. V to kategorijo sodijo tudi naložbe, ki jih je treba prestrukturirati. V to skupino se torej uvrščajo naložbe, ki so tržno zanimive, saj gre za družbe, ki dobro poslujejo, ali pa gre za naložbe v družbe, ki pred prodajo potrebujejo aktivno sodelovanje lastnika v procesu prestrukturiranja in njihovega nadaljnega razvoja. Tako lahko razumemo, zakaj sta na primer družbi DARS (6,1 točk) in Luka Koper (8,1 točk) klasificirani kot strateški naložbi, družbi Krka (5,6 točk) in NLB (3,1 točk) kot pomembni, katera druga družba z manj kot 10-odstotno lastniško prisotnostjo države pa kot portfeljska naložba, saj ne spada v kategorijo strateških ali pa pomembnih naložb. Uredba v svojem 5. poglavju podaja tabelo s kriteriji za razvrščanje kapitalskih naložb države, ki poda utež določenim kazalcem, kateri so podlaga za razvrščanje v strateške in pomembne naložbe za 91 podjetij. Ti kazalci so izpeljani iz opisa strateških in pomembnih naložb ter so lahko v meji od 0 do 10 točk (OdsUKND).

OdsUKND skladno z ZSDH-1 opredeljuje analizo stanja portfelja kapitalskih naložb države. Ta je v letu sprejetja beležil najvišji večinski delež knjigovodske vrednosti državnih družb v Evropski uniji kot % BDP-ja, razvidno iz slike spodaj. Tudi UMAR (2014) v letu 2014 poudarja, da družbe v Sloveniji v večinski državni lasti praviloma izkazujejo nižjo uspešnost poslovanja kot ostale družbe na enakih področjih in dejavnostih, merjeno s produktivnostjo, dobičkonosnostjo in EBITDA-jem (UMAR, 2014). Republika Slovenija je leta 2015 imela največji večinski delež v podjetjih izmed dvajsetih evropskih držav (SDH, 2015).

2.4 Podjetja, ki jih je zajela privatizacija v obdobju 2013–2016

Helios, d. d., je bilo prvo podjetje, ki ga je SDH prodal. Datum sklenitve pogodbe je bil 16. 10. 2013, kupec pa Remho beteiligungs GmbH, ki spada v skupino Ring s sedežem v Avstriji. Kupnina je znašala 145 milijonov evrov, skupno pa za večinski delež 169 milijonov evrov. Lastninski delež SDH je znašal 9,54 %, ostali lastniki pa so bili po velikosti padajoče še: Gorenjska banka, Banka Celje, Zavarovalnica Triglav, Abanka Vipava, NKBM itd. Na dan 6. 12. 2016 pa je skupina Ring prodala Helios podjetju Kansai Paint Ltd. za znesek 226 milijonov evrov (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Fotona, d. d., je drugo podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 30. 1. 2014. Kupec je bil Gores Laser Holdings, ki ima sedež v ZDA. Prodaja je tekla več kot leto dni, saj je bilo več podjetij zainteresiranih za prevzem, prisotnih pa je bilo tudi veliko špekulacij v krogu vodstva in lastnikov podjetja. Kupnina je znašala 17,88 milijona evrov. Lastninski delež SDH je pred prodajo znašal 70,48 %. Enako kot Helios pa je bila tudi Fotona v roku nekaj let prodana naprej. Na dan 20. 4. 2017 je Fotono prevzel AGIC capital iz Nizozemske. Kupec je Azijsko-Evropski sklad. Po neuradnih informacijah naj bi se kupnina gibala okoli 100 milijonov evrov, kar je več kot petkratnik zneska, po katerem ga je prodal SDH pred nekaj leti (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Letrika, d. d., je tretje podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 20. 6. 2014. Kupec je bil Mahle Holding Austria GmbH, po tem ko je Kolektor izpadel iz boja za nakup. Za razliko od prodaje Fotone se je nakup zgodil relativno hitro. Že do konca leta 2014 je Mahle pridobil skoraj 100 % podjetja ter zahteval njegov umik iz borze. Za nakup podjetja je nemški lastnik, s sedežem v Stuttgartu, porabil 113,92 milijona evrov. Odkupna cena za delnico je znašala 67,10 evra. SDH-jev delež v Letriki je bil pred privatizacijo 7,10 %, ostali lastniki pa so bili po velikosti padajoče še: Triglav Skladi, CBH, Modra zavarovalnica, NLB, DUTB, itd. (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Aerodrom Ljubljana, d. d., je četrto podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 5. 9. 2014. Kupec je bil Fraport AG Frankfurt airport services worldwide. Capital IQ izkazuje, da naj bi za nakup odšteli 201,16 milijona evrov, čeprav je večina malih delničarjev bila iztisnjenih po 61,75 evra na delnico, kolikor so plačali tudi za večinski delež Republiki Sloveniji in SDH-ju, kar bi pomenilo kupnino okoli 235 milijona evrov. Za nakup so se borili tudi Francozi, Vinci SA. Republika Slovenija je imela delež 50,70 %, SDH pa 6,80 %. Lastniki so bili med drugim tudi: Zavarovalnica Triglav, Abanka Vipava, KAD itd. (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Žito, d. d., je peto podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 21. 4. 2015. Kupec je bila Podravka prehrabena industrija. V igri za prevzem podjetja so bili še Don in Ardian. Prevzemna saga je trajala skoraj pol leta, prevladala pa je najvišja ponudba Podravke. Znesek, ki naj bi ga odštela Podravka, je znašal 70,89 milijona evrov. Lastniški delež SDH-ja je bil 12,26 %, ostali lastniki pa velikosti pa so bili: Endowment Arm, Adriatic Slovenia, KD Kapital, NLB Skladi, KD Skladi, Modra zavarovalnica itd. (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Nova KBM, d. d., je šesto podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 30. 6. 2015. Kupec je bil Apollo Global management, ki je Ameriški finančni sklad. V igri za nakup so bili v začetku leta še nekateri finančni skladi in banke, a je Apollo ponudil največ in se že začel dogovarjati s SDH-jem. Banka je bila prodana za 250 milijonov evrov, edini lastnik pa je bila Republika Slovenija. Na dan 31. 12. 2013 je bila knjigovodska vrednost banke 560 milijonov evrov (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Elan, d. d., je sedmo podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 30. 7. 2015. Kupec je bil Merrill Lynch in Wiltan Enterprises Limited. Merrill Lynch je od DUTB že mesece prej odkupil za 14 milijona evrov terjatev. Prodaja se je zgodila zaradi zadeve, ko je bil v začetku leta 2015 Elan na udaru EU zaradi prejete nedovoljene pomoči, za katero je EU zahtevala, da jo Elan vrne. Kupnina za Elan naj bi bila simbolna, so pa bili v ospredju pogoji o poslovanju, posojilu za dolgove in tožbe, ključni pa naj bi bili tudi pogoji za ohranitev zaposlenih in nadaljnje razvijanje podjetja. Ob 49,03-odstotnem deležu Republike Slovenije so bili lastniki Elana pred prodajo še Triglav Naložbe, D.S.U, Modra zavarovalnica itd. Na dan 29. 4. 2019 pa je Elan zamenjal lastnika. KJL Sports je prevzel 100-odstotni delež podjetja (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Adria Airways Tehnika, d .d., je osmo podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 24. 11. 2015. Kupec je bil Linetech Holding s sedežem na Poljskem. Rok za nakup in oddajo ponudb je bil večkrat prestavljen, kar pomeni, da podjetje ni bilo lahko prodati. Interesa je bilo veliko, pravih ponudb pač ne. V določenem trenutku se je razmišljalo tudi o delavskem odkupu podjetja. Kupnina naj bi znašala 2 milijona evrov. SDH je v podjetju imel 52,3-odstotni delež. Drugi lastnik pred prodajo je bil Aerodrom Ljubljana. Dodajam, da je lastnik večkrat spremenil ime polnega lastnika. Trenutno se kot polnopravni lastnik navaja Avia Prime (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Adria Airways, d. d., je deveto podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 19. 1. 2016. Kupec je bil 4K invest, nemški sklad, ki je podjetje kupil preko AA International Aviation holding GmbH. Za podjetje je odštél 0,1 milijona evrov in se zavezal vplačati še milijon evrov za dokapitalizacijo. V resnici pa je izkupiček prodaje negativen, saj bo Slovenija dokapitalizirala podjetje s 3,1 milijona evrov. Prodaja Adrie je

visela v zraku kar nekaj let in podjetje je imelo vseskozi težave pri delovanju, predvsem je šlo za težave finančne narave. Javni poziv SDH-ja za zbiranje ponudb se je zgodil že v sredini leta 2015, konec leta pa je podjetje močno potrebovalo finančni priliv, dokapitalizacijo. Pred privatizacijo je bila 72,95-odstotna lastnica Adrie Republika Slovenija, 0,98-odstotni pa SDH. V letih po prevzemu se je podjetje še zmeraj soočalo z nezadostnostjo finančnih sredstev in kapitala. Z računovodskimi manevri, kot so prodaja blagovne znamke in potem najemanje slednje, ter v začetku leta 2019 pripojitev podjetja, ki je kupilo blagovno znamko, STBE, je postal Stefan Beulertz 53,34-odstotni lastnik podjetja. Po številnih operativnih in finančnih težavah je vodstvo Adrie 30. 10. 2019 vložilo zahtevo za stečaj (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

Cimos, d. d., je deseto podjetje, ki je bilo prodano s strani SDH. Datum sklenitve pogodbe je bil 14. 10. 2016. Kupec je bil TCH Cogeme preko sklada Palladio Finanziaria iz Italije. Kupnina naj bi znašala 110 milijonov evrov, a gre v resnici tudi za prevzem dolgov in priliv svežega kapitala. Čisti prodajni izkupiček je tako simbolnih 0,1 milijona evrov. Prodaja se je vlekla skoraj leto dni, saj je bilo zanimanja veliko, a po podrobnejšem pogledu podjetja ni ostalo praktično nič resnih ponudb. Po pol leta, v juliju, pa se je za nakup pripravljala italijanski sklad Palladio. V roku nekaj dni je bil kupec tudi potrjen, a pogajanja z bankami upnicami so se šele pričela. Odpraviti je bilo potrebno tudi kar nekaj sodnih sporov in v oktobru je bila prodaja tudi dokončna. Republika Slovenija je bila 24,26-odstotni lastnik, ostali lastniki pred prodajo pa so bili še: Gorenjska banka, Abanka Vipa, SID, DUTB itd. (povzeto po Gvin, 2019) (Capital IQ, 2019) (SDH – prodane kapitalske naložbe, 2019).

3 METODOLOGIJA FINANČNE ANALIZE PRIVATIZACIJE

Analiza finančnih kazalnikov že dolgo ni več samo stvar ljudi zaposlenih v financah in računovodstvu. Vsako podjetje, vsak projekt in praktično vsaka prava odločitev temelji in izhaja iz upravičenosti finančnih kazalnikov. Analiza finančnih kazalnikov je ključna za ciljno ter profitno naravnano vodstvo podjetja. Finančnim analitikom in investitorjem pa je že dolgo časa prioriteto, da se pred investicijsko odločitvijo najprej obrnejo na analizo finančnih kazalnikov (Marcus, Wallace, 1997). Finančni kazalniki imajo moč pokazati na podjetje, ki je v svojem poslovanju nadpovprečno, in tudi možnost zgodnjega opozorila na prihajajoč upad, negativen trend poslovanja (Pearson, 1998). Analizo finančnih kazalnikov se uporabi za (Pearson, 1998): (1) Oceno trenutnega položaja in učinkovitosti poslovanja podjetja na mesečni, kvartalni ali letni bazi; (2) Ocenjevanje sprejemljivosti sredstev in kapitala ter proračuna za naslednje leto; (3) Primerjavo rezultatov odvisnih družb in ostalih podjetij v skupini z matičnim podjetjem; (4) Primerjavo uspešnosti znotraj skrbno izbrane skupine konkurentov na trgu. Nekateri managerji želijo vedeti le, kateri je tisti najbolj pomemben kazalnik za njihovo podjetje, vendar je to napačno. Če finančnih kazalnikov je, da se medsebojno prepletajo in povezujejo v zgodbo. Šele po analiziranju ducat finančnih kazalnikov si lahko ustvarimo sliko o podjetju (Yamarone, 2012).

3.1 Kazalniki finančne uspešnosti podjetij

Modigliani in Miller (Modigliani & Miller, 1958) pojasnjujeta, da vrednost podjetja ni odvisna od kapitalske strukture, temveč od moči bodočih dobičkov in tveganj, ki jih prinašajo osnovna sredstva.

V delu bom uporabil dvanajst finančnih kazalnikov in dva znana finančna modela, ki temeljita na določenih finančnih kazalnikih. Finančni kazalniki bodo sledeči (Finančni slovar, 2019); Prihodkovni: rast prihodkov od prodaje, prihodki na zaposlenega, EBIT marža, neto marža, donos na kapital, donos na sredstva, neto obrestna marža, rast kreditov; Stroškovni: delež stroškov v prodaji, EBITDA marža, krediti glede na depozite; Likvidnostni: obratni kapital kot delež prodaje, dnevi vezave denarja, likvidnost glede na aktivo; Solventnostni: dolg na kapital, dolg v primerjavi z EBITDA in delež dolga v financiranju. Poleg tega imamo še finančna modela, ki spadata pod solventnostne in likvidnostne modele. Zgoraj navedeni kazalniki se uporabljajo za namene skrbnih pregledov in vrednotenja podjetij v svetovno znanih svetovalnih podjetjih (KPMG, 2019). Alibegović (2017) v svoji raziskavi primerja poslovne in finančne kazalnike med podjetji različnih ekonomskih sektorjev. Kotane (Kotane, 2012) oceni pomembnost finančnih in ne-finančnih kazalnikov za oceno uspešnosti podjetja, kjer zaključí, da so finančni kazalniki pomembni v vseh primerih, vendar so v veliko primerih pomembni tudi ne-finančni pokazatelji.

Za primerjavo med leti bosta uporabljena tudi sledeča finančna modela: Altman Z-score in Beneish M-score. Modela se pogosto uporabljata pri ocenjevanju stabilnosti podjetij in vrednotenju podjetij. V tem delu bosta uporabljena tudi kot primerjalno orodje med leti. Modeli nam omogočajo analitično in kvalitativno analizo kazalnikov. S tem se pridobi sporočilna vrednost kazalnikov, saj je bilo dolgo mišljeno, da finančni kazalniki ne zmorejo dovolj dobro opisati stanja, v katerem se podjetje nahaja (Altman, 1968).

Za bančni sektor nekateri kazalniki niso primerni, zato bodo uporabljeni sledeči kazalniki: rast prihodkov od prodaje, prihodki na zaposlenega, neto marža, donos na kapital in donos na sredstva, delež dolga v financiranju, neto obrestna marža, likvidnost glede na aktivno, rast kreditov in krediti glede na depozite (Finančni slovar, 2019). Ti kazalniki se uporabljajo za primerjavo uspešnosti poslovanja v bančni industriji. Regulatorno so tradicionalne banke zelo nadzorovane, še posebej po koncu zadnje svetovne finančne krize. Tako so banke tudi dolžne dosegati določeno raven kazalnikov, predvsem tistih, povezanih s kapitalsko osnovo (Casu, Giardone & Molyneux, 2013).

Bilanca stanja in izkaz poslovnega izida za opazovana leta in opazovana podjetja bodo prevzeti iz baze Gvin, Bisnode (2019). S tem bom dobil vhodne podatke za preračun kazalnikov in finančnih modelov.

3.1.1 Rast prihodkov od prodaje

Prihodki od prodaje so vsi tisti prihodki, ki jih je podjetje ustvarilo s prodajo v določenem časovnem obdobju (T) (Damodaran, 2011). Rast prihodkov od prodaje je definirana kot prodaja v T v primerjavi s prodajo v T-1. Ta primerjava nam pokaže, koliko odstotkov razlike je bilo med prodajo v tem letu v primerjavi s predhodnim letom. Pozitiven znesek nam pove, da je podjetje prodalo več, torej bilo bolj uspešno s prodajne strani kot v predhodnem obdobju. Ob privatizaciji se prodaja v podjetju ne bi smela znatno spremeniti, saj je prodaja planirana dolgoročno, strateško in nima neposredne povezave z lastništvom podjetja. Najboljši način planiranja prodaje je relativno nizka, a kontinuirana rast prodaje (Patil & Syam, 2018). Prihodki od prodaje so prvotna postavka v izkazu poslovnega izida podjetja in kažejo na to, koliko je podjetje prodalo v denarnih enotah v določenem obračunskem obdobju. Damodaran (2011) pravi, da je prvi gonilnik vrednosti v podjetju prav rast prodaje. Majhna prodaja ima lahko veliko potenciala, da postane velika. Koliko natančno pa je tega potenciala v vsakem podjetju? Rast prodaje v podjetju je tako prvi faktor dobrega poslovanja podjetja, pravilnega poslovnega modela in uspešnosti vodstva podjetja, torej uspešnosti podjetja kot celote.

3.1.2 Prihodki na zaposlenega

Prihodki na zaposlenega se izračunajo kot celotni prihodki deljeni s številom zaposlenih v določenem obdobju (Damodaran, 2011). Za izračun so uporabljeni samo dostopni podatki o povprečnem številu redno zaposlenih za določeno leto. Višina prihodkov na zaposlenega nam kaže, kako so se gibal prihodki v primerjavi s številom zaposlenih. Ali se je število zaposlenih povečevalo v skladu z rastjo prihodkov, ali pa se je zgolj število zaposlenih zmanjševalo. Ohranjanje prihodkov na zaposlenega na stalnem nivoju je ključno za ohranitev in vzdržnost poslovnega sistema podjetja. Velika nihanja prihodkov na zaposlenega lahko kažejo nestabilnost poslovanja, težave z iskanjem delavne sile ali celo njen presežek (Hericu & Ogreaan, 2018). V mojem delu višji prihodki na zaposlenega predstavljajo izboljšavo poslovanja, vendar ne na račun zniževanja števila zaposlenih.

3.1.3 Delež stroškov v prodaji

Delež stroškov v prodaji se odraža kot odstotek od celotne prodaje, stroškov materiala, stroškov storitev in stroškov dela (Damodaran, 2011). Delež stroškov v prodaji nam skozi deleže stroškov materiala, storitev in dela pokaže, kako podjetje posluje. Kazalnik dobimo tako, da seštejemo stroške materiala, storitev in dela ter jih delimo s celotno prodajo. Stroškovnik v podjetju je odvisen tudi od industrije, v katerem podjetje dela, in ali gre pretežno za proizvodno ali storitveno podjetje. Zniževanje stroškov je ena od poti, kako povečati dobičkonosnost v podjetju (Damodaran, 2012). V analizi je moč videti, da se zviševanje deleža stroškov v prodaji v določenem obdobju odraža kot negativen signal o bodoči dobičkonosnosti podjetja in tudi vrednosti podjetja. Zviševanje obsega poslovanja

povzroči tudi rast stroškov, vendar se dobro vodenje podjetja kaže v tem, da se stroški kot celota povišujejo počasneje kot pa prodaja sama (Anderson, Banker, Huang & Janakirman, 2005).

3.1.4 EBITDA marža

EBITDA (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortisation) je dobiček iz poslovanja pred amortizacijo in je eden od osnovnih pokazateljev poslovne uspešnosti podjetja. EBITDA v mojem primeru izračunam tako, da od poslovnih prihodkov odštejem nabavno vrednost prodanega blaga, stroške materiala, stroške storitev, stroške dela in ostale odhodke (Damodaran, 2011). EBITDA izključuje tudi učinke financiranja in davkov, ki so odvisni od finančne politike podjetja in davčnih razmer. Tako je EBITDA najboljši približek denarnemu toku podjetja (Brockman & Russell, 2012). EBITDA maržo zračunam tako, da EBITDA delimo s poslovnimi prihodki podjetja. Tako nam EBITDA marža pokaže operativno dobičkonosnost v podjetju. Tem višja je EBITDA marža, tem boljše podjetje posluje. Višina marže ni odvisna samo od podjetja, temveč tudi od panoge, v kateri podjetje posluje. Privatizacija naj ne bi vplivala na višino EBITDA marže v podjetju. Damodaran (Damodaran, 2011) še dodaja, da so drugi gonilniki vrednosti v podjetju takoj za prihodki od prodaje prav kazalniki dobičkonosnosti in stroškovne učinkovitosti. Med njimi je tudi EBITDA marža. Četudi delaš izgubo danes, a ustvariš vrednost, s tem narediš denar za prihodnost. Vprašanje je torej le, kako dobičkonosno bo podjetje v prihodnosti, ko dozori.

3.1.5 EBIT marža

EBIT (Earnings Before Interest and Tax) oziroma tako imenovan dobiček iz poslovanja je operativni dobiček podjetja, ki je zmanjšan za amortizacijo (Damodaran, 2011). Amortizacija je zgolj računovodska postavka, ki ni nujno povezana s prodajnimi rezultati podjetja. EBIT se izračuna tako, da se od EBITDA odšteje amortizacija. EBIT marža pa se izračuna tako, da se EBIT deli s poslovnimi prihodi podjetja. V povezavi s privatizacijo se EBIT marža vede kot ostali kazalniki dobičkonosnosti iz poslovanja, kar pomeni, da so ti neodvisni od lastništva podjetja in se ne bi smeli spreminjati. Čim višja je EBIT marža, tem boljše podjetje posluje. Zvišanje EBIT marže v podjetju dokazuje, da podjetje posluje boljše, izboljšuje rezultate, prodaja po višjih cenah in dosega komparativne prednosti pred konkurenti. Nasprotno, zelo nizka oziroma kontinuirano nižanje EBIT marže je znak višjih tveganj v podjetju in nezmožnosti optimiziranja poslovanja (Pratt, 2005).

3.1.6 Neto marža

Čisti dobiček kot delež prodaje ali tako imenovana neto oziroma profitna marža (kratko samo neto marža) je tako imenovana »bottom line« postavka izkaza poslovnega izida podjetja. Neto marža je eden najpomembnejših ekonomskih in finančnih konceptov, saj predstavlja

bistvo oziroma temeljni cilj kapitalizma ter tržno naravnane gospodarstva ter najbolj proučevan in analiziran finančni podatek (Finančni slovar, 2019). Čisti dobiček se izračuna tako, da se od EBIT odšteje finančni rezultat in davek od dobička v obravnavanem obdobju (Damodaran, 2011). Neto maržo pa se dobi tako, da se v odstotkih prikaže razliko med čistim dobičkom in poslovnimi prihodki. Informacija o dobičkonosnosti podjetja je ključna informacija v procesu odločevanja za investitorje in tudi za podjetje kot takšno. Presežna dobičkonosnost omogoča podjetju širitev poslovanja ter vodi v nova zaposlovanja (Berg, Marrewijk & Tamminen, 2014). Študija o optimalni politiki privatizacije Chang in Ryu (2015) kaže na to, da v kolikor se privatizira dovolj visok delež v podjetju, to rezultira v pozitivni profitni marži. Dodaja, da popolna privatizacija ni nikoli optimalna in ni merilo za izboljšavo profitne marže. Višja je profitna marža, boljše podjetje posluje. V delu bom spremljal, ali profitna marža v izbranih podjetjih raste ali pada.

3.1.7 Donos na kapital

Donos na kapital (ROE) je eden od osnovnih kazalnikov, ki kažejo dobičkonosnost podjetja. Je osnova za merjenje uspešnost naložbe v podjetje, saj je ustvarjena vrednost za lastnika le, če je donos na kapital višji od stroška kapitala (Finančni slovar, 2019). Donos na kapital se izračuna tako, da se poslovni izid v določenem obdobju deli s kapitalom (Damodaran, 2011). Zadostna višina kazalnika donosa na kapital je različna glede na industrijo, v kateri se podjetje nahaja, in glede na podobna podjetja, s katerimi podjetje tekmuje. V primeru, da donos na kapital raste, to pomeni, da podjetje posluje bolj učinkovito ter tako ustvarja višji donos (McMenamin, 1999). Za banke je značilno, da višji profitni cilji zvišujejo raven tolerance na tveganje. Lahko je optimizirati poslovanje in v določenem obdobju izkazati visok donos na kapital, zahtevnejše pa je ohraniti visok donos na kapital skozi daljše obdobje (BIS, 1997).

3.1.8 Donos na sredstva

Donos na sredstva (ROA) prikazuje razmerje med čistim dobičkom in celotnimi sredstvi. Donos na sredstva nam pove, kako učinkovito podjetje uporablja svoja sredstva, s katerimi ustvarja dobiček. Donos na sredstva se izračuna tako, da se poslovni izid v določenem obdobju deli s sredstvi (Finančni slovar, 2019). Pri bankah kazalnik izraža donosnost vseh bančnih sredstev, finančnih in realnih, zato je predvidoma nižji kot pri ostalih podjetjih (Dimovski & Gregorčič, 2000). Na donos na sredstva lahko gledamo tudi kot na merilo za merjenje upravljaljskih sposobnosti banke za pridobivanje dobička. Če je donos na sredstva banke večji, bo večji tudi dobiček banke, poleg tega pa bo položaj banke gledano iz vidika uporabnosti sredstev boljši. Donos na sredstva je eden najbolj uporabljenih kazalnikov za primerjavo med bankami (Islahuzzman, 2013).

3.1.9 Dolg na kapital

Dolg v primerjavi s kapitalom je kazalnik, ki določa finančni vzvod podjetja (Damodaran, 2011). Nakazuje na to, v kolikšni meri podjetje financira svoje poslovanje skozi dolžniški oziroma lastniški kapital. V delu bo primerjan trajni kapital, katerega najdemo v bilanci stanja. Visoka stopnja vzvoda nakazuje na to, da je podjetje bolj rizično. Optimalno vrednost kazalnika dolga v primerjavi s kapitalom je težko določiti. Višina dolga je tudi zelo različna glede na to, v kateri industriji posluje podjetje. Kazalnik se izračuna tako, da se finančne obveznosti podjetja deli s kapitalom. V delu opazujem predvsem trend, ali se podjetje financira pretežno z dolžniškim kapitalom, ali se kazalnik dolga v primerjavi s kapitalom zmanjšuje, povečuje, ali pa sploh nima dolga. V teoriji velja, da je dolžniški kapital do neke višine dolga cenejši od lastniškega (Damodaran, 2019). Hovakimian, Opler in Timian (2001) nakazujejo, da podjetja ciljajo določeno kapitalsko strukturo in jo vzdržujejo na določeni ravni, kar je v skladu s teorijo stroškov in koristi.

3.1.10 Dolg v primerjavi z EBITDA

Za razliko od kazalnika je dolg v primerjavi s kapitalom bolj dinamičen kazalnik, saj ga primerjamo z dinamično postavko, kot je približek denarnega toka. Ta kazalnik nam pove zmožnost podjetja poravnati svoje finančne dolgove v prihodnosti. Kazalnik se izračuna tako, da se finančne obveznosti podjetja deli z EBITDA (Finančni slovar, 2019). Optimalna vrednost kazalnika se razlikuje med industrijami, a velja načelo, da kazalnik nad 5 nakazuje na podjetje, ki bi lahko imelo v naslednjih letih težave s pridobivanjem novih virov financiranja (Damodaran, 2012).

3.1.11 Obratni kapital kot delež prodaje

Obratni kapital se izračuna tako, da se sešteje zaloge, kratkoročne poslovne terjatve, aktivne časovne razmejitve ter odšteje kratkoročne poslovne obveznosti in pasivne časovne razmejitve (KPMG, 2019). Obratni kapital se deli z celotno prodajo, da dobimo obratni kapital kot delež prodaje. Pri obravnavanju proračuna v podjetju vidimo dva ključna dejavnika. Prvi je bolj dolgoročno naravnani, in sicer višina dolžniškega in lastniškega kapitala, drugi pa je bolj kratkoročne narave, in sicer upravljanje z obratnim kapitalom v podjetju (Khokhar, 2019). Damodaran (2011) dodaja, da se lahko v obratnem kapitalu nahaja velik neizkoriščen potencial, saj je v nekaterih podjetjih visok delež denarja vezan in tako rekoč ujet. Dodatno je višina obratnega kapitala, kot delež prodaje, odvisna tudi od sektorja, v katerem podjetje posluje, in tudi od makroekonomskega okolja. Storitveno podjetje lahko posluje tudi brez obratnega kapitala.

3.1.12 Dnevi vezave denarja

Dnevi vezave denarja prikazani kot dnevi vezav zalog, terjatev in obveznosti. Upravljanje zalog je v podjetju pomembno že iz stališča pravočasne dobavljalivosti izdelkov in tudi zaradi vezave denarja v zalogah. Dnevi vezave zalog nam povedo v povprečju koliko dni ostane produkt v podjetju po tem, ko je proizveden. Dneve vezave zalog se izračuna tako, da se nabavno vrednost prodanega blaga deli s povprečnim številom zalog v določenem obdobju deljeno število dni v tem obdobju. Dnevi vezave terjatev nam povedo povprečni rok unovčitve terjatev do kupcev, torej v koliko dneh so v poprečju terjatve poplačane. Izračuna se jih tako, da se prodajo izdelkov deli z razliko povprečnih kratkoročnih poslovnih terjatev v določenem obdobju. Dnevi vezave obveznosti nam povedo, v kolikšnem času podjetje poplača obveznosti dobaviteljem. Dneve vezave obveznosti se izračuna tako, da se poslovni izid podjetja deli s povprečnim številom razlike kratkoročnih poslovnih obveznosti v določenem obdobju. S seštevkom dne vezav zalog, terjatev in negativnih obveznosti se dobi število dni vezave denarja v določenem obdobju. Dnevi vezave denarja definirajo operativni cikel podjetja, ko je denar vezan v podjetju – od plačila vhodnih materialov do plačila za končne produkte, ki jih podjetje proda (McMenamin, 1999). Na dneve vezave denarja vpliva, v kateri industrijski panogi se podjetje nahaja in v katerem delu sveta posluje. Slednje je predvsem pomembno s strani plačilnih navad, pogojev dobaviteljev in kupcev (Damodaran, 2012). Dnevi vezave denarja kažejo tudi, kako uspešno vodilni kader opravlja svoje delo. Tako je zmanjšanje števila dni vezave denarja za podjetje pozitivno. Upravljanje z likvidnostjo podjetja je pomembno v vsakem podjetju, saj lahko slabo upravljanje z likvidnostjo ogrozi obstoj podjetja. Na dolgi rok se dobro upravljanje z vezavo denarja kaže tudi v dobičkonosnosti podjetja (Jose, Lancaster & Stevens, 1996).

3.1.13 Delež dolga v financiranju

Delež dolga v financiranju nam pove, koliko sredstev je financiranih s strani tujega kapitala. Višja kot je vrednost kazalnika, bolj se podjetje financira s tujimi viri (kratkoročne in dolgoročne obveznosti). Tako nam višja vrednost kazalnika predstavlja višje tveganje s strani upnikov (Bonitete, 2019). Tuje financiranje je praviloma cenejše od financiranja z lastnimi viri, še posebej v trenutnem makroekonomskem okolju. Za banke velja, da imajo visok delež tujega financiranja, a so deleži financiranja strogo določeni s strani centralnih bank in ostalih regulatornih inštitucij. Tako gre pri vseh naslednjih kazalnikih izrecno za bančne kazalnike, pri katerih veliko vlogo pri strukturiranju odigrajo regulatorji trga. Delež dolga v financiranju izračunamo tako, da finančne in poslovne obveznosti delimo s skupnimi obveznostmi do virov sredstev oziroma bilančno vsoto (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Višja kot je vrednost kazalnika, bolj je podjetje tvegano, vendar pa bo zaradi tega lahko imelo nižjo dobičkonosnost. Dodatno je zelo pomembno, da ne prihaja do odstopanj pri financiranju. Zlato pravilo je, da morajo biti dolgoročni krediti financirani z dolgoročnim dolgom, kratkoročni pa s kratkoročnim (Casu, Giardone & Molyneux, 2013).

3.1.14 Neto obrestna marža

Neto obrestna marža je razlika med prejetimi in danimi obrestmi (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Drugače povedano: večina slovenski bank zapiše za izračun kar neto obrestne prihodke v primerjavi s povprečna obrestonosno aktivo (NLB, 2019). Neto obrestna marža meri razliko med obrestnimi prihodki in odhodki glede na povprečno bilančno vsoto. Meri učinkovitost banke pri opravljanju svoje primarne funkcije, to je sprejemanja vlog in dajanja posojil (Dimovski & Gregorič, 2000). Višja neto obrestna marža nakazuje na večjo dobičkonosnost banke, vendar velja trend, da v bolj konkurenčnih gospodarstvih zaradi nižanja stroškov bančnega posredništva in nizkih obrestnih mer prevladujejo nižje stopnje obrestne marže (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Vseeno pa lahko vidimo, da se trend obrestnih marž po letu 2015 zopet zvišuje. V ZDA je že dosegel povprečno raven nad 3 % (FRED economic research, 2019).

3.1.15 Likvidnost glede na aktivo

Likvidnost glede na aktivno se izračuna kot likvidna sredstva banke v obdobju glede na celotno aktivo (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Likvidnost bank ni pomembna zgolj zaradi bank samih, temveč zaradi obstoja in trdnosti celotnega gospodarskega sistema (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Večja prisotnost likvidnih sredstev glede na aktivo je slabša za dobičkonosnost banke, vendar pa kaže stabilnost in trdnost banke. V zadnjih letih so bile tudi slovenske banke podvržene upoštevanju kar nekaj novih regulatornih bremen s strani uravnavanja ustreznih stopenj likvidnosti, med katerimi sta tudi Količnik likvidnostnega kritja (LCR) in Količnik neto stabilnih virov financiranja (NSFR) (ECB, 2019). LCR je razmerje med zalogo visoko kakovostnih likvidnih sredstev in pričakovanimi skupnimi neto denarnimi odlivi v obdobju naslednjih 30 dni ob predvideni stresni situaciji. Cilj količnika je zagotoviti odpornost banke v zelo kratkem stresnem časovnem obdobju. LCR vključuje vse bilančne postavke (aktivne in pasivne), ki dospejo v času enega meseca, ter vse zunaj bilančne obveznosti, ki bi bile lahko unovčene v 30 dneh, ne glede na zapadlost pogodb. NSFR je opredeljen kot količnik razpoložljivega stanja stabilnega financiranja in potrebnega stanja stabilnega financiranja. Cilj količnika je zagotoviti odpornost banke na likvidnostno tveganje v daljšem časovnem obdobju. V skladu z Baslom III velja s 1. 1. 2018 najnižja dovoljena vrednost kazalnika 100 %. Nova KBM, kot tudi večina drugih bank, spremljajo te količnike na mesečni ravni (NKBM, 2019). Zaradi vpeljave in rednega spremljanja teh količnikov šele v obdobju po privatizaciji ne bi bilo pošteno primerjati te količnike pred in po privatizaciji, če jih v banki niso strogo sledili. S tem bi dobili preveč izkrivljeno sliko dejanskega stanja. Prav zaradi tega sem se odločil, da uporabim kazalnik likvidnost glede na aktivo banke. Dodaten problem predstavlja kontra cikličnost visoko likvidnostnih sredstev v bankah. Rezultati analiz so pokazali, da v času visoke ekonomske rasti in blaginje banke tvegajo več in posledično znižujejo delež likvidnostnih sredstev na račun višjih donosov. V obdobju krize pa je za banke bolj atraktivno kupovanje kopičenje visoko likvidnostnih sredstev (Acharya, Shin & Yorulmazer, 2011).

3.1.16 Rast kreditov

Rast kreditov se izračuna tako, da se primerja skupno število danih kreditov v letu (n) z letom pred tem (n-1) (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Rast kreditov je značilen ciklični kazalnik, saj se rast kreditov beleži v obdobju pozitivne gospodarske situacije, prosperitete. Rast kreditov je v veliki meri odvisna od politike centralne banke in regulatornih omejitev na trgu (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Leta 2005 so tako v ZDA nekateri opozarjali na visoko rast potrošniških kreditov in na s tem povezane kritične kazalnike bank (Bernstein, 2005). Tako je lahko visoka rast kreditov na kratki rok pozitivna, vendar lahko na dolgi rok ogrozi ne le banke, temveč celotni bančni in ekonomski sistem.

3.1.17 Krediti glede na depozite

Kreditni glede na depozite (LDR) je še eden v nizu likvidnostnih kazalnikov v banki. Izračunamo ga tako, da primerjamo celotne dane kredite s celotnimi depoziti v danem obdobju (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Če je razmerje LDR previsoko, obstaja velika verjetnost, da banka ne bo imela dovolj šne likvidnosti za potrebno kritje depozitov ob kriznem dogodku navala na banke. Na drugi strani pa se prenizko LDR razmerje lahko reflektira v nižji dobičkonosnosti banke (Casu, Giardone & Molyneux, 2013). Za investitorje je lahko znižanje kazalnika tudi pozitivno v primeru, da so se depoziti rezidentov povečali. To lahko nakazuje na dobro politiko banke, ki privablja nove kliente, ki bodo v prihodnje potrebovali ostale usluge banke, kot je kreditiranje. Prav to lahko pomeni dodatne donose v prihodnosti ter povečanje vrednosti podjetja (Marcus & Wallace, 1997).

3.2 Finančna modela uspešnosti podjetij

3.2.1 Altman Z-score model

Altman Z-score je model, ki na podlagi finančnih kazalnikov oceni verjetnost stečaja podjetja oziroma meri verjetnost kratkoročnih težav z likvidnostjo v podjetju. S pomočjo izbranih finančnih kazalnikov iz izkaza poslovnega izida in bilance stanja podjetja se strukturira formula, ki je znana kot Altman Z-score. Edward I. Altman (1968) je opazil, da se akademiki oddaljujejo od uporabe finančnih kazalnikov kot analitične metode za ocenjevanje uspešnosti poslovanja podjetij. Njegov cilj je bil dokazati, da so finančni kazalniki zmožni kakovostnega ocenjevanja, kar je pokazal s svojim modelom za ocenjevanje verjetnosti stečaja podjetij. Potrebujemo sedem kazalnikov, ki jih bomo kombinirali za sestavo modela (Finančni slovar, 2019): obratni kapital, bilančna vsota, zadržan dobiček, EBIT, tržna kapitalizacija oziroma vrednost podjetja v bilancah, če podjetje ne trguje na borzi, skupaj obveznosti in celotna prodaja. Enačba (1) je sledeča Altman (1968).

(1)

$$Z\text{-score} = (\text{Obratni kapital} / \text{Bilančna vsota} * 1,2) + (\text{Zadržan dobiček} / \text{Bilančna vsota} * 1,4) + (\text{EBIT} / \text{Bilančna vsota} * 3,3) + (\text{Tržna kapitalizacija} / \text{Skupaj obveznosti} * 0,6) + (\text{Prodaja} / \text{Bilančna vsota} * 1,1).$$

Dobimo Z-score rezultat. Če je ta manjši od 1,80, to pomeni, da je verjetnost za stečaj zelo visoka. Če je med 1,81 in 2,70, je verjetnost za stečaj visoka. Če je med 2,71 in 2,99, je verjetnost za stečaj srednja. Če je več kot 3,00, je verjetnost za stečaj majhna. Uporabnost modela je v tem, da se zgolj s pomočjo finančnih kazalnikov predvidi verjetnost, da bo podjetje v naslednjih dveh letih šlo v stečaj. Uteži so bile nastavljene z velikim številom računalniških poskusov in optimiziranjem formule (univariate analysis). Razlaga formule je sledeča (Altman, 1968): (1) Obratni kapital v primerjavi z bilančno vsoto je velikokrat najden v študijah o korporativnih financah, saj meri neto likvidnost sredstev v primerjavi s kapitalizacijo podjetja. Običajno bo podjetje, ki se sooča s konstantnimi operativnimi izgubami, imelo krčenje kratkoročnih sredstev v primerjavi s celotno bilanco. (2) Zadržan dobiček v primerjavi z bilančno vsoto je merilo kumulativne dobičkonosnosti skozi čas. V tem kazalniku E. I. Altman opozori na starost podjetja. Novo podjetje bo imelo manj zadržanega dobička in tako je tudi večja verjetnost, da podjetje preide v likvidnostne težave. (3) EBIT v primerjavi z bilančno vsoto je merilo prave produktivnosti podjetja. Merilo za dolgotrajni obstoj podjetja temelji na njegovi moči proizvajati dobiček glede na razpoložljivo bilanco, sredstva. Še več, insolventnost nastopi takrat, ko celotne obveznosti presežejo vrednost sredstev v podjetju, ki so determinirana z možnostjo po ustvarjanju dobička v podjetju. (4) Tržna kapitalizacija v primerjavi s celotnimi obveznostmi je pokazatelj, koliko lahko sredstva podjetja izgubijo na vrednosti, preden obveznosti presežejo sredstva in podjetje postane insolventno. Altman dodaja, da je to bolj pravilna formula od knjigovodske vrednosti podjetja, vendar se v primeru, da podjetje ne kotira na borzi, uporabi slednja. (5) Prodaja v primerjavi z bilančno vsoto ilustrira sposobnost generiranja prodaje v primerjavi s celotnimi sredstvi podjetja. To merilo nam kaže sposobnost menedžmenta spopadati se s konkurenčnimi pogoji. Leta 2000 je Edward I. Altman (2000) prilagodil uteži potrebam hitre rasti ekonomije v letih pred prelomom tisočletja v enačbi (2).

(2)

$$Z\text{-score} = (\text{Obratni kapital} / \text{Bilančna vsota} * 0,717) + (\text{Zadržan dobiček} / \text{Bilančna vsota} * 0,847) + (\text{EBIT} / \text{Bilančna vsota} * 3,107) + (\text{Tržna kapitalizacija} / \text{Skupaj obveznosti} * 0,420) + (\text{Celotna prodaja} / \text{Bilančna vsota} * 0,998).$$

V tem delu bom za vhodne podatke uporabil mediano kazalnikov pred in po privatizaciji. Skozi analizo je veliko avtorjev v svojih raziskavah apliciralo Altmanov model. Boda in Uradniček (Boda & Uradniček, 2016) sta leta 2016 aplicirala Altmanov Z-score model na Slovaških podjetjih med leti 2009 in 2013 in zaključila, da je model uspešno določil finančne težave v podjetjih. Sylwia Ł. Świąci (Łęgowik-Świącik, 2017) je leta 2017 uporabil Altmanov Z-score model za oceno poslovnega modela poslovanja podjetij med leti 2005 in 2015. Ocenjuje tudi, kako proces odločanja managementa vpliva na solventnost podjetij.

Leta 2017 Altman, I. Drozdowska, K. Laitinen in Suvas (Altman, Iwanicz-Drozdowska, Laitinen & Suvas, 2017). aplicirajo Altmanov Z-score model na mednarodni ravni, kjer se predvsem koncentrirajo na bančni sistem z analizo 31 evropskih bank, ki poslujejo tudi mednarodno. Dodajajo, da je ekonomski razvoj vsake države posebej pogojen z robustnim finančnim sistemom, posledično s solventnimi bankami.

3.2.2 Beneish M-score model

Beneish M-score je matematični model, ki uporablja finančne kazalnike in osem različnih spremenljivk za ugotovitev, ali podjetje manipulira s svojim zaslužkom. Messod Beneish (1999) je leta 1999 izdal članek z naslovom Zaznavanje manipulacije z zaslužkom. Domneve, da podjetje manipulira z dobičkom, se lahko pojavijo na veliko različnih načinov. Beneish navaja, da so najpogostejše takrat, ko: ima podjetje visoko rast prodaje, padajoče bruto marže, naraščajoče obratovalne stroške in visoko stopnjo finančnega vzvoda. Dobiček bodo najverjetneje manipulirali s: pospeševanjem prepoznavnosti prodaje, povečevanjem odloženih stroškov, zviševanjem aktivnih časovnih razmejitev in zmanjševanjem amortizacije. Te predpostavke je M. Beneish zajel v enačbi (3).

(3)

$$\text{Beneish } M\text{-score. } 8M = -4,84 + 0,920 \text{ DSRI} + 0,528 \text{ GMI} + 0,404 \text{ AQI} + 0,892 \text{ SGI} + 0,115 \text{ DEPI} - 0,172 \text{ SGAI} + 4,679 \text{ TATA} - 0,327 \text{ LVGI}.$$

Kratice v svoji formuli uporabljajo časovno komponento, saj izračun kazalnikov v letu T primerjajo z identičnim izračunom v obdobju T-1. Pomen kratic je takšen (Beneish, 1999) (Finančni slovar, 2019):

DSRI pomeni indeks obračanja in dneve vezav terjatev. Izračuna se ga tako, da se terjatve v obdobju T deli s prodajo v obdobju T. Ta znesek pa se deli z rezultatom deljenja terjatev v T-1 s prodajo v T-1. Visoko povečanje števila dni terjatev lahko nakazuje na pospešeno udejstvovanje prodaje z namenom hitrega povečanja dobička.

GMI pomeni indeks bruto marže in se ga izračuna tako, da se od prodaje v obdobju T odšteje stroške prodanega blaga v T ter to deli s prodajo v T. Dobljeni znesek se deli z zneskom v obdobju T-1. Slabša bruto marža pošilja negativni signal o poslovanju podjetja ter ustvarja spodbudo za iskanje načinov povečevanja dobička.

AQI pomeni indeks kakovosti sredstev. Izračunamo ga tako, da od bilančne vsote odštejemo neto osnovna sredstva ter kratkoročna sredstva. Ta znesek delimo z bilančno vsoto v obdobju T. Isto naredimo tudi za obdobje T-1. Obdobje T delimo z obdobjem T-1. Povečanje dolgoročnih sredstev, na primer kapitalizacija stroškov, razen nepremičnin, naprav in

opreme v primerjavi s skupnimi sredstvi, kaže na to, da je podjetje potencialno povečalo odlaganje stroškov v namen povečevanja dobička.

SGI pomeni indeks rasti prodaje. Izračuna se ga tako, da se prodajo v T0 deli s prodajo v T-1. Visoka rast prodaje sicer ne pomeni manipulacije podjetja, vendar pa so podjetja z visoko rastjo prodaje bolj nagnjena k storitvi finančne goljufije, saj njihov položaj in potrebe po kapitalu nenehno pritiskajo managerje, da dosegajo še višje cilje zaslužka.

DEPI pomeni indeks deprecije oziroma amortizacije. Izračuna se ga tako, da se amortizacijo v T deli s seštevkom neto osnovnih sredstev in amortizacije v T. To se deli z istim izračunom za T-1. Padajoča raven amortizacije glede na osnovna sredstva povečuje možnosti, da je podjetje revidiralo ocenjeno dobo koristnosti sredstev ali pa sprejelo novo metodo amortiziranja, ki povečuje dohodek v določenem obdobju.

SGAI pomeni indeks prodajnih, splošnih in administrativnih stroškov. Izračuna se ga tako, da se sešteje prodajne, splošne in administrativne stroške v T ter deli s prodajo v T. To se deli z istim izračunom za T-1. Analitiki razlagajo nesorazmerno povečanje prodajnih, splošnih in administrativnih stroškov glede na prodajo kot negativen signal o prihodnih zmožnostih podjetja ter s tem omogočajo ustvarjanje višjega dobička.

LVGI pomeni indeks vzvoda. Izračuna se ga tako, da se sešteje kratkoročne in dolgoročne obveznosti v T in jih delimo z bilančno vsoto v T. To se deli z istim izračunom za T-1 kazalnike. Finančni vzvod se meri kot skupni dolg glede na celotna sredstva, njegovo povečanje pa ustvarja spodbudo za manipulacijo z dobičkom z razlogom, da bi poplačali vse dolžniške zaveze.

TATA pomeni celotno vrednost časovnih razmejitev do vrednosti celotnih sredstev. Izračuna se jo tako, da se od čistega dobička odšteje denarni tok iz poslovnih dejavnosti in ta znesek deli z bilančno vsoto. Skupne pasivne časovne razmejitve se izračunajo kot sprememba obratnega kapitala z izvzetimi denarnimi sredstvi, zmanjšanimi za amortizacijo v primerjavi z bilančno vsoto. Časovne razmejitve odražajo stopnjo, do katere lahko managerji vplivajo na proces računovodstva v podjetju. Zato je višja stopnja časovnih razmejitev povezana z večjo verjetnostjo manipulacije z dobičkom.

Za izračun 8M (osem stopenjskega modela) so potrebni sledeči finančni kazalniki: prihodki od prodaje, strošek prodanega blaga, terjatve, kratkoročna sredstva, neto osnovna sredstva, amortizacija, bilančna vsota, prodajni stroški, splošni stroški, administrativni stroški, čisti dobiček, denar na računu, kratkoročne obveznosti in dolgoročne obveznosti. Če je rezultat formule večji od -2,22, potem je verjetnost manipulacije z dobičkom prisotna. Če je rezultat še višji od -1,78, takrat obstaja velika verjetnost za manipulacijo z dobičkom. Če se podjetje nahaja pod -2,22, je verjetnost manipulacije z dobičkom nizka. V delu bom uporabil dve leti pred in po privatizaciji ter primerjal rezultata, ki jih model izračuna. Tudi Beneish M-score model je uporabljen v znanstvenih člankih in apliciran v praksi. V kolikor za leto 1998 formulo apliciramo na podjetju Enron, dobimo rezultat, da podjetje manipulira z dobičkom.

V nadaljevanju je bilo na principu Beneish M-score modela objavljenih še veliko raziskav in člankov. I. M. Oltean (Oltean, 2016) raziskuje spremembo Beneish modela na primeru podjetij, ki kotirajo na borzi v Bukarešti v obdobju finančne krize. Ugotavlja, da revizorske hiše ne upoštevajo modelov kot je Beneish, čeprav za model velja visoka stopnja točnosti. Leta 2013 Beneish in ostali (Beneish, Lee & Nichols, 2013), aplicirajo Beneish M-score model za namen raziskave pričakovanih donosov podjetij. S tem prikažejo, da imajo kazalniki za manipulacijo dobička podjetja moč napovedovanja donosov v podjetju.

3.3 Posebnosti med časovnimi primerjavami finančnega poslovanja podjetij

V delu bo imela zelo pomembno vlogo časovna komponenta. Veliko avtorjev, na katere se sklicujem v uvodu (Meggison, Nash, Randenborgh, Boubakri & Cosset), je v svojih analizah podjetij in privatizacije uporabilo tri leta kot časovno obdobje pred in tri leta kot časovno obdobje po privatizaciji. Leto, v katerem se je podjetje uradno privatiziralo (podpis pogodbe), je izključeno iz raziskave. Podjetja so bila privatizirana med leti 2013 in 2016. Tako bom v delu časovno omejen med leti 2010 in 2018. Za podjetji, ki sta bili privatizirani v letu 2016, bodo analizirani dve leti pred in po privatizaciji. Vsako podjetje in tudi vsaka privatizacija je zgodba zase. Nekatera podjetja so v tranzicijskem, prodajnem postopku nekaj mesecev, druga pa nekaj let (Marangos, 2004). V med-časovni primerjavi finančnih kazalnikov bom uporabil mediano. Mediano izračunamo kot $(n + 1)$ deljeno z 2. Poznana tudi kot srednja vrednost nam kaže, da je polovica rezultatov večja, polovica pa manjša. Mediana je dober pokazatelj, saj lahko v opazovanem obdobju zaradi enkratnih dogodkov določen finančni kazalnik zelo odstopa in bi tako pokvaril rezultat ob uporabi katere druge statistične spremenljivke. (McCall, 2000). Uporabnost med-časovne primerjave in mediane je pogosta. Thomas Kämpke (2010) uporabi mediano v primerjavi analize neenakosti. Jaroslav Schönfeld, Michal Kudej in Luboš Smrčka (2018) raziskujejo finančno zdravje podjetij na Češkem, kjer uporabijo mediano kot eno izmed statističnih metod. Uporabijo tudi Altmanov Z-score model, časovno obdobje treh let in mediano kot srednjo vrednost podatkov in vhodno vrednost za model.

4 ANALIZA PRIVATIZIRANIH PODJETIJ

4.1 Helios

4.1.1 Potek privatizacije

Že v začetku leta 2011 so se pojavile špekulacije, da bodo KAD in SOD skupaj z bankami oblikovali svežnje delnic, med katerimi naj bi bil tudi Helios. Te naložbe bi pritegnile številne tuje vlagatelje (povzeto po SDH, 2012). V naslednjih mesecih leta 2011 so se pojavile še dodatne špekulacije, da naj bi Helios postal tarča sovražnega prevzema. Vodilni v Heliosu so v maju 2011 izjavili, da veliko energije potrošijo za ukvarjanje z lastniki. Abanka Vipa je junija 2011 ponudila 3,26-odstotni delež podjetja na javni dražbi (povzeto po Helios, 2019).

Uradno je postalo 4. 10. 2011, ko so se mali delničarji dogovorili o prodaji. NLB, 32 % lastnik Heliosa, je po propadu Zvona Ena Holdinga vodila prodajo skupno 75 % lastniškega deleža. Delnica je bila v tistem trenutku na borzi vredna 370 evrov oziroma P/B 0,5x. Prodajalci so pričakovali vsaj P/B 1x, torej okoli 700 evrov (povzeto po LJSE, 2019).

Dolgoletni predsednik uprave Heliosa, na čelu je bil od leta 1981, je prodaji nasprotoval. S predstavnico prodajnega konzorcija NLB naj bi že začeli z iskanjem finančnega svetovalca. Lastniki so izjavili, da ne bodo popuščali pod pritiski uprave Heliosa in tudi pod dvomi o ohranitvi delovnih mest in o tem, da ni dober čas za prodajo delnic. Argument podjetja je bil, da podjetje posluje odlično, veliko investira in je uvrščeno v sam vrh slovenskih podjetij, ki vlagajo v raziskave in razvoj – v tistem letu kar 8,29 milijona evrov (povzeto po Helios, 2019).

V novembru so delavci Heliosa, skupaj z delavci Cinkarne Celje, organizirali protestni shod pred NLB-jem, kjer so protestirali proti prodaji uspešnih slovenskih podjetij. Konec leta 2011 je Alta svetovala pri prodaji delnic Heliosa. Do konca leta je Abanka Vipa svoj paket delnic prodala nemški družbi Sortoben Bürobedarf, za katero naj bi stal RIH. V prodajnem konzorciju na čelu z NLB pa so še vedno iskali finančnega svetovalca pri prodaji. V konzorcij so spadale tudi Gorenjska banka, Banka Celje, NKBM, Zavarovalnica Triglav, Sava, Unicredit Bank Austria, KAD, SOD, Modra zavarovalnica in ostali. Medtem je bilo izkazanega kar nekaj interesa za Helios tudi s strani večjih, strateških investitorjev, kot so Kansai Paint, Asian Paints in PPG korporacija. V začetku leta 2012 je NLB odstopila od prodaje Heliosa. Dne 17. 3. 2012 se je na čelu z NLB zopet začela skozi prodajni konzorcij prodaja 75-odstotnega deleža podjetja (povzeto po SDH, 2019) (LJSE, 2019).

Zaposleni v Heliosu so 19. 4. 2012 poslali uradno pismo na vlado, v katerem so prosili za sestanek, na katerem naj bi vlado prepričali o neprodaji podjetja. Dne 16. 5. 2012 je bila za prodajo 75-odstotnega deleža Heliosa izbrana francoska banka BNP Paribas (Helios, 2019).

Z dnem 28. 7. 2012 so delničarji na skupščini postavili nov nadzorni svet ter omejili pooblastila predsedniku uprave Heliosa. Septembra 2012 se je pričel z objavo postopka prodaje Helios tudi uradno prodajati. Ocenjevali so, da naj bi bil prodan v letu dni (povzeto po LJSE, 2019).

Za Helios je bilo veliko zanimanja, a prvi je oktobra uradno vstopil v prodajni postopek avstrijski RIH, ki naj bi že imel nekaj odstotkov delnic preko fiduciarnih računov. Delnica Heliosa je v oktobru na Ljubljanski borzi že trgovala pri vrednosti okoli 520 evrov za delnico. Opaziti je bilo tudi porast prometa. 19. 11. 2012 je prispelo dvanajst nezavezujočih ponudb (LJSE, 2019). To je pomenilo tudi začetek skrbnih pregledov s strani potencialnih prevzemnikov. V decembru so se trije potencialni prevzemniki uvrstili v ožji krog za opravljanje skrbnega pregleda v podjetju. PPG skupina iz Amerike, RIH ter finančni sklad One Equity (SDH, 2019). Rok za oddajo zavezujočih ponudb je bil podaljšan do 24. 5. 2013, hkrati pa so uprava, zaposleni, župan in nekatera širša javnost pritiskali za vzpostavitev varovalk za zaščito Heliosa. Po podaljšanju roka za prevzem do 1. 6. 2013 je postalo jasno, da sta v boju za prevzem le še PPG in RIH. Na koncu je zavezujočo ponudbo oddal le RIH, ki naj bi nakup financiral s pomočjo Blackstone in Templet. Na dan 16. 10. 2013 je RIH dokončno kupil večinski, 73,12-odstotni delež Heliosa, za 145 milijonov evrov (povzeto po Helios, 2019).

Spomnim naj, da se je prodaja začela pred dobrima dvema letoma. Velika verjetnost je, da so uprava podjetja in dolgoročni postopki znižali prodajno ceno podjetja. Ob začetku prodaje so pričakovali tudi do 700 evrov na delnico, dobili pa so 520 evrov (LJSE, 2019). Moramo vedeti, da je RIH prevzel tudi celoten dolg v podjetju, ki je v prejšnjem letu znašal 110 milijonov evrov. Vodilni v RIH-u so komentirali, da je prevzem Heliosa za njih prevzem desetletja (Helios, 2019). Ta avstrijski holding je sicer v lasti londonskega zasebnega sklada Oxhauth, delničarji katerega so znani Avstrijci in Nemci (SDH, 2019). V letu 2017 so prevzeli tudi slovensko podjetje Niko Železniki, v svojem portfelju pa imajo še nekaj strateških investicij, tudi iz kemične industrije barv, premazov in lakov (povzeto po Bisnode, 2019). Vlada je bila zadovoljna s poslom in pričetkom prodaje podjetij iz seznama 15 podjetij za prodajo. Po prevzemu so se pojavili prvi znaki o racionalizaciji stroškov dela in krčenju števila zaposlenih (SDH, 2019). Konec leta 2013 je bilo 300 manj zaposlenih kot na začetku leta, kar je 12,5 % vseh zaposlenih (Bisnode, 2019). Vse te očitke bom preveril v finančni analizi. Na izredni skupščini Heliosa so 7. 8. 2014 razpravljali o dokončnem umiku podjetja iz borze, s čimer so bili mali delničarji iztisnjeni (LJSE, 2019).

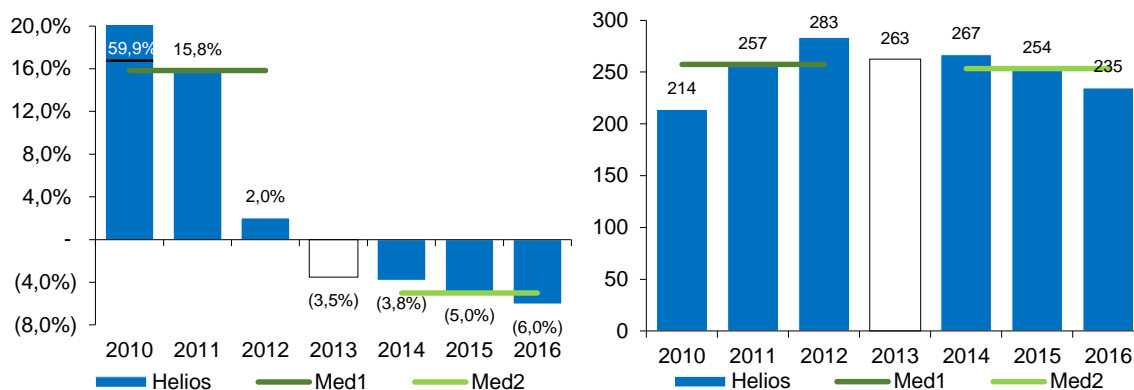
4.1.2 Finančna analiza

Podjetje Helios je bilo privatizirano v letu 2013. Moja analiza tako zajema obdobje 2010–2012 in 2014–2016. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

Prihodki od prodaje so po kriznem obdobju in padcu prodaje v letu 2010 doživeli visoko rast. Po letu 2010 pa je začela rast prodaje konstantno upadati, mediana v opazovanem

obdobju znaša 15,8 % (slika 1). Prihodki na zaposlenega so se pred privatizacijo povečevali. Mediana prihodkov na zaposlenega tako znaša 257 tisoč evrov (slika 2). Rast ni bila le na račun rasti prihodkov, ampak tudi zaradi zniževanja števila redno zaposlenih. Leta 2010 je podjetje imelo 867 redno zaposlenih, leta 2012 pa 773. Tudi stroški dela na zaposlenega so v opazovanem obdobju ostali na isti ravni.

Slika 1: Rast prihodkov od prodaje Slika 2: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



Vir: GVIN, (2019).

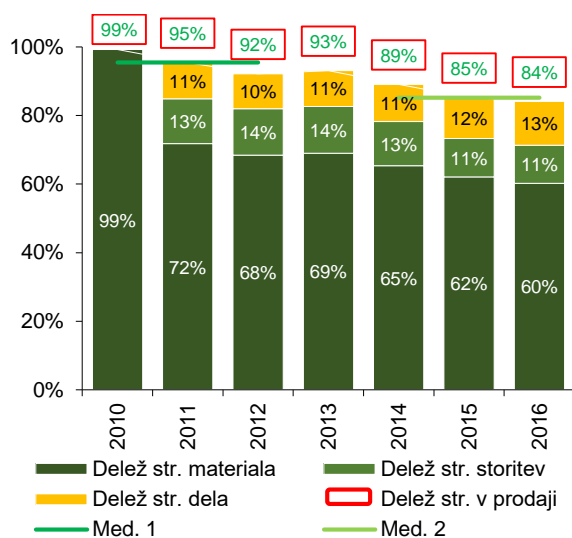
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Trend padca prihodkov se je nadaljeval do leta 2017. Podjetje je preživljalo konsolidacijo slabo integriranih prevzetih blagovnih znamk pred krizo, pretrese v vodstvu podjetja in nadzornem svetu ter nestanovitnost med zaposlenimi. Tako mediana rasti prihodkov od prodaje po privatizaciji znaša -5,0 % (slika 1). Po privatizaciji so zaradi padanja prihodkov upadli tudi prihodki na zaposlenega. Mediana prihodkov na zaposlenega v obdobju po privatizaciji znaša 254 tisoč evrov (slika 2). Število redno zaposlenih je v tistem obdobju ostalo na enakem nivoju. Leta 2017 je imelo podjetje 800 redno zaposlenih.

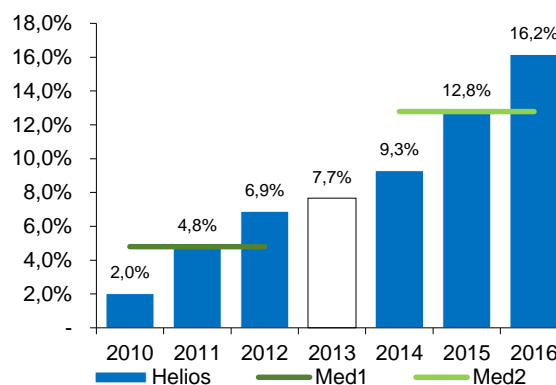
Delež stroškov v prodaji se je v opazovanem obdobju pred privatizacijo zniževal, kar je tudi razlog za rast dobičkonosnosti podjetja (racionalizacija). V obdobju pred privatizacijo mediana deleža stroškov v prodaji znaša 95,0 % (slika 3). Pred privatizacijo je vodstvo podjetja večkrat izjavilo, da je za nižji poslovni rezultat krivo zvišanje stroškov materiala. Za leto 2010 podjetje računovodsko ni razčlenjevalo stroškov za javno dostopne baze (slika 12). EBITDA marža je po letu 2010 konstantno naraščala. To kaže predvsem na racionalizacijo podjetja in strateško usmeritev v zvišanje EBITDA marže, ki je pogosto tudi glavni kazalnik pri vrednotenju podjetja (Damodaran, 2011). Naraščanje EBITDA marže (slika 3) nam kaže na vzpostavljeno strategijo podjetja že pred privatizacijo. Mediana EBITDA marže pred privatizacijo znaša 4,8 % (slika 4).

Slika 3: Delež stroškov v prodaji



Vir: GVIN, (2019).

Slika 4: EBITDA marža



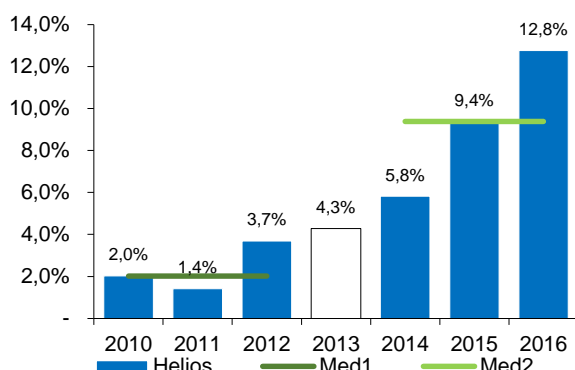
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je mogoče videti, da so stroški materiala in stroški storitev padli (slika 3), kar je pomenilo, da je novi lastnik izboljšal poslovanje podjetja skozi bolj ugodne nakupne pogodbe ali celo menjavo dobaviteljev. Stroški dela pa so se povečevali, kar nakazuje na rast plač zaposlenih. Tako je mediana deleža stroškov v prodaji v obdobju po privatizaciji padla na 85,0 %. Upad količinske prodaje v letih 2013–2016 pa ni vplival na EBITDA maržo, ki je vseskozi naraščala in katere mediana je v obdobju po privatizaciji znašala 12,8 % (slika 4).

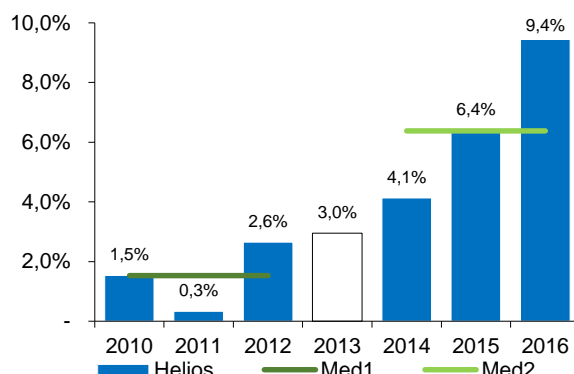
Pred privatizacijo je EBIT marža sledila ciljni naravnosti podjetja, povečanja dobičkonosnosti. Mediana le-te znaša 2,0 % (slika 5). V letu 2011 je podjetje beležilo rast amortizacije ter tako nižjo EBIT maržo. Čisti dobiček od prodaje je bil pred privatizacijo skromen. Mediana neto marže v obdobju pred privatizacijo tako znaša 1,5 % (slika 6). V letu 2011 je bil ob višji amortizaciji višji tudi negativen finančni rezultat podjetja, kar je tudi vzrok za nižjo rast dobička.

Slika 5: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 6: Neto marža



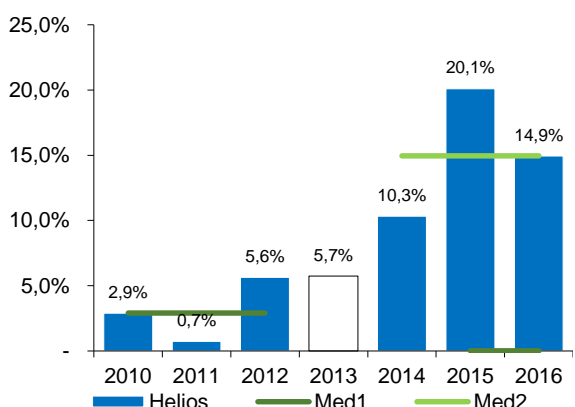
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji EBIT marža pospešeno narašča (slika 5), čemur sledi tudi čisti dobiček (Slika 6), ki v opazovanem obdobju hitro narašča, kar je posledica predvsem nižanja stroškov in izboljšanja finančnega rezultata. Izboljšanju dobička z leti je pripomogel tudi upad obratnega kapitala. Mediana EBIT marže po privatizaciji znaša 9,4 % (slika 5), mediana neto marže pa 6,4 % (Slika 6).

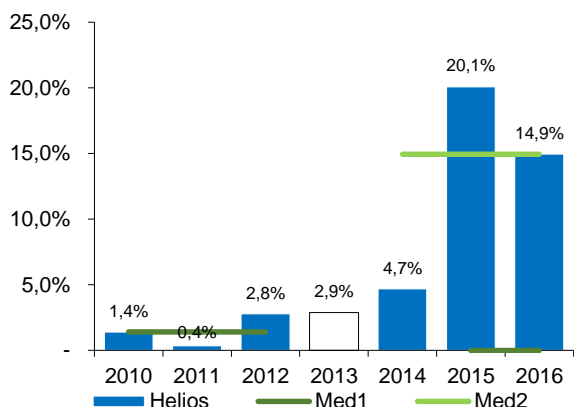
Pred privatizacijo je podjetje dosegalo skromen donos na kapital (slika 7). Skromen je bil tudi donos na sredstva (slika 8). Nizke stopnje donosa zagotovo niso eden od razlogov za rast cene delnice na trgu v obdobju pred privatizacijo.

Slika 7: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 8: Donos na sredstva



Vir: GVIN, (2019).

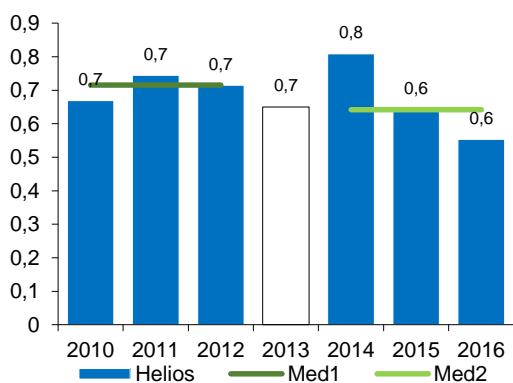
(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji sta se začela donos na kapital in donos na sredstva povečevati (slika 6) (slika 7). Vodstvo podjetja je po privatizaciji očitno ciljalo na višje kazalnike donosnosti, kar je

posledično zviševalo tudi ceno podjetja. Tako se je mediana donosa na kapital in donosa na sredstva po privatizaciji občutno zvišala.

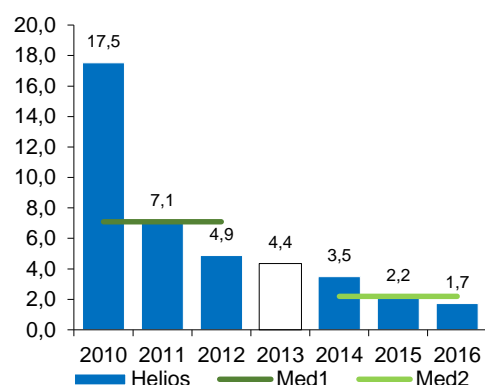
V opazovanem obdobju pred privatizacijo vidimo, da se podjetje praktično ni razdolževalo. Tako mediana dolga na kapital znaša 0,7 (slika 9). Vodstvo podjetja je že pred privatizacijo z racionalizacijo proizvodnje nastavilo pogoje, ki so zvišali EBITDA, s čimer so naredili dolg manj težaven, saj se bo ta lahko hitreje financiral. Tako mediana dolga na EBITDA pred privatizacijo znaša 7,1 (slika 10).

Slika 9: Dolg/kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 10: Dolg/EBITDA



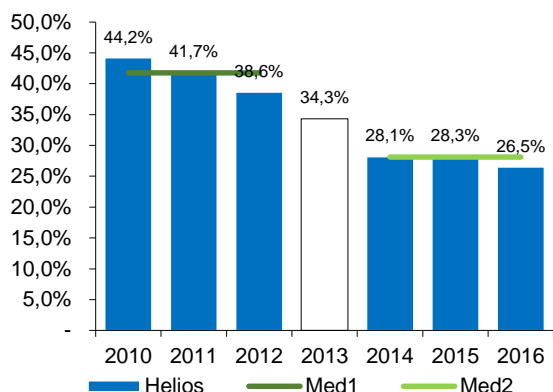
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V drugem letu po privatizaciji so lastniki postopno začeli z razdolževanjem. Mediana dolga na kapital je tako padla na 0,6 (slika 9). Lahko bi trdili, da je višina dolga podjetja mogoče neposreden krivec, zakaj je bilo podjetje prodano, vendar vemo, da dolg podjetja ni vplival na privatizacijo podjetja. V obdobju po privatizaciji je podjetje še dodatno zniževalo kazalnik Dolg/EBITDA. Mediana le-tega tako znaša 2,2 (slika 10).

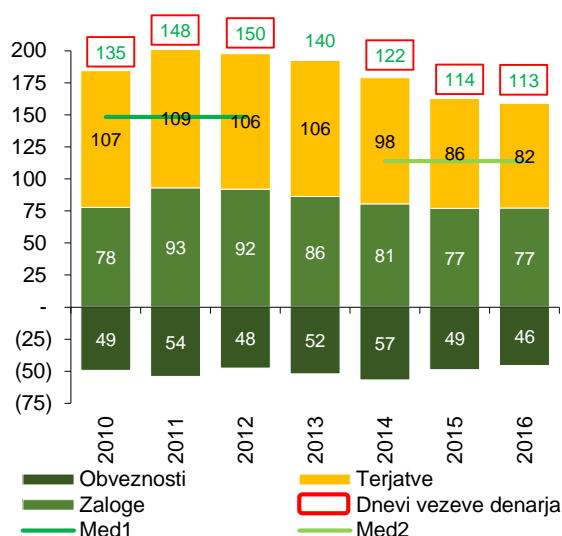
Dnevi vezave denarja v podjetju so bili pred privatizacijo visoki, predvsem na račun višjih zalog in terjatev. Mediana dne vezave denarja tako znaša 148 (slika 11). Zniževanje obratnega kapitala kot deleža prodaje potrjuje, da je že pred privatizacijo v podjetju prihajalo do racionalizacije poslovanja. Mediana obratnega kapitala od prodaje v obdobju pred privatizacijo znaša 41,7 % (slika 12).

Slika 11: Obratni kapital kot % prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 12: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Obratni kapital kot delež prodaje se je po privatizaciji ustalil na okoli 28 %, mediana 28,1 % (slika 11). Zmanjšanje števila zalog in dne vezav zalog so tudi pripomogli k znižanju obratnega kapitala kot deleža prodaje. Dnevi vezave denarja nam nakazujejo na to, da so po privatizaciji racionalizirali upravljanje z zalogami in terjatvami. Mediana dne vezave denarja v obdobju po privatizaciji tako znaša 114 (slika 12). Znižanje dni vezav denarja je zagotovo pripomoglo k izboljšanju dobičkonosnosti podjetja.

Altman Z-score test nam pokaže, da je podjetje po privatizaciji zmanjšalo možnost za stečaj. Pred privatizacijo znaša izračun 2,94, kar je ravno pod mejo kriterija za minimalno možnost stečaja. Po privatizaciji pa nam izračun pokaže 3,37, kar kaže na izboljšavo. Štiri od petih enačb v izračunu so izboljšale napovedi, kot vidimo v prilogi. Kot kritično dojame enačba le zmanjšanje obratnega kapitala, saj je ta potreben za vsakodnevno poslovanje podjetja.

Beneish M-score rezultat -2,08 pred privatizacijo nam kaže, da obstaja možnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša -2,86, kar nam kaže na to, da podjetje ne manipulira s prikazom finančnega izida oziroma je za to zelo majhna verjetnost. Večina od osmih predpostavk v formuli se izboljša, najbolj pa se izboljša AQI, ki nam nakazuje na kakovost sredstev v podjetju. AQI nam kaže tudi to, da se je po privatizaciji povečalo število dolgoročnih sredstev, kar je za podjetje pozitivno s stališča nezmožnosti manipulacije.

4.2 Fotona

4.2.1 Potek privatizacije

Že v začetku leta 2011 so se pojavile špekulacije, da bo državni PDP (Posebna družba za podjetniško svetovanje), na katero je bilo leto dni prej iz KAD-a in SOD-a prenešeno skupno 70,48-odstotni delež podjetja poskušal čim hitreje prodati podjetje. Za nakup Fotone se je med drugimi zanimala tudi Iskra, ki je že bila lastniško povezana s podjetjem, a je PDP naposled odločil, da podjetje v 2011 še ni na prodaj (PDP, 2012).

Pomembno je vedeti, da je v obdobju svetovne gospodarske krize leta 2008 podjetje doživelo nižji upad prodaje kot konkurenti, predvsem so se učvrstili na ameriškem trgu, kjer je bila konkurenca v večjih težavah. Fotona je bila dobro prodajno razpršena na več terapevtskih področij v medicini, kar je poudaril tudi tedanji direktor podjetja, Matjaž Lukač (Fotona poročila, 2019). Tako so v letu po gospodarski krizi obdobje zmanjšanja svetovnega trga izdelkov družbe izkoristili za povečanje razvojno-raziskovalnih aktivnosti ter s tem obuditev trga dočakali z novimi izdelki. Vodstvo podjetja je imelo ves čas strategijo upravljanja in bilo pri tem po mojem mnenju uspešno pripravljeno na prihodnost, a ob vprašanju, koliko je bilo zares ciljno naravnano (Fotona, 2019).

Nepričakovan premik se je zgodil 16. 9. 2011, ko je PDP objavil povabilo zainteresiranim vlagateljem k sodelovanju v postopku prodaje 70,48-odstotnega deleža Fotone. Objava je predstavljala začetek prve faze prodajnega postopka, v kateri lahko zainteresirani vlagatelji podajo pisno izjavo o interesu do polnoči 10. 12. 2011 (PDP, 2012). Šlo je za dvostopenjski prodajni postopek, kar pomeni, da po prejetem informacijskem memorandumu podjetja, zainteresirani vlagatelji podajo nezavezujoče ponudbe. V drugi fazi pa so zainteresirani vlagatelji pozvani, da v podjetju opravijo skrbni pregled (PDP, 2012). Nikjer ni jasno razvidno, zakaj se je PDP naposled le odločil za začetek prodajnega postopka Fotone, čeprav so na začetku leta trdili, da v tem letu podjetje še ni naprodaj. Tudi PDP je zagovarjal stališče, da je Fotona dobra družba, ki dobro posluje in bi jo bilo pravilno prodati, saj je trenutek za prodajo pravi. Uprava z Matjažem Lukačem na čelu je vztrajala na stališču, da država prodaja dobra podjetja, da bi lahko reševala slaba, vendar prodaji ni neposredno nasprotovala (Fotona, 2012). V podjetju so si želeli le hitrega prodajnega postopka in strateškega kupca, ki bi ohranil razvojno središče v Sloveniji (PDP, 2012).

Do roka za oddajo je nezavezujoče ponudbe oddalo kar dvajset podjetij iz vsega sveta. V začetku leta 2012 je v drugi krog prišlo kar deset kandidatov za nakup in s tem posledično v začetek skrbnega pregleda Fotone. Podjetje je bilo ocenjeno na 15 milijonov evrov. Predsednik uprave Fotone je v javnosti še enkrat poudaril, da z vidika učinkovitosti poslovanja ni potrebe po prodaji družbe, saj vsi kazalniki dobičkonosnosti rastejo (LJSE, 2019).

V začetku februarja se je zgodil preobrat, saj je želel AUKN blokirati prodajo preko lastniških povezav državnih podjetij in skupščine. To se naposled ni zgodilo in skrbni pregled je marca izvedlo šest potencialnih kupcev. Dne 5. 5. 2012 se prispele zavezujoče ponudbe za Fotono. Pogajanja in prodajni postopek so tekli še do konca leta 2012 (AUKN, 2012). V začetku leta 2013 je bilo znano, da so ostali le dva do trije resni kupci. Najbližje nakupu naj bi bil Alpe Adria Balkan Fund s sedežem na Gibraltarju. Zaradi nezaključitve prodajnega postopka so vodilni v podjetju, vključno s prodajnim odborom, postali nejevoljni. V drugi polovici leta 2013 so se pojavili tudi novi potencialni prevzemniki, eden izmed njih je bil tudi Ameriški Technology4Medicine, ki je začel s skrbnim pregledom podjetja. V podjetju so si izrecno želeli kupca iz panoge ter vlaganja v prodajno mrežo (SDH, 2019).

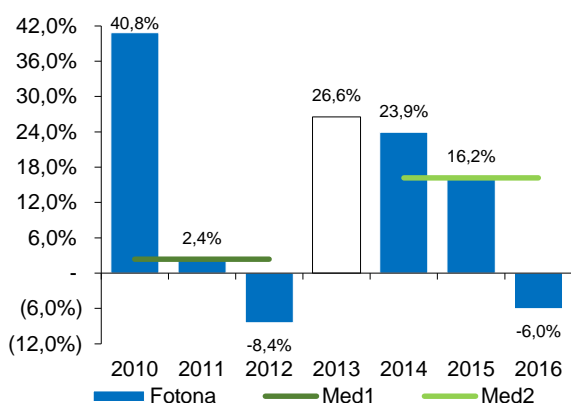
Ko je bilo podjetje konec leta 2013 že skoraj prodano, so se pojavile informacije o pretežnem favoriziranju določenih potencialnih kupcev. Ko v letu 2013 ni prišlo do prodaje, se je PDP odločil za dražbo podjetja v začetku leta 2014. Dne 30. 1. 2014 je bila izvedena dražba podjetja z izključno ceno 18 milijonov evrov plus 1 milijon, če podjetje nima obveznosti iz tekočih sporov, predvsem gre za odprt patentni spor iz Kanade. Kot resna interesenta sta se ponujali že prej omenjeni podjetji. Že naslednji dan je Technology4Medicine, katere partner in tudi lastnik je Gores Laser Holdings, povezan s kalifornijsko investicijsko skupino The Gores Group, podpisalo pogodbo o prevzemu Fotone. Prodajo podjetja sem postavil v leto 2013, saj so se konec leta že vse dogovorili, privatizacijo s strani Američanov so favorizirali tako v podjetju, kot tudi večina ostalih deležnikov, na čelu s tedanjim ameriškim veleposlanikom v Sloveniji (povzeto po AUKN, 2019). Že naslednji mesec po podpisu pogodbe je bila kupnina za večinski delež Fotone poplačana. Ameriški investitor je tudi objavil namero za prevzem celotnega deleža podjetja, katerega še večji lastniški delež sta imela G.I. Dakota in Iskra. Že v začetku meseca maja 2014 je Ameriško podjetje postalo 100-odstotni lastnik Fotone (Fotona, 2019).

4.2.2 Finančna analiza

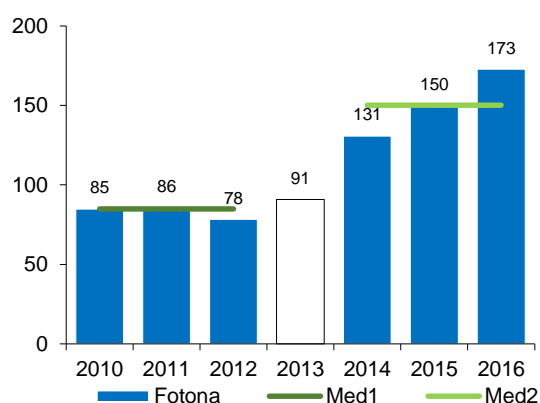
Podjetje Fotona je bilo privatizirano v letu 2013. Moja analiza tako zajema obdobji 2010–2012 in 2014–2016. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

Prihodki od prodaje so po kriznem obdobju in padcu prodaje v letu 2009 doživeli visoko rast v letu 2010. Po visoki rasti v letu 2010 so prihodki začeli upadati. Podjetje je leta 2010 začelo s prodajo novih laserjev, a po uspešnem prodajnem letu ni bilo zmožno obdržati rasti prodaje. V obdobju pred privatizacijo tako mediana rasti prihodkov znaša 2,4 % (slika 13). Mediana prihodkov na zaposlenega je v obdobju pred privatizacijo znašala 85 tisoč evrov (slika 14). Le v letu 2012 je zaradi padca prodaje ta znesek nižji. Število redno zaposlenih se je povečalo iz 220 na 257.

Slika 13: Rast prihodkov od prodaje Slika 14: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



Vir: GVIN, (2019).



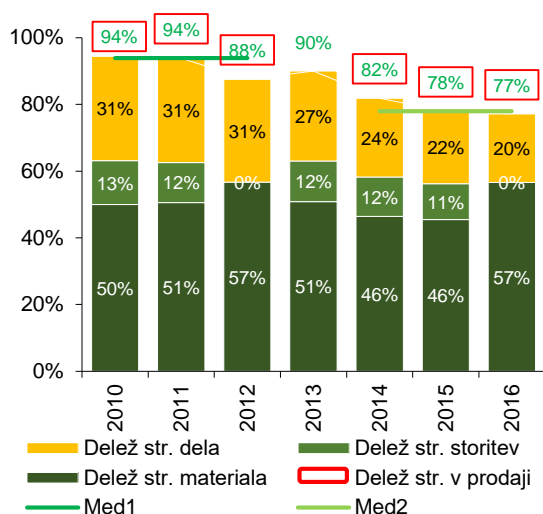
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je število redno zaposlenih v letu 2014 padlo na 221, vendar se je do konca leta 2016 zopet povzpelo na 257. Z visoko rastjo prihodkov so tako tudi prihodki na zaposlenega hitro rastle. Mediana le-teh je narasla na 150 tisoč evrov v obdobju po privatizaciji (slika 13). Po privatizaciji so se prihodki od prodaje povečali in rasli vse do leta 2016, ko je prodaja podjetja občutno padla. Mediana rasti prihodkov od prodaje tako znaša 16,2 % (slika 14). Po padcu prodaje v letu 2016 in ponovni lastniški spremembi v podjetju naslednje leto je prodaja začela naraščati v letih 2017 in 2018.

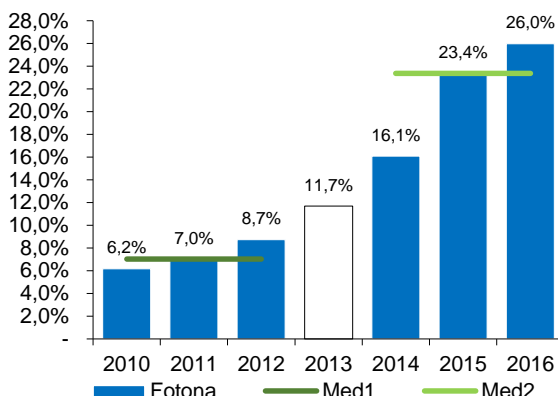
V obdobju pred privatizacijo je mediana deleža stroškov v prodaji znašala 94,0 % (slika 15). Glede na rast prodaje lahko rečemo, da so skladno z njo naraščali tudi stroški. V letu 2012 je podjetje obračunavalo stroške storitev in materiala skupaj. Kot nam kaže (slika 16) je EBITDA marža v obdobju pred privatizacijo naraščala, kar kaže na dobro upravljanje podjetja, vendar je mediana EBITDA marže 7,0 % podpovprečna za visokotehnološko industrijo, v kateri se podjetje nahaja.

Slika 15: Delež stroškov v prodaji



Vir: GVIN, (2019).

Slika 16: EBITDA marža



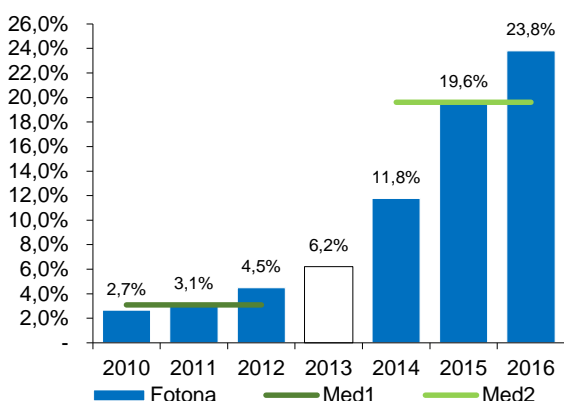
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji se stroški skupno nižali, kar je bila posledica racionalizacije poslovanja podjetja. Tako mediana deleža stroškov v prodaji pade na 78,0 % (slika 15). Vendar pa so se realno vsi stroški povečevali, saj je bila rast prodaje predvsem v letih 2014 in 2015 visoka. Plače zaposlenim so se realno zvišale, a kot delež prodaje so se znižale, stroški storitev in materiala pa so se realno zvišali, vendar so kot delež prodaje ostali na istem nivoju. V letu 2016 je podjetje upoštevalo delež stroškov materiala in storitev skupaj. EBITDA marža je po privatizaciji strmo narasla, kar kaže na racionalizacijo v podjetju. Mediana EBITDA marže tako znaša 23,4 % (slika 16). Tudi po letu 2016 je podjetju uspelo obdržati visoko EBITDA maržo. Prav racionalizacija v podjetju, ki je privedla do skoraj štirikratnega zvišanja EBITDA marže, je povzročila tudi to, da je bilo podjetje v letu 2017 prodano po štirikratni privatizacijski ceni.

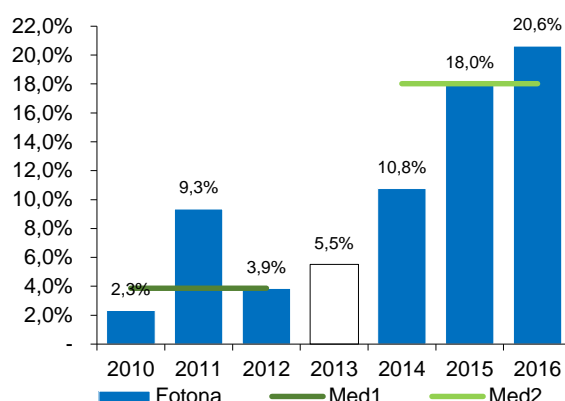
Pred privatizacijo nam (slika 17) kaže, da je tudi EBIT marža sledila ciljni naravnosti podjetja, in sicer povečanja dobičkonosnosti. Mediana EBIT marže tako znaša 3,1 % pred privatizacijo. V obdobju pred privatizacijo tako podjetje beleži relativno nizko stopnjo dobičkonosnosti, vendar je čisti dobiček naraščal (slika 18). Višja rast dobička v letu 2011 je posledica predvsem pozitivnega finančnega izida, višjih finančnih prihodkov. Moram poudariti, da je tudi med gospodarsko krizo podjetje ostalo dobičkonosno, kar kaže na uspešnost poslovnega modela podjetja in dobičkonosno panogo, v kateri podjetje posluje.

Slika 17: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 18: Neto marža



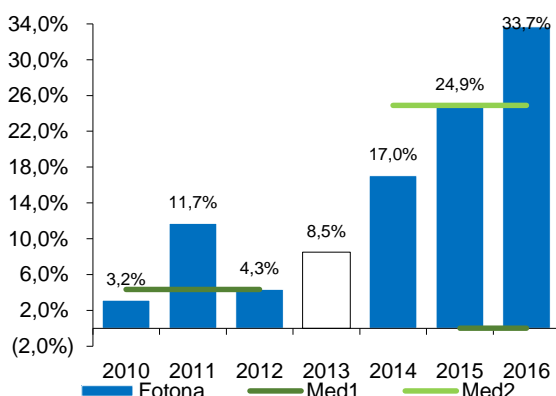
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji so kazalniki rastle v skladu z racionalizacijo in rastjo EBITDA marže, kar pomeni, da ni bilo enkratnih dogodkov in je podjetje poslovalo v skladu s strategijo in pričakovanji izboljšanja marž. Mediana EBIT marže se tako povzpne na 19,6 % (slika 17) v obdobju po privatizaciji, medtem ko se neto marža povzpne na 18,0 % (slika 18).

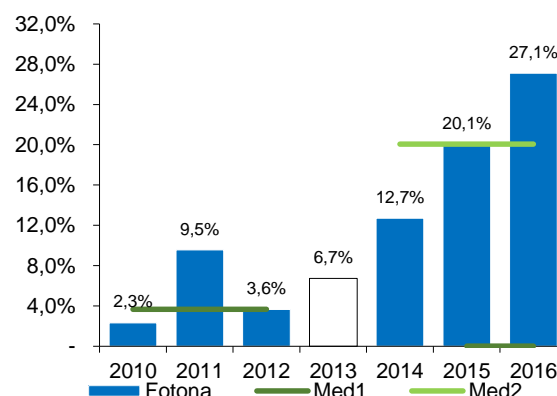
V obdobju pred privatizacijo je mediana donosa na kapital znašala 4,3 % (slika 19), mediana donosa na sredstva pa je znašala 3,6 % (slika 20). Podjetje je tako dosegalo relativno nizko stopnjo donosa.

Slika 19: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 20: Donos na sredstva



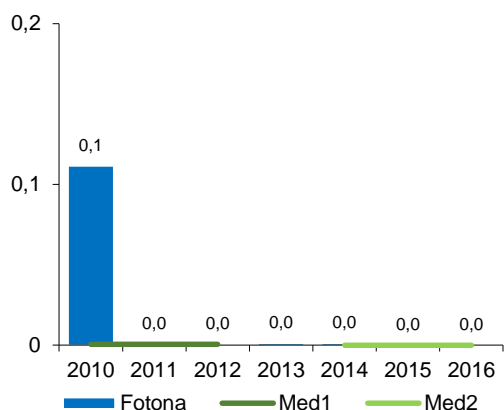
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je dobiček na kapital naraščal, kar je posledica višanja dobičkonosnosti podjetja. Tako mediana donosa na kapital po privatizaciji zraste na 24,9 % (slika 19). Posledično se je povešal tudi dobiček na sredstva, ki znaša 20,1 % (slika 20). Tudi novo vodstvo podjetja po letu 2017 ohranja visoke kazalnike dobička na kapital in na sredstva.

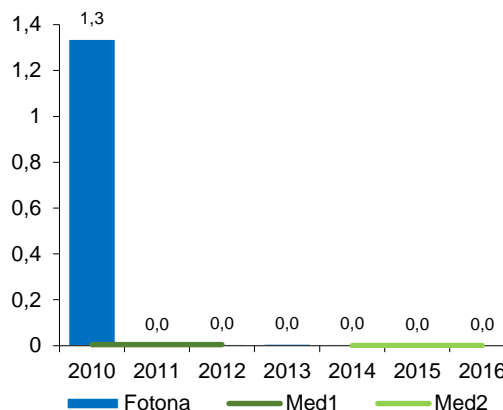
Iz slike 22 in slike 23 je razvidno, da podjetje pred privatizacijo praktično ni imelo dolga, razen v letu 2010, kar je posledica dolgoročnih finančnih obveznosti iz obdobja pred krizo, v znesku 1,6 milijona evrov.

Slika 21: Dolg/kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 22: Dolg/EBITDA



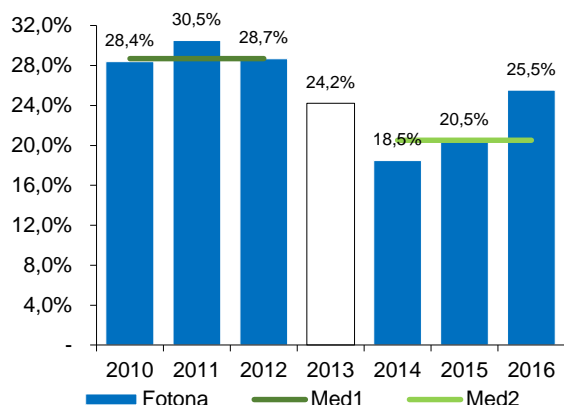
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji podjetje praktično ni imelo finančnih obveznosti, kar je razvidno iz slike 22 in slike 23. Kot zanimivost pa je podjetje v letu 2017 najelo dolgoročno posojilo v vrednosti 8,6 milijona evrov.

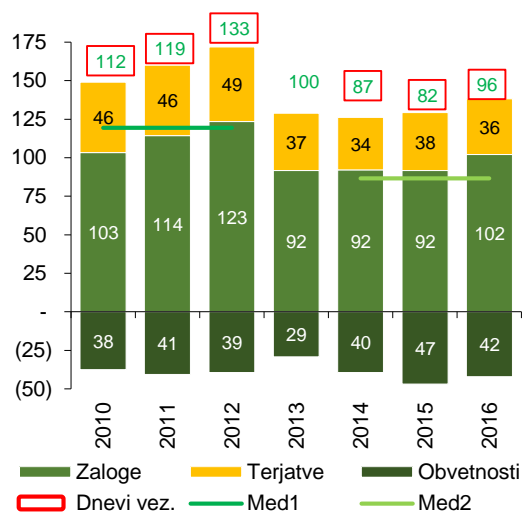
Obratni kapital kot odstotek prodaje nam kaže, da je pred privatizacijo podjetje za poslovanje potrebovalo relativno visok znesek obratnega kapitala. Mediana le-tega znaša 28,7 % (slika 23). Visoka stopnja zalog je posledično tudi doprinesla k visokemu obratnem kapitalu. Dnevi vezave denarja so se povečevali in v letu 2012 dosegli najvišjo točko, predvsem na račun povišanega števila dne vezave zalog. Mediana dni vezave denarja v obdobju pred privatizacijo znaša 119 (slika 24).

Slika 23: Obratni kapital kot % prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 24: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Kot je razvidno iz slike 21 so se potrebe po obratnem kapitalu takoj po privatizaciji znižale, vendar pa v obdobju po privatizaciji zopet naraščajo. Mediana obratnega kapitala kot odstotka prodaje tako pade na 20,5 % (slika 23). Podjetje je znižalo tudi dneve vezav denarja po privatizaciji. Mediana le-teh pade na 87 dni (slika 24), predvsem na račun nižjih terjatev in več dni vezave obveznosti podjetja. Znižanje dni vezave denarja in deležev stroškov v prodaji je zagotovo pripomoglo k izboljšanju dobičkonosnosti podjetja.

Altman Z-score test nam pokaže, da je imelo podjetje pred privatizacijo zelo majhno verjetnost za stečaj. Pred privatizacijo znaša izračun 6,09, kar je visoko nad mejo kriterija za minimalno možnost stečaja. Po privatizaciji pa nam izračun pokaže 6,75, kar kaže na izboljšavo in je odličen rezultat. Tri od petih enačb pokažejo na izboljšanje rezultata podjetja po privatizaciji. Predvsem se izboljša dobičkonosnost, v povezavi s tem tudi sredstva in bilančna vsota podjetja.

Beneish M-score rezultat -2,61 pred privatizacijo nam kaže, da ne obstaja velika verjetnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša -3,08, kar nam kaže na to, da podjetje ne manipulira s prikazom finančnega izida oziroma je za to zelo majhna verjetnost. Pet od osmih predpostavk v enačbi se izboljša. Najbolj se izboljša TATA, kar kaže na izboljšanje celotne vrednosti časovnih razmejitev do vrednosti celotnih sredstev, kar je zopet rezultat zvišanja dobička in sredstev. Pozitiven učinek ima tudi povečan denarni tok podjetja. Izboljša se tudi LVGI, ki nam kaže indeks vzvoda, predvsem zaradi znižanja kratkoročnih obveznosti. Poslabšanje kazalnika AQI opozarja na prehitro rast sredstev v obdobju po privatizaciji, indeks SGI pa kaže na hitro rast prodaje, ki bi lahko bila v prihodnje problematična.

4.3 Letrika

4.3.1 Potek privatizacije

Že v začetku leta 2010, po težavah Zvon Ena holdinga, so se pojavile špekulacije o prodaji nekaterih podjetij, med katerimi je bila tudi tedaj imenovana Iskra Avtoelektrika. Podjetje je slabo preživelo krizo, saj je ob padcu prometa beležilo ob koncu leta tudi visoke izgube. V po kriznem obdobju se je podjetje odločilo tudi za številne ovadbe zaradi protipravnih pridobivanj koristi iz menedžerskih odkupov in oškodovanja podjetja (povzeto po GVIN, 2019).

V februarju 2012 se je zaradi stečaja Zvona dva holdinga več slovenskih družb znašlo v stečajni masi. Med njimi je bila tudi Iskra Avtoelektrika, za katero se je že pokazalo zanimanje s strani Kolektorja. Tedaj se je pojavilo tudi veliko pritiska na ostale male delničarje, saj je bilo jasno, da je bilo podjetje po udarcu iz globalne krize v letih 2008 in 2009 še vedno podvrednoteno. Cena na borzi se je gibala kot 1,3x EBITDA oziroma 5x dobička (LJSE, 2019).

Proti koncu leta 2012 je Kolektor Group resneje skušal s pomočjo SOD-a povezati lastnike v konzorcij in prevzeti podjetje, vendar neuspešno, saj je do konca leta uspel pridobiti le 16-odstotni delež podjetja z borznim odkupom in je tako postal največji lastnik podjetja v tistem trenutku (povzeto po SDH, 2019). Prezemna cena na borzi je znašala polovico knjigovodske vrednosti podjetja (Letrika, 2014).

Na dan 20. 12. 2012 pa je vendarle pride do napredka, saj so državni lastniki podpisali sporazum o prodaji podjetja. Prišlo je do oblikovanja konzorcija prodajalcev, ki ga je vodil sedemodstotni lastnik SOD, poleg njega so bili v konzorciju še: Modra zavarovalnica 14 %, NLB 12 %, CBS 10 % odstotkov – zastavljeno pri bankah, Zvon Ena Holding 6 % – zastavljeno pri bankah in še nekateri manjšinski lastniki (povzeto po SDH, 2019).

Dne 25. 11. 2013, skoraj leto dni po oblikovanju konzorcija, je bil za finančnega svetovalca pri prodaji izbran KPMG. Po tem ko je KPMG začel z zbiranjem nezavezujočih ponudb, je bilo že v decembru izkazanega veliko zanimanja za podjetje. Do novega leta je bilo znanih vsaj deset zainteresiranih prevzemnikov, od tega pet potencialnih strateških kupcev, cena delnice pa je v zadnjih treh mesecih leta 2013 zrasla za 68 %. Ob povečani likvidnosti je delnica dosegla najvišjo vrednost po letu 2009. Tako se je tudi tržna kapitalizacija podjetja dvignila nad 50 milijonov evrov (povzeto po LJSE, 2019).

Konec januarja 2014, ko je potekel rok za zbiranje nezavezujočih ponudb, je te ponudbe oddalo kar 22 družb. Ne samo prevzemna evforija, temveč tudi lep čisti dobiček je še dodatno zviševal ceno delnice, ki je že v februarju 2014 znašala 41 evra na delnico, kar je 140-odstotna rast v zadnjih treh mescih (LJSE, 2019). Dodatno je podjetje imelo dobre

strateške napovedi za poslovanje v prihodnjem letu ter veliko partnerskih povezav in projektov, med katerimi so bile tudi širitve na nove trge izven EU (Letrika, 2019).

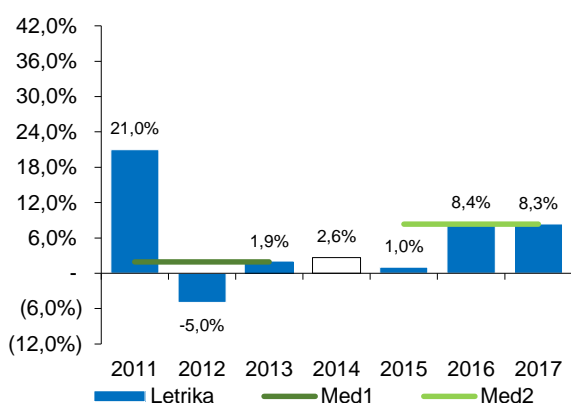
Junija 2014 je bila cena delnice na borzi že 53,5 evra, kar je petkrat več kot je bila njena vrednost, prenesena iz DUTB na banke (LJSE, 2019). Že isti mesec je bilo znano, da sta kot finalista za nakup Letrike ostala le še idrijski Kolektor, ki je bil zainteresiran za podjetje že dolga leta, in nemška skupina Mahle. Dne 20. 6. 2014 je SDH sporočil, da je sklenil pogodbo o prodaji Letrike z avstrijsko podružnico nemškega podjetja Mahle. Ponudil je višjo kupnino kot pa Kolektor. (povzeto po SDH, 2019). Ta je znašala 67,1 evra na delnico, kar je 24 % premija na borzno ceno delnice tistega dne. Mesec kasneje sta tudi Kolektor in družba FMR prodala svoje deleže po prevzemni ceni. Do konca septembra je Mahle pridobil še vsa soglasja preostalih lastnikov za nakup 100-odstotnega deleža podjetja (povzeto po LJSE, 2019).

4.3.2 Finančna analiza

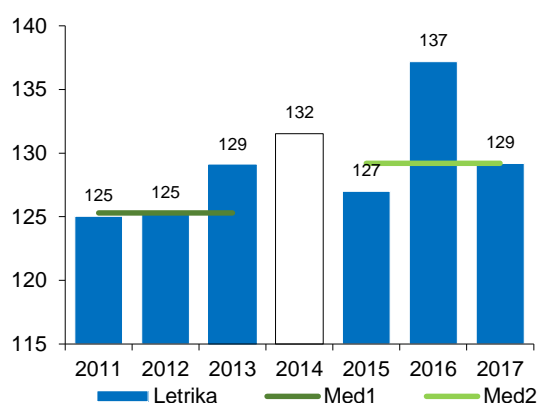
Podjetje Letrika je bilo privatizirano v letu 2014. Moja analiza tako zajema obdobje 2011–2013 in 2015–2017. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

Pred privatizacijo so prihodki od prodaje beležili visoko rast v letu 2011, saj je podjetje beležilo rast prodaje na račun padca med svetovno gospodarsko krizo. Po padcu prodaje v letu 2012 je v letu 2013 podjetje zopet beležilo blago rast. Mediana rasti prihodkov od prodaje tako znaša 1,9 % za obdobje pred privatizacijo (slika 25). Prihodki na zaposlenega so se pred privatizacijo malenkost povečali predvsem zaradi zniževanja števila redno zaposlenih. Tako mediana prihodkov na zaposlenega znaša 125 tisoč evrov pred privatizacijo. Leta 2011 je podjetje imelo 1555 redno zaposlenih, leta 2013 pa 1459. Tudi stroški dela na zaposlenega v opazovanem obdobju so ostali na isti ravni.

Slika 25: Rast prihodkov od prodaje Slika 26: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



Vir: GVIN, (2019).



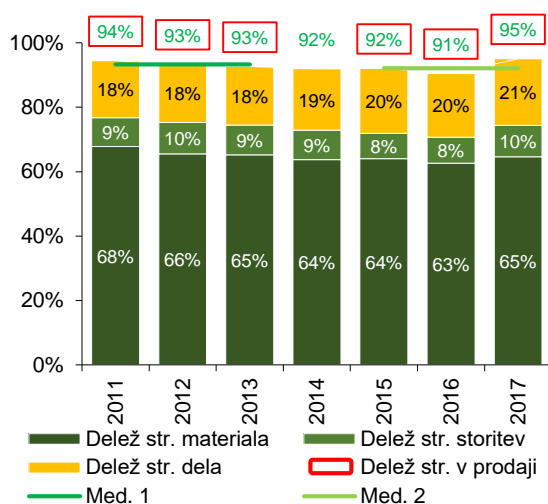
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je po skromni rasti prihodkov od prodaje v letu 2015 rast dobila zagon v letu 2016 in 2017. Mediana rasti prihodkov od prodaje se je tako povzpela na 8,3 % (slika 25). Skupina Mahle je postopno povečevala naročila in proizvodnjo ter imela dobro strateško usmeritev, kar se nadaljuje tudi po letu 2017. Po privatizaciji mediana prihodkov na zaposlenega ostane le malenkost višja od tiste pred privatizacijo, čeprav prihodki od prodaje narastejo. Mediana prihodkov na zaposlenega tako znaša 129 tisoč evrov (slika 26). Podjetje ima v letu 2017 kar 1643 redno zaposlenih. Ravno zaradi rasti števila zaposlenih prihodki na zaposlenega ne rastejo skladno z rastjo prodaje.

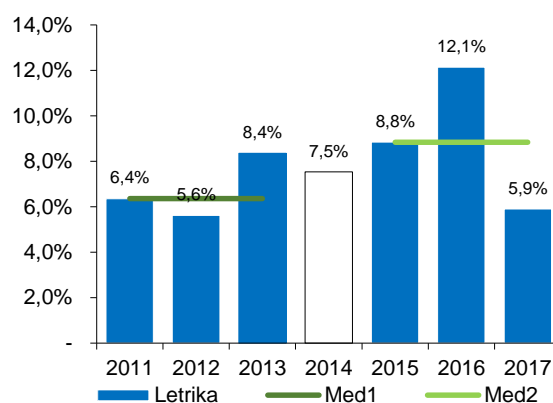
Delež stroškov v prodaji se je v opazovanem obdobju pred privatizacijo zniževal, kar je tudi razlog za blago rast dobičkonosnosti podjetja. Mediana deleža stroškov v prodaji znaša 93,0 % (slika 27), pa vendar je med leti 2012 in 2013 razlika skoraj 1 odstotna točka, kar znaša skoraj 2 milijona evrov. To nam nakazuje na trend postopnega zniževanja deleža stroškov v prodaji. Mediana EBITDA marže je pred privatizacijo znašala 6,4 % (slika 28).

Slika 27: Delež stroškov v prodaji



Vir: GVIN, (2019).

Slika 28: EBITDA marža



Vir: GVIN, (2019).

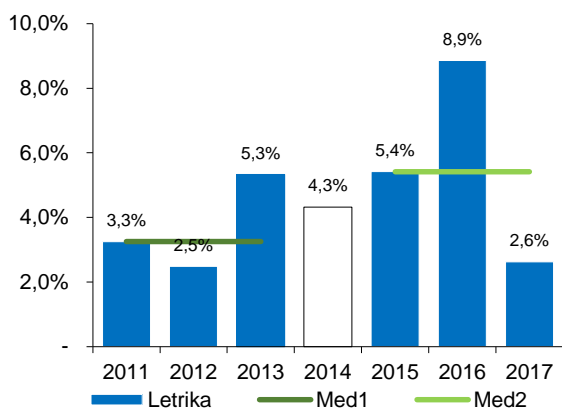
(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je mogoče videti, da so stroški materiala in stroški storitev malenkost upadli, medtem ko so stroški dela počasi naraščali. Naraščanje stroškov dela je posledica zviševanja plač in števila redno zaposlenih. V letu 2017 je podjetje utrpelo drastičen upad dobičkonosnosti zaradi zvišanja vseh stroškov (slika 27). Stroški dela pa so se povečevali, kar nakazuje na rast plač zaposlenih. EBITDA marža po privatizaciji je naraščala vse do leta 2017. Mediana EBITDA marže tako znaša 8,8 % (slika 28). V letu 2017 se je v podjetju zgodila drastična rast vseh stroškov, kar je znižalo EBITDA maržo na pod pred-privatizacijsko raven.

Pred privatizacijo je mediana EBIT marže znašala 3,3 % (slika 29). V letu 2012 so ob padcu prodaje stroški beležili manjši upad, posledično je bila nižja tudi EBIT marža. Neto marža

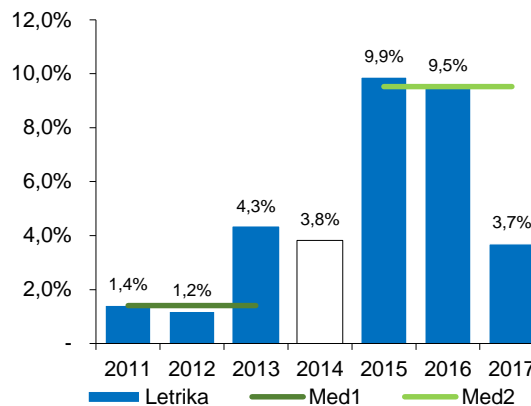
pred privatizacijo je bila skromna, v letu 2011 so dobičkonosnost dodatno znižali še odloženi davki. V letu 2013 je podjetje zopet optimiziralo stroške ter z blago rastjo prodaje ustvarilo tudi 5,3-odstotno neto maržo (slika 30).

Slika 29: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 30: Neto marža



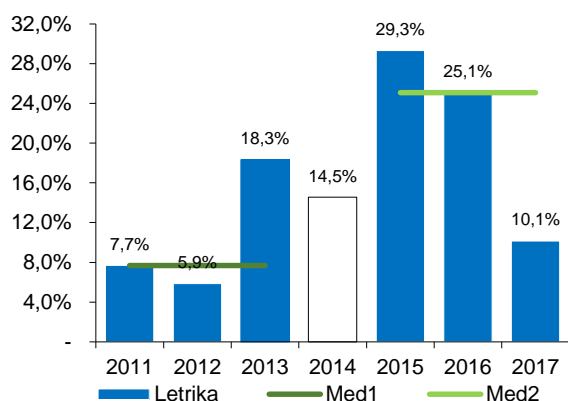
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji EBIT marža pospešeno narašča, vendar v letu 2017 podjetje ne uspe kontrolirati stroškov, zato EBIT marža v letu 2017 pade pod vrednost mediane pred privatizacijo. Vseeno pa mediana EBIT marže v obdobju po privatizaciji zraste na 5,4 % (slika 29). Mediana neto marže se po privatizaciji visoko poveča, vendar v letu 2017 pade. Tako mediana neto marže po privatizaciji zraste na 9,5 % (slika 30). Zanimivo je, da je neto marža v letu 2017 višja kot EBIT, kar je posledica pozitivnih odloženih davkov. Dodatno podjetje tudi v letu 2018 ne uspe umiriti stroškov ter beleži negativno neto maržo.

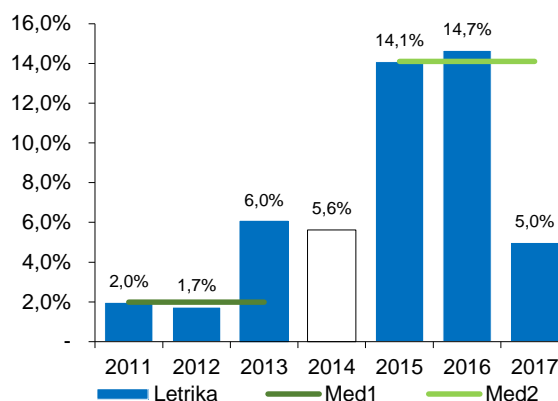
Pred privatizacijo je podjetje dosegalo mediano donosa na kapital 7,7 % (slika 31). Donos na kapital se je vidno povečal šele v letu 2013, ko je podjetje ustvarilo več čistega dobička. Tudi donos na sredstva je bil pred privatizacijo nizek. Mediana donosa na sredstva tako znaša 2,0 % (slika 32).

Slika 31: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 32: Donos na sredstva



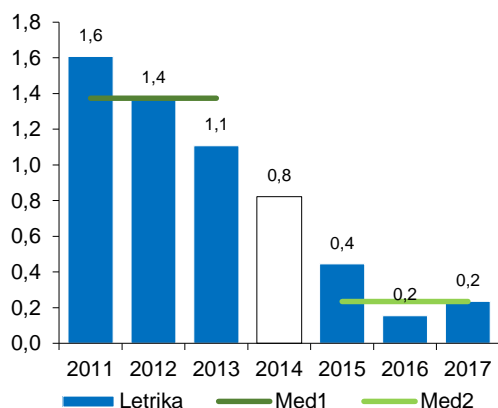
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji sta donos na kapital in donos na sredstva začela rasti. Mediana donosa na kapital se je tako povečala na 25,1 % (slika 31), donos na sredstva pa na 14,1 % (slika 32). Podjetje je povečalo dobičkonosnost prodaje in zaradi doseganja določenih kazalnikov na ravni skupine novi lastnik očitno cilja na višje donose na kapital in donose na sredstva. V letu 2017 sta se zaradi nižjega čistega dobička znižala tudi donosa na kapital in sredstva, vendar ostane mediana donosa visoko nad tisto pred privatizacijo.

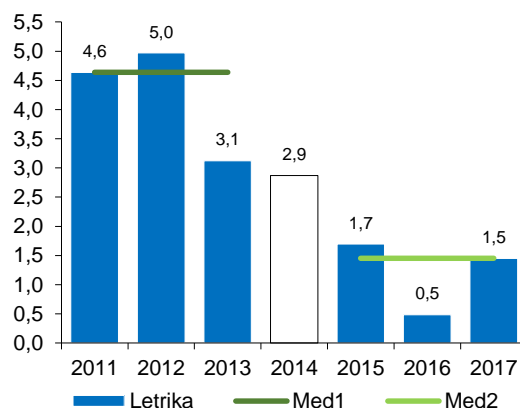
V opazovanem obdobju pred privatizacijo vidimo, da je imelo podjetje visok dolg v primerjavi s kapitalom. Mediana le-tega znaša 1,4 (slika 33). Ob že tako visokem dolgu se je podjetje leta 2010 še dodatno zadolžilo pri SID banki. A kljub zadolženosti je podjetje vseskozi obvladovalo dolg in ga že pred privatizacijo postopno zniževalo. Zvišanje EBITDA v letu 2013 je dodatno pripomoglo k ublažitvi zadolženosti podjetja. Mediana Dolga na EBITDA tako znaša 4,6 (slika 34).

Slika 33: Dolg/kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 34: Dolg/EBITDA



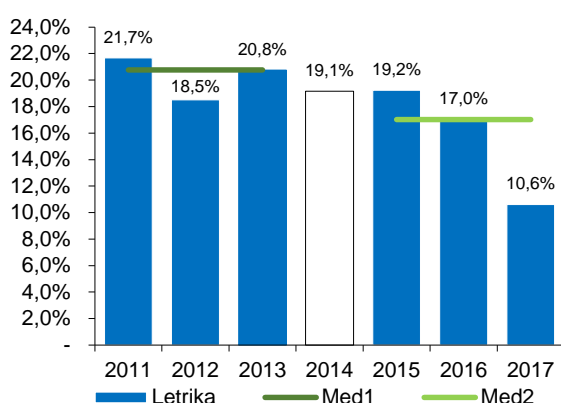
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Tudi po privatizaciji je ostala politika podjetja podobna, saj se je podjetje razdolževalo. Mediana dolga na kapital tako pade na dobrih 0,2 (slika 33). Uspešnemu neto razdolževanju na drugi strani je pomagalo tudi zvišanje EBITDA-ja, kar je omogočilo padec mediane kazalnika dolg/EBITDA na 1,5 v obdobju po privatizaciji (slika 34).

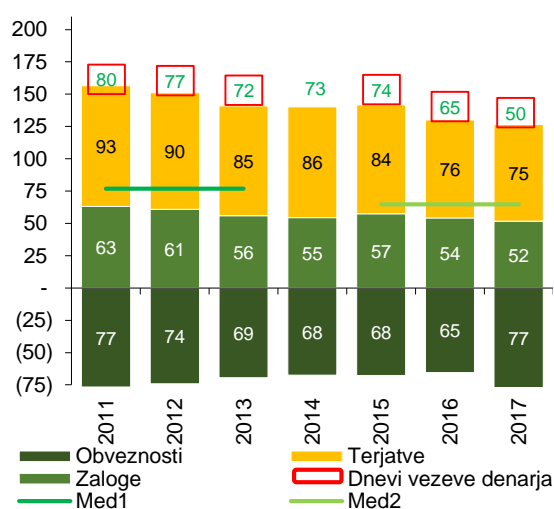
Mediana obratnega kapitala kot odstotka prodaje pred privatizacijo znaša 20,8 % (slika 35). Dnevi vezave denarja v podjetju so bili pred privatizacijo relativno visoki, vendar je bilo upravljanje z zalogami in terjatvami dokaj uspešno, kar kaže zniževanje dni vezav (slika 36).

Slika 35: Obratni kapital kot % prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 36: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Obratni kapital kot delež prodaje se je po privatizaciji ustalil in mediana le-tega znaša 17 %, kar je manj kot pred privatizacijo (slika 35). Optimizacija zalog in uspešno vodenje terjatev sta občutno znižala obratni kapital kot delež prodaje šele v letu 2017. Dnevi vezave denarja nam nakazujejo na to, da so po privatizaciji racionalizirali upravljanje z zalogami in terjatvami. Mediana dni vezav zalog je po privatizaciji padla na 65 (slika 36). Znižanje dni vezav denarja je zagotovo pripomoglo k izboljšanju dobičkonosnosti podjetja.

Altman Z-score test nam pokaže, da je imelo podjetje pred privatizacijo majhno verjetnost za stečaj. Pred privatizacijo znaša izračun 3,04, kar je ravno nad mejo kriterija, ki označuje konec minimalne verjetnosti za stečaj podjetja. Po privatizaciji pa nam izračun pokaže 3,39, kar kaže na izboljšanje. Štiri od petih kazalnikov v enačbi pokažejo na izboljšanje rezultata podjetja po privatizaciji. Zmanjšanje obratnega kapitala po privatizaciji in povečanje sredstev v podjetju enačba zazna kot negativno, saj se lahko zaradi manj denarja, vezanega v obratni kapital, ki deluje kot nekakšen blažilec, podjetje znajde v težavah.

Beneish M-score rezultat -2,24 pred privatizacijo nam kaže, da ne obstaja velika verjetnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja, a vendar je ta rezultat le malo nad kritično mejo -2,22. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša -2,19, kar nam kaže na to, da obstaja možnost manipulacije s prikazom finančnega izida. Sicer je tudi rezultat po privatizaciji blizu prelomne točke in ne pomeni drastičnega poslabšanja. Pet od osmih predpostavk v enačbi se poslabša. Najbolj se poslabša LVGI – indeks vzvoda, saj v letu 2015 in 2016 praktično celotne obveznosti podjetja predstavljajo le kratkoročne obveznosti. Tako nastane velik prepad med kratkoročnimi in dolgoročnimi obveznostmi podjetja. Ostale predpostavke v formuli se poslabšajo le za malenkost. Izboljšajo pa se DSRI – indeks obračanja in dnevi vezave terjatev, GMI – indeks bruto marže in AQI – indeks kakovosti sredstev, vendar je izboljšanje minimalno.

4.4 Aerodrom

4.4.1 Potek privatizacije

Še pred svetovno gospodarsko krizo so se v letu 2007 ob privatizaciji češkega letališča pojavile težnje o privatizaciji Aerodroma Ljubljana, za katerega bi lahko iztržili po tedanji vrednosti tudi 300 milijonov evrov in več (Fraport poročila, 2010). Več kot 50-odstotna državna naložba v Aerodromu pa je najverjetneje odvrnila številne potencialne interesente za podjetje. V marcu 2012 je AUKN družbi predstavil svoja pričakovanja, med drugim 7-odstotno kapitalsko donosnost ter 2,29-odstotno dividendno donosnost (povzeto po AUKN poročila, 2012).

V decembru 2012 je ATVP odvil glasovalne pravice petim solastnikom družbe Aerodrom, in sicer SOD-u, KAD-u, Zavarovalnici Triglav, Luki Koper in sami državi, ki je zastopal AUKN. Prepoved je začela veljati z dnem dokončnosti odločbe in bi prenehala, ko bodo podjetja, ki po oceni ATVP delujejo usklajeno, podala za Aerodrom prevzemne ponudbe ali pa znižale svojega lastniškega deleža. Vsi ti solastniki imajo skupaj skoraj 70 % delnic Aerodroma, samo država pa 50,7 % podjetja (LJSE, 2019).

Julija leta 2013 je vodstvo Aerodroma poskušalo pridobiti dovoljenje lastnikov za gradnjo 56 milijonov evrov vrednega drugega potniškega terminala. Pojavili so se dvomi o naložbi in govorice, da bo država že v istem letu poskušala najti kupca. Tako je že naslednji mesec SOD v svojem imenu in v imenu države zahteval dopolnitev dnevnega reda skupščine z izvedbo revizije polletnih računovodskih izkazov Aerodroma Ljubljana in z izvedbo skrbnega pregleda družbe. SOD je za revizorja predlagal Deloitte. S skrbnim pregledom, ki naj bi ga poslovodstvo Aerodroma izvedlo najkasneje do 30. novembra, je želel SOD pridobiti potrebne podatke za komunikacijo z bodočimi vlagatelji (LJSE, 2019). Tako se je že pojavilo zanimanje strateških partnerjev za podjetje, med katerimi so italijanski Gruppo Save, kitajski Southern China Airlines in nemški Fraport. Zanimivo je, da je bilo trgovanje z delnico slabo in tudi cena delnice v tem obdobju ni naraščala (povzeto po Fraport 2019).

V oktobru leta 2013 je Vlada Republike Slovenije družbo Aerodrom Ljubljana umestila na seznam družb v pretežni državni lasti za prodajo in povezano s tem so stekli nekateri postopki, kot je iskanje finančnega svetovalca pri prodaji. SDH je v svojem imenu ter kot zakonita zastopnica Republike Slovenije z nekaterimi delničarji družbe Aerodrom Ljubljana podpisala sporazum o skupnem nastopu pri prodaji delnic družbe, ki skupaj predstavljajo 73,34 % podjetja. Predvidevalo se je, da bo družba dobila novega lastnika v letu 2014 (povzeto po Fraport, 2019).

Konec leta 2013 je bilo znano, da bo KPMG opravljal vlogo finančnega svetovalca pri prodaji, letališče pa je praznovalo 50 let obstoja. Po tem ko se je v začetku leta 2014 vnela tudi politična debata o smotrnosti prodaje, katere ne bom komentiral, je po kratkem odlašanju 20. 3. 2014 KPMG pozval interesente za nakup deleža družbe. Do sredine maja 2014 je zanimanje za nakup izrazilo 20 investitorjev, od tega večina strateških partnerjev (operaterji letališč) (SDH, 2019). Na skupščini pred prodajo je bila izplačana rekordna dividenda, celoten bilančni dobiček, ki je znašal 35 milijonov evrov. Medtem se je tudi med sindikati vzbudil dvom o prodaji letališča (LJSE, 2019).

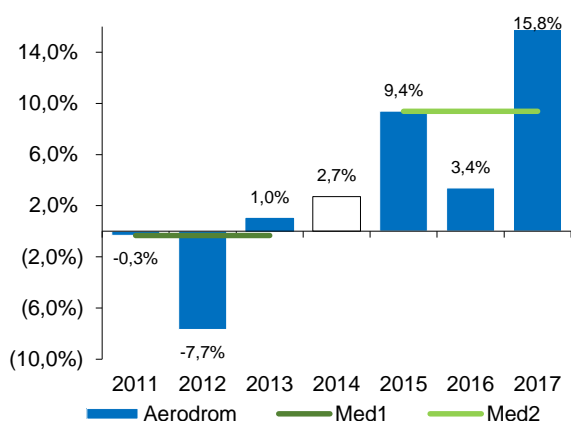
Že v juniju 2014 je bilo znano, da sta bili najbolj zainteresirani podjetji za privatizacijo letališča le še Fraport in Vinci Airports. Avgusta 2014 je bilo znano, da se s SDH pogaja le še Fraport, ki je ponudil boljšo ceno. Tako je 5. 9. 2014 Fraport podpisal pogodbo, ki vrednoti Aerodrom po 61,79 evra na delnico, kar znaša 234 milijonov evrov za celotno podjetje (SDH, 2019). Do konca leta je Aerodrom Ljubljana že skoraj v celoti prešel v Fraportovo lastništvo (Fraport, 2019).

4.4.2 Finančna analiza

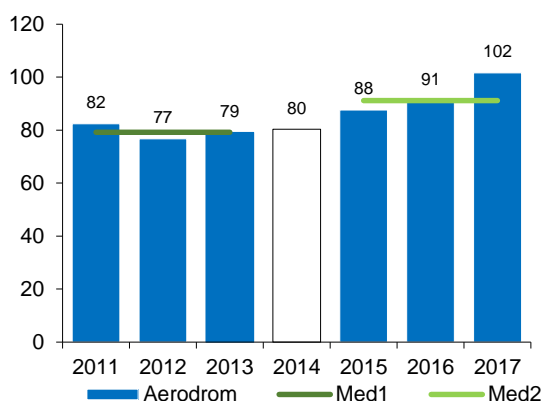
Podjetje Aerodrom je bilo privatizirano v letu 2014. Moja analiza tako zajema obdobji 2011–2013 in 2015–2017. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

Prihodki od prodaje so v obdobju pred privatizacijo narasli le v letu 2013. Mediana prihodkov od prodaje tako znaša -0,3 % (slika 37). Vse od začetka svetovne gospodarske krize v letu 2008 so prihodki od prodaje padali. Mediana prihodkov na zaposlenega je znašala v obdobju pred privatizacijo 79 tisoč evrov (slika 38). Višina prihodkov na zaposlenega je bila konstantna kot tudi število redno zaposlenih. V obdobju pred privatizacijo je imelo podjetje v povprečju 400 redno zaposlenih.

Slika 37: Rast prihodkov od prodaje Slika 38: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



Vir: GVIN, (2019).



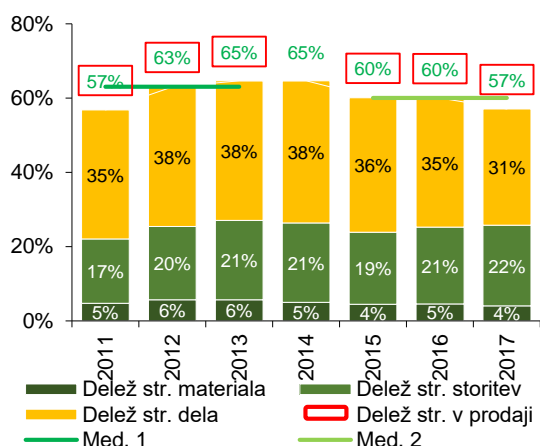
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

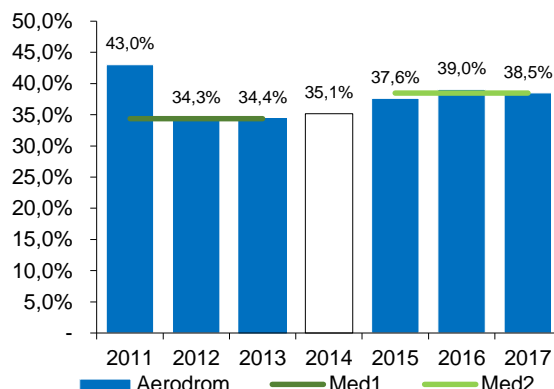
Že v letu 2013 je začelo število potnikov naraščati, kar se je preneslo tudi v prihodke. Ta trend se je nadaljeval tudi po privatizaciji, kjer je za opazovano obdobje po privatizaciji podjetje doseglo 9,4-odstotno mediano rasti prihodkov od prodaje (Slika 37). Po privatizaciji so zaradi rasti prihodkov podjetja rastle tudi prihodki na zaposlenega, katerih mediana je znašala 91 tisoč evrov (Slika 38). Število redno zaposlenih je v tistem obdobju ostalo na enakem nivoju.

Delež stroškov v prodaji se je v opazovanem obdobju pred privatizacijo zviševal, kar je tudi razlog za stagnacijo dobičkonosnosti podjetja. V obdobju pred privatizacijo opažamo rast prav vseh stroškov. Mediana deleža stroškov v prodaji tako znaša 63,0 % v obdobju pred privatizacijo (slika 39). Mediana EBITDA marže je v obdobju pred privatizacijo znašala 34,4 % (slika 40), kar kaže na relativno dober denarni tok sektorja, v katerem se podjetje nahaja. Visoka stroškovna optimizacija, v kateri prednjačijo le stroški dela, omogoča podjetju višjo EBITDA maržo.

Slika 39: Delež stroškov v prodaji



Slika 40: EBITDA marža



Vir: GVIN, (2019).

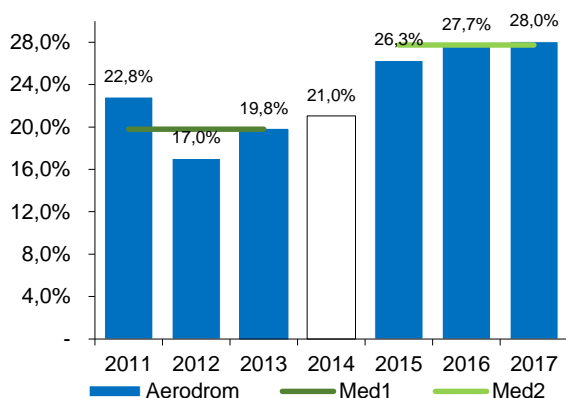
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je mogoče videti, da so stroški dela glede na prodajo začeli relativno padati, vendar so se realno rahlo povečevali. Deleži stroškov materiala in storitev v prodaji pa so se poviševali. Mediana deleža stroškov v prodaji po privatizaciji tako pade na 60,0 % (slika 39). Rasti prodaje sledijo tudi stroški, vendar s počasnejšim tempom kot rast prodaje ter je tako povišanje mediane EBITDA marže po privatizaciji nekaj odstotkov višje kot pred privatizacijo in znaša 38,5 % (slika 40).

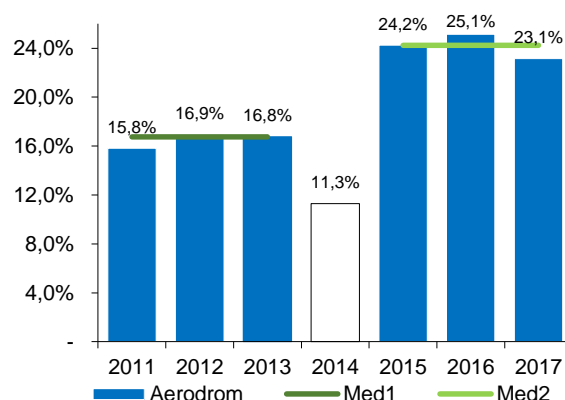
Pred privatizacijo mediana EBIT marže znaša 19,8 %, kar je dober znak, da je podjetje dobro poslovalo v časih nestabilnih prihodkov od prodaje. V letu 2012 se je amortizacija relativno povečala, EBIT marža pa je bila nižja (slika 39). Neto marža podjetja odraža, da je bilo podjetje relativno visoko dobičkonosno (slika 40). V letu privatizacije 2014 pa je podjetje ustvarilo višji negativen finančni rezultat in plačalo več davka od dobička, kar je znižalo neto maržo.

Slika 41: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 42: Neto marža



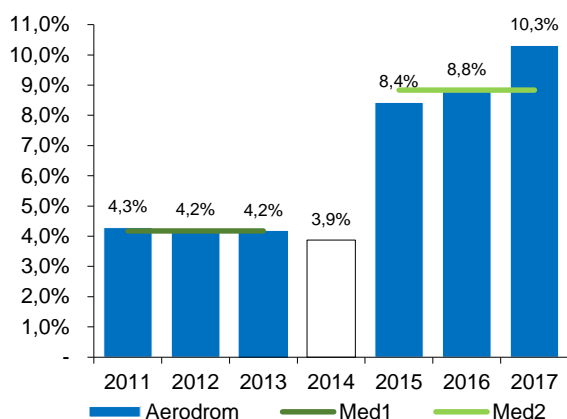
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji se mediana EBIT marže dvigne na 27,7 % (slika 41), čemur sledi tudi mediana neto marže s 24,2 % (slika 42). Podjetje je z uspešno rastjo prodaje in manjšo rastjo stroškov kot rastjo prodaje uspešno zvišalo dobičkonosnost. Amortizacija je bila relativno nižja, kar je povišalo poslovni izid podjetja.

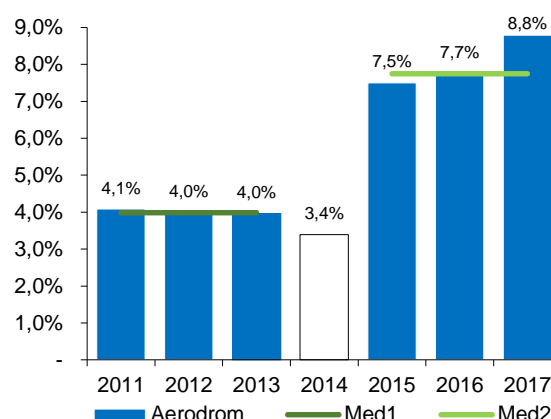
Pred privatizacijo je podjetje dosegalo skromen donos na kapital (slika 43). Skromen je bil tudi donos na sredstva (slika 44). Nizke stopnje donosa so značilne za industrijo, saj je ta kapitalsko in sredstveno bolj intenzivna.

Slika 43: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 44: Donos na sredstva



Vir: GVIN, (2019).

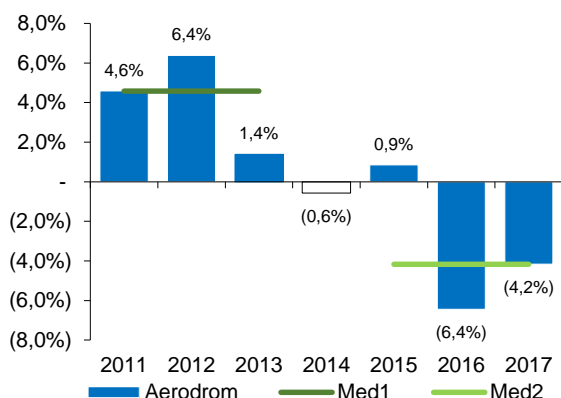
(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji sta donos na kapital in donos na sredstva začela naraščati. Vodstvo podjetja je po privatizaciji izboljšalo donosnost podjetja, kar je povečalo mediano donosa na kapital na 8,8 % (slika 43) in mediano donosa na sredstva na 7,7 % (slika 44).

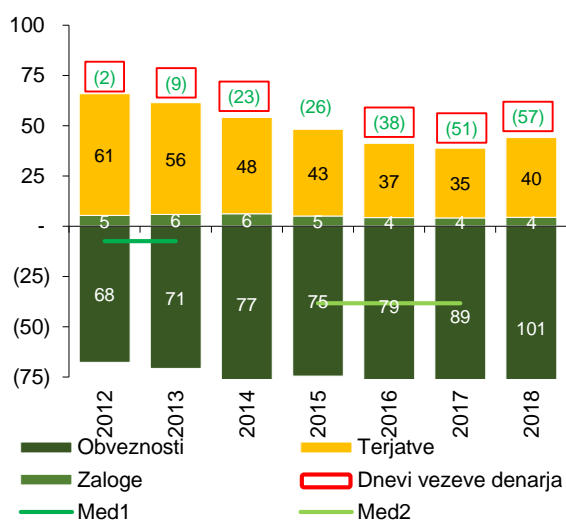
Podjetje pred in po privatizaciji ni imelo dolga. Zaradi tega ne prikazujem deleže dolga na kapital in dolga v primerjavi z EBITDA.

Zniževanje obratnega kapitala kot deleža prodaje je dokaj logično, saj gre za pretežno storitveno podjetje, ki nima proizvodnje. A vseeno je mediana obratnega kapitala kot deleža prodaje pred privatizacijo znašala 4,6 %, kar je visok delež (slika 45). Dnevi vezave denarja v podjetju pred privatizacijo so bili nizki, saj gre za storitveno podjetje. Mediana le-teh znaša -7 (slika 46).

Slika 45: Obratni kapital kot % prodaje



Slika 46: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Obratni kapital kot delež prodaje se je po privatizaciji zmanjšal na negativno raven, kar je logično, saj gre za storitveno podjetje. Mediana le-tega je znašala -4,2 % (slika 45). Dnevi vezave denarja so po privatizaciji še dodatno padli, zaradi občutnega znižanja vezave terjatev in tudi povečevanja obveznosti podjetja. Ker gre za storitveno dejavnost, podjetje beleži minimalno število dni vezave zaloga (slika 46).

Altman Z-score test nam pokaže zelo zanimiv rezultat. Izračun pred privatizacijo znaša 17,76, kar je zelo visok rezultat, ki nakazuje zelo nizke verjetnosti podjetja za stečaj. Po privatizaciji pa nam izračun pokaže 5,53, kar je še vedno zelo visok rezultat, a slabši kot pred privatizacijo. Glavni vzrok za to spremembo je le eden. To je, da so se sredstva po privatizaciji skrčila, ob tem pa se je njihova prerazporeditev povečala. Delež kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti se je povečal, kar ob krčenju sredstev relativno pomeni slabšo stabilnostno sliko podjetja, kar zniža rezultat.

Beneish M-score rezultat -2,63 pred privatizacijo kaže, da obstaja nizka verjetnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša -2,71, kar kaže na neznatno izboljšanje. Večina od osmih predpostavk v formuli se izboljša, vendar se ena predpostavka relativno bolj poslabša. To je DEPI, ki nam kaže na indeks deprecijacije oziroma amortizacije. Ta je povezan s sredstvi in tako kot Altman Z-score opazi težavo v znižanju sredstev.

4.5 Žito

4.5.1 Potek privatizacije

V januarju 2011 so KAD, SOD in KD Group želeli začeti prodajni postopek večinskega deleža podjetja. Zanimivo je, da sta že leta 2007 KAD in SOD objavila razpis za prodajo svojega deleža podjetja, vendar neuspešno (KAD, 2019). Od leta 2007 do 2011 je delnica Žita padla iz 300 evrov na 90 evrov na delnico. Že v marcu je postalo javno, da je na prodaj 50,51 % delnic družbe Žito (LJSE, 2019). Rok za oddajo nezavezujočih ponudb je bil postavljen na 15. 4. 2011. Do datuma so prejeli 12 nezavezujočih ponudb. V juniju 2011 so v družbi Žito zapisali, da so odprli podatkovno sobo ter pričakujejo skrbne preglede tistih družb, ki jih zanima nakup podjetja. Do septembra 2011 je jasno, da sta ostala le še dva resna interesenta za podjetje. To sta Prekmurski živilski holding Panvita in srbska pekovska skupina MK Groupa (Žito, 2019). Vrednost delnice se je v zadnjem letu dni povečala zgolj za 5 %. Že isti mesec je bilo jasno, da se ponujena zneska in vrednotenje podjetja s strani prodajalcev razhajajo za več kot 20 milijonov evrov. Konec leta 2011 pa je AUKN objavil novo strategijo vodenja državnih naložb, s katero naj bi že upoštevali pričakovanja glede prodaje Žita, kar je še dodatno otežilo postopek prodaje (povzeto po AUKN, 2012).

Konec marca 2012 je postalo tudi uradno, da se prodajni konzorcij ni uskladil z dvema ponudnikoma za Žito, zato so objavili konec prodaje. Po koncu prodaje se je v avgustu 2012 hrvaško pekovsko podjetje Mlinar resneje zanimalo za prevzem Žita, a do konca leta ni prišlo do prevzema (LJSE, 2019). Vendar pa je Žito na trgu dobilo konkurenta, saj je Mlinar intenzivneje vstopil na Slovenski trg in odprl dodatnih šest poslovalnic, v letu 2013 pa kar dvajset, kar naj bi predstavljalo neposredno konkurenco tudi Žitu, predvsem na maloprodajnem področju kruha in pekovskih izdelkov (povzeto po Žito poročilo, 2019).

Po letu in pol, ko se je zgodilo nekaj manjših lastniških sprememb v Žitu, še vedno ni bilo sprememb na strateškem področju. Še vedno ni bilo resnega kupca niti prodaje večinskega deleža skupine. Šele po tem, ko je SDH konec leta 2013 objavil Žito na seznamu petnajstih podjetij, ki so namenjena prodaji, so se v Žitu zgodili premiki. Že 15. 10. 2013 so SOD, Modra zavarovalnica, KD Group in Adriatic Slovenica podpisali sporazum o skupni prodaji 50,70 % delnic Žita in začeli z iskanjem finančnega svetovalca pri prodaji (SDH, 2019). Konec februarja 2014 je bilo znano, da bosta pri prodaji svetovala Erste Group in P&S Capital. Konzorciju prodajalcev so se marca 2014 pridružili še NLB skladi ter s tem tvorili 51,13 % deleža podjetja. Zopet se je pojavilo veliko zainteresiranih strateških in finančnih prevzemnikov podjetja, katere še posebej zanima nepremičnina v BTC-ju ter dogajanje okoli Pekarne Grosuplje in Mercatorja, s katerima Žito veliko sodeluje. Delnica Žita je ob polletju 2014 beležila 104 % letno rast (LJSE, 2019).

V septembru 2014 je SDH je objavil javno vabilo za predložitve nezavezujočih ponudb za 51,55 % podjetja do 31. 10. 2014. Na dan 16. 9. 2014 je bila delnica vredna 120 evrov, kar je predstavljalo tržno kapitalizacijo 42,7 milijona evrov. Po prejemu ponudb naj bi bili najresnejši tekmeci iz regije, med njimi tudi slovenski Don in hrvaški Franck (LJSE, 2019). V začetku leta 2015 je bilo znano, da je vse bolj resen interesent za prevzem Žita tudi Podravka. Tako je v februarju oddala zavezujočo ponudbo, ob Don Don-u in francoskem skladu Ardian, tudi hrvaška Podravka. V začetku aprila se je v sklepno fazo pogajanj s SDH-jem spustila le Podravka in litovski sklad PME Capi (povzeto po Žito, 2019).

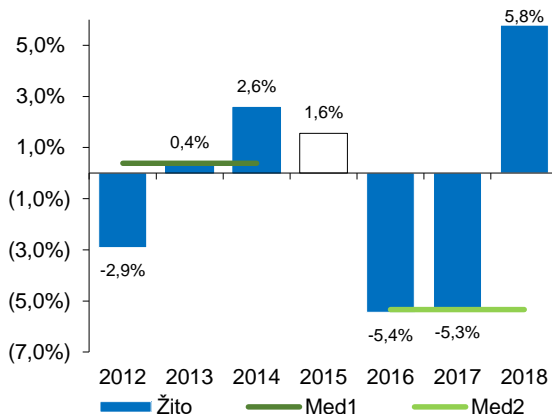
Dne 21. 4. 2015 je bilo znano, da je SDH podpisal pogodbo z Podravko o prodaji 51,55 % deleža Žita po ceni 180,10 evra na delnico, kar je za 6 % višje od zadnjega trgovalnega dne na borzi (SDH, 2019) (LJSE, 2019). S tem so bili zadovoljeni tudi mali delničarji, nezadovoljstvo pa so izjasnili sindikat družbe in nekateri politiki. Dodajam, da je Podravka s finančnega vidika komaj prevzela Žito, saj je večino prevzema financirala z dolgom. Že v decembru 2015 je prišla tako do večinskega deleža v Žitu (Žito, 2019).

4.5.2 Finančna analiza

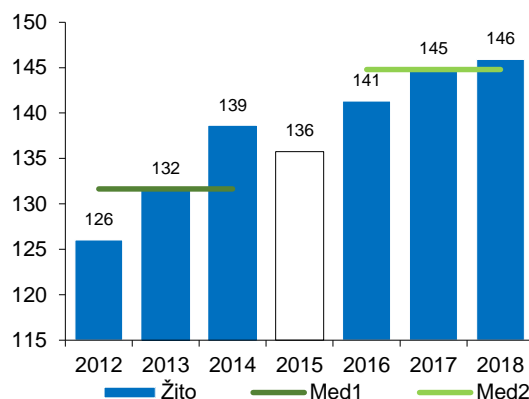
Podjetje Žito je bilo privatizirano v letu 2015. Moja analiza tako zajema obdobji 2012–2014 in 2016–2018. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

V opazovanem obdobju pred privatizacijo je mediana prihodkov od prodaje znašala 0,4 % (slika 47). Vodstvo podjetja je vedno napovedovalo višjo rast, kot pa je bila tista, ki so jo realizirali. Prihodki na zaposlenega so se pred privatizacijo zviševali (slika 48) predvsem na račun postopnega zniževanja števila redno zaposlenih. Leta 2011 je imelo podjetje 851 redno zaposlenih, leta 2014 pa 768. Stroški dela na zaposlenega so v opazovanem obdobju ostali na isti ravni.

Slika 47: Rast prihodkov od prodaje Slika 48: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



Vir: GVIN, (2019).



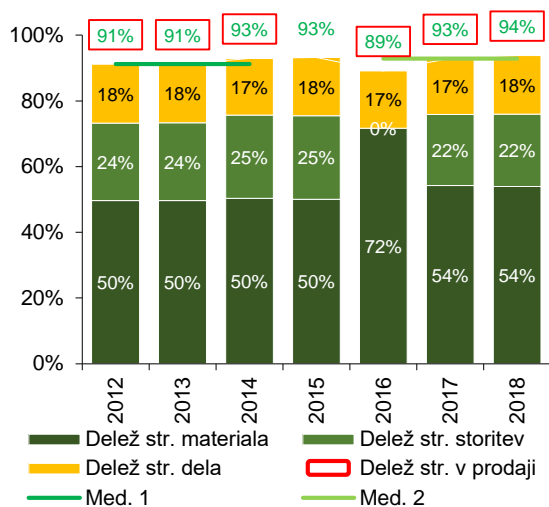
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V obdobju po privatizaciji je podjetje beležilo dve leti upadanja prihodkov od prodaje. Tako znaša mediana prihodkov od prodaje po privatizaciji -5,3 % (slika 47). Po privatizaciji se je nadaljeval trend rasti prihodkov na zaposlenega (slika 48). Število redno zaposlenih se je še dodatno nižalo in doseglo najnižjo raven leta 2017, ko je imelo podjetje 668 redno zaposlenih. Nadaljeval se je tudi trend zniževanja obratnega kapitala.

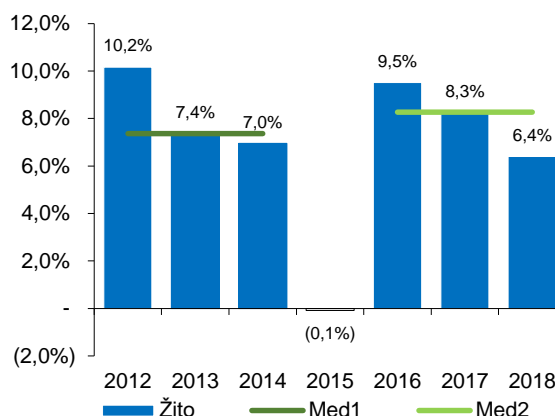
Delež stroškov v prodaji se je v opazovanem obdobju pred privatizacijo povečal, kar je razlog za padec dobičkonosnosti. Mediana stroškov v prodaji tako pred privatizacijo znaša 91,0 % (slika 49). Pred privatizacijo je vodstvo podjetja večkrat izjavilo, da je za nižji poslovni rezultat krivo zvišanje stroškov. Mediana EBITDA marže pred privatizacijo je znašala 7,4 %, kar je dobra marža za živilsko industrijo. Trend EBITDA marže nam nakazuje, da so se stroški povečevali (slika 50).

Slika 49: Delež stroškov v prodaji



Vir: GVIN, (2019).

Slika 50: EBITDA marža



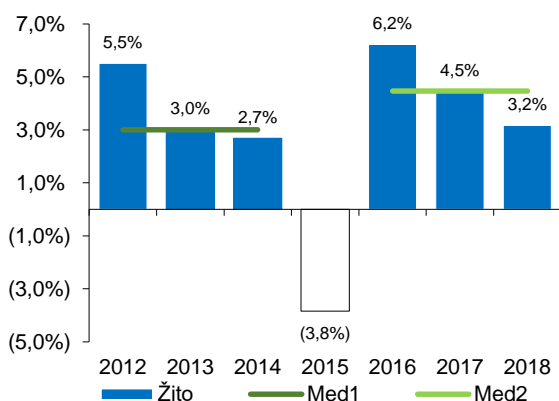
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je mogoče videti, da se delež stroškov v prodaji poveča (slika 49). Za povišanje deleža stroškov v prodaji so krivi zlasti višji stroški materiala, ki so se v obdobju po privatizaciji realno konstantno povečevali. Čeprav je podjetje zmanjševalo število redno zaposlenih, pa se stroški dela praktično niso zmanjševali. Tako mediana stroškov v prodaji po privatizaciji znaša 93,0 %. Podjetje v letu 2016 ni izkazovalo deleža stroškov storitev. V letu privatizacije, leta 2015, je podjetje beležilo povišanje stroškov, dodatno pa so kot enkratni dogodek EBITDA maržo in kasneje dobiček podjetja oklestili prevrednotovalni stroški. Mediana EBITDA marže v obdobju po privatizaciji pa znaša 8,3 % (slika 50). V letih 2016 in 2017 so ob padcu prodaje v podjetju uspešno znižali tudi stroške in izkoristili morebitne sinergije.

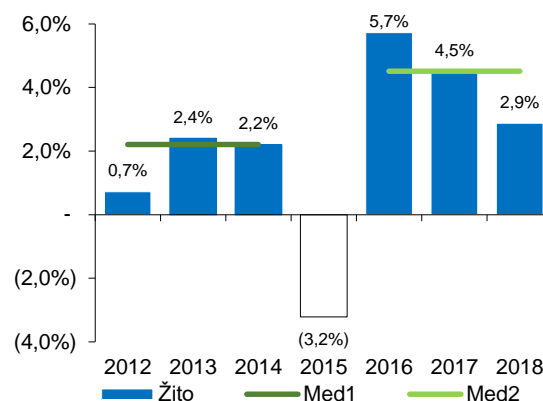
Pred privatizacijo je EBIT marža padala skladno z amortizacijo v podjetju. Mediana EBIT marže v obdobju pred privatizacijo znaša 3,0 % (slika 51), mediana neto marže pred privatizacijo pa znaša 2,2 % (slika 52). V letu 2012 je neto maržo oklestil povečan negativen finančni rezultat v višini 4,36 milijona evrov. Za večino tega je razlog negativen vpliv tečaja švicarskega franka. Dodatno je podjetje v obdobju pred privatizacijo večino čistega dobička porabilo za izplačilo dividend.

Slika 51: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 52: Neto marža



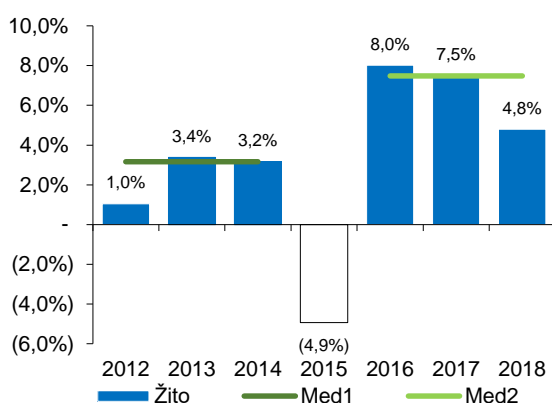
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji sta se EBIT marža in neto marža hitro povečali, vendar se v opazovanem obdobju nižata (slika 51) (slika 52). V letu 2017 na neto maržo negativno vpliva padec prodaje, kateremu sledi padec stroškov, v letu 2018 pa kljub rasti prodaje hitreje naraščajo stroški.

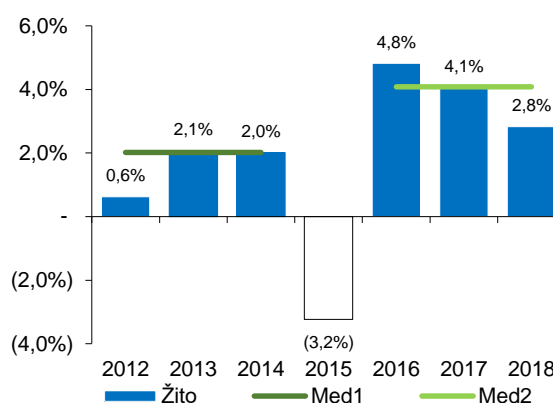
Pred privatizacijo je podjetje dosegalo skromen donos na kapital (slika 53). Skromen je bil tudi donos na sredstva (slika 54). Nizke stopnje donosa zagotovo niso eden od razlogov za rast cene delnice na trgu v letih 2014 in 2015.

Slika 53: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 54: Donos na sredstva



Vir: GVIN, (2019).

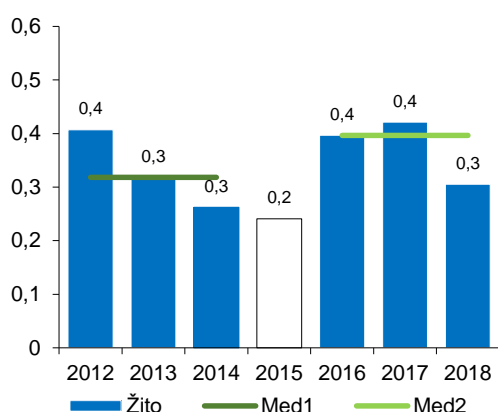
(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji sta donos na kapital in donos na sredstva narasla (slika 53) (slika 54). Povečanje je skladno s povečanjem neto marže, torej dobičkonosnosti podjetja. Očitno je

prevzemnik ciljal na določene kazalnike donosnosti, kar se je prenašalo na vodstvo podjetja, da ugotovi tem zahtevam.

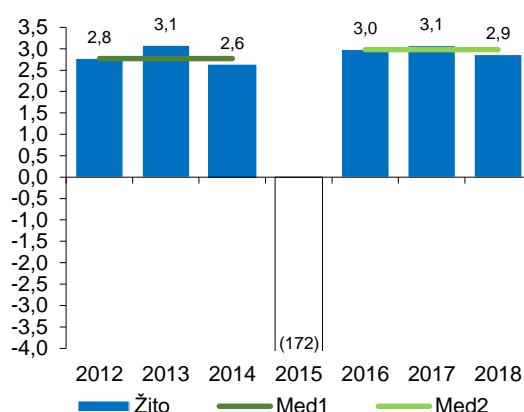
V opazovanem obdobju pred privatizacijo vidimo, da se je podjetje počasi razdolževalo. Sicer višina dolga ni kritična, saj pred privatizacijo mediana dolga na kapital znaša 0,3 (slika 55) in mediana dolga proti EBITDA 2,8 (slika 56), kar je v mejah normalnega poslovanja. V letu 2015 je EBITDA negativen in zanemarljiv, zato tudi večkratnik dolg / EBITDA ni reprezentativen.

Slika 55: Dolg/kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 56: Dolg/EBITDA



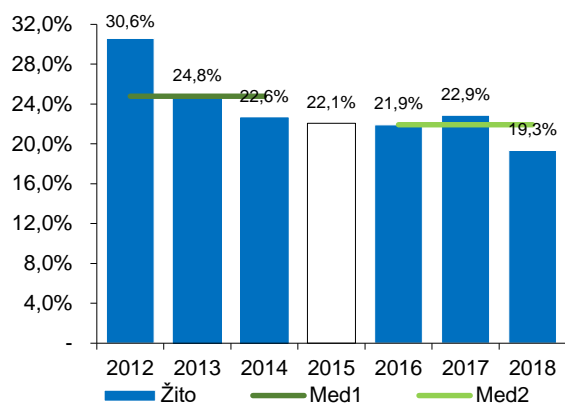
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V opazovanem obdobju po privatizaciji se je raven dolga spreminjala, vendar je podjetje uspelo na koncu leta prikazati stabilne kazalnike dolga. Mediana dolga na kapital in dolga proti EBITDA se za malenkost poveča, kot je razvidno iz slik (slika 55) in (slika 56).

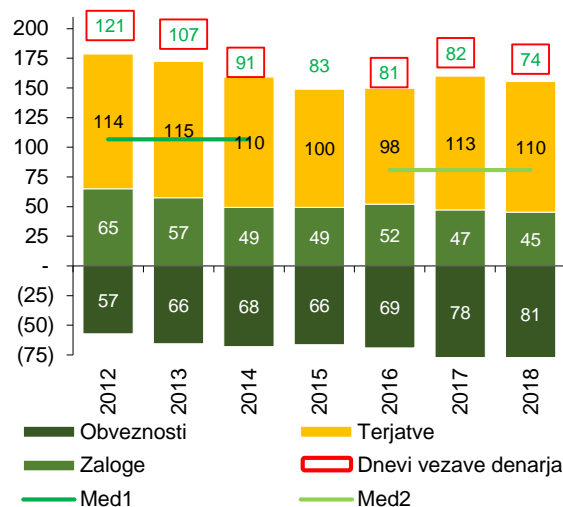
Mediana obratnega kapitala kot deleža prodaje pred privatizacijo znaša 24,8 % (slika 57). Zniževanje obratnega kapitala kot deleža prodaje potrjuje, da se je že pred privatizacijo v podjetju dogajala racionalizacija poslovanja in tudi izboljšave na trgu. Dnevi vezave denarja so se v obdobju pred privatizacijo hitro zniževali, predvsem na račun nižanja vezav zalog in poviševanja vezave obveznosti podjetja (slika 58).

Slika 57: Obratni kapital kot % prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 58: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Mediana obratnega kapitala kot delež prodaje po privatizaciji znaša 21,9 % (slika 57). Zmanjšanje števila zalog in dni vezav zalog so prav tako pripomogli k znižanju obratnega kapitala kot deleža prodaje. Dnevi vezave denarja se po privatizaciji še dodatno znižajo (slika 58). Znižanje je predvsem na račun poviševanja dni vezave obveznosti. Vezave terjatev se v podjetju zopet povišajo na raven pred privatizacijo, delež vezave zalog pa se malenkost zniža.

Altman Z-score test pred privatizacijo nam kaže rezultat 3,08. To pomeni, da je majhna verjetnost, da podjetje zaide v likvidnostne težave, vendar je blizu kritične točke. Po privatizaciji pa znaša rezultat 3,00, kar ga še ravno uvršča na raven majne verjetnosti za stečaj. Krivec za poslabšanje rezultata je predvsem ta, da so se v podjetju po privatizaciji vrednostno znižala sredstva in povečale obveznosti. Ostale spremenljivke v formuli so beležile minimalno spremembo.

Beneish M-score rezultat -2,46 pred privatizacijo nam kaže, da ne obstaja velika verjetnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Po privatizaciji rezultat testa znaša -2,55, kar nam kaže na to, da podjetje ne manipulira s prikazom finančnega izida oziroma je za to zelo majhna verjetnost. Pet predpostavk od osmih se izboljša. Malenkost boljši rezultat po privatizaciji gre predvsem na račun izboljšanja AQI, ki nam nakazuje na kakovost sredstev v podjetju. AQI nam kaže tudi to, da se je po privatizaciji povečalo število dolgoročnih sredstev, kar je za podjetje pozitivno s stališča nezmožnosti manipulacije. V obdobju po privatizaciji se je zmanjšal delež drugih dolgoročnih sredstev, ki po navadi niso namenjena osnovni dejavnosti in tako velja večji delež le-teh tudi za večjo verjetnost manipulacije s strani podjetja. Najbolj se poslabša predpostavka DSRI, ki nam kaže na

indeks obračanja in dni vezave terjatev. Prav povečanje terjatev v primerjavi z relativno enakimi prihodki od prodaje, kot smo ugotovili že prej iz analize finančnih kazalnikov, je razlog za poslabšanje te predpostavke.

4.6 Nova KBM

4.6.1 Potek privatizacije

Že v letih 2011 in 2012 je AUKN večkrat javno posredovala v NKBM, kjer je nemalokrat zahtevala pojasnila in odgovore nadzornikov ter tudi uprave glede določenih poslov (AUKN, 2012). V začetku 2012 je posredoval tudi pristojni regulator, Banka Slovenije. Po menjavi uprave in nadzornikov je postalo tudi jasno, da bo celoten bančni sektor in tudi NKBM potreboval dokapitalizacijo, ki jo bodo banke potrebovale za obstoj (povzeto po NKBM, 2019).

Ob visoki kvartalni čisti izgubi banke v začetku leta 2012 in menjavi vodstva je tudi delnica na borzi od začetka leta pridobila 12 %. Od svoje najvišje cene v letu 2007 pa je to kar 93 % diskont (LJSE, 2019). Že maja 2012 je postalo uradno, da gre NKBM (povzeto po NKBM letna poročila, 2013) v dokapitalizacijo. V začetku avgusta 2012 ob očitnem večanju izgube banke, padcu obrestnih prihodkov in ceni delnice, ki je 97 % pod tisto pred letom 2008, je bilo jasno, da bo potrebna ponovna dokapitalizacija (LJSE, 2019).

V začetku septembra 2012 je Banka Slovenije objavila, da ima NKBM za 612 milijonov evrov slabih posojil (Banka Slovenije, 2013/14). Ob koncu leta 2012 se je NKBM boril z zadovoljevanjem osnovnih standardov kapitalske ustreznosti ter z izdajo obveznic poskušal normalizirati poslovanje. Tudi za leto 2013 je vodstvo banke napovedalo več milijonske slabitve, a zagotavlja, da te ne bodo višje kot leta 2012 (NKBM, 2019). V tistem obdobju se je tudi bonitetna ocena banke znižala na C oziroma Caa3, kar pomeni visoko tvegano naložbo, slabo strukturo portfelja banke in še dodatno oteževalne okoliščine za poslovanje banke. Na redni skupščini delničarjev je SOD predlagal 300 milijonov evrov dokapitalizacije (SOD, 2012). Spomladi 2013 se je ob razlastitvi malih delničarjev ter konverziji 100 milijonov evrov hibridnega posojila v kapital banke porajalo vprašanje, ali je bil kdo oškodovan? Medtem pa se cena delnice na borzi približuje vrednosti 0 evrov (LJSE, 2019).

Konec leta 2013, ko je država, SDH, objavila seznam podjetij za privatizacijo, je madžarska OTP banka nemudoma izrazila veliko zanimanje za NKBM (SDH, 2019). V decembru 2013 je tudi postalo znano, da bo za dokapitalizacijo bank v Sloveniji potrebnih 4,9 milijarde evrov. Znesek je bil izračunan na osnovi opravljenih stresnih testov, ki so za NKBM pokazali znesek 870 milijonov evrov (Banka Slovenije, 2013/14). Ob visoki dokapitalizaciji bi NKBM tudi prenesla slabe terjatve na Družbo za upravljanje terjatev bank (DUTB). Terjatve so bile prenesene po 66 % povprečnem diskontu in v zameno je NKBM prijel 390 milijonov evrov obveznic (DUTB, 2019). To dogajanje že v začetku leta 2014 je omogočilo višje

bonitetne ocene banke. V začetku leta je NKBM tudi napovedala, da bo leto 2014 zopet dobičkonosno za banko (NKBM, 2019).

V začetku leta 2014 je SOD že objavil, da bo pri prodaji banke sodelovalo podjetje Lazard Freres. Cilj je bil podjetje prodati še istega leta, največje zanimanje za prevzem pa je še vedno ostajalo s strani OTP banke. V maju 2014 se je obnovi interes za nakup NKBM, kjer je finančni svetovalec že sprejemal nezavezujoče ponudbe v dvostopenjskem procesu prodaje. Zaradi odobritve državne sanacije NKBM se je država zavezala do konca leta 2016 banko tudi prodati. To je veljalo tudi za ostale banke. Do junija 2014 so tri podjetja podala nezavezujoče ponudbe za NKBM. Poleg OTP-ja še WL Ross & Co in Apollo Global Management. V nadaljevanju sta zavezujoči ponudbi oddala le OTP in Apollo, a naj bi obe ponudbi banko nizko vrednotile. Cilj SDH-ja je bil, da se pogodba podpiše čim prej (SDH, 2019) (NKBM, 2019). Ob koncu leta 2014 je NKBM negativno prestala stresne teste ECB-ja, kar je dodatno otežilo privatizacijo. To je SDH tudi javno objavil (povzeto po SDH poročila, 2015).

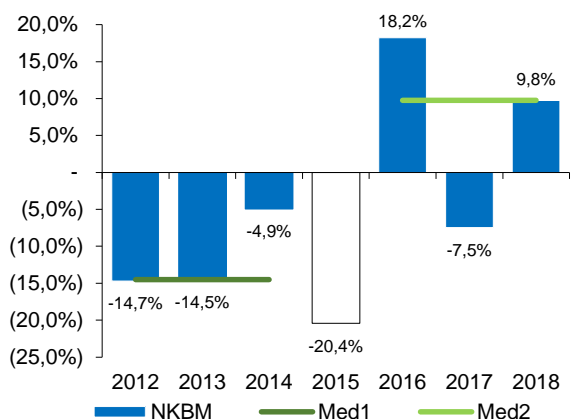
V začetku leta 2015 je SDH prejel dopolnjeni zavezujoči ponudbi za NKBM s strani istih ponudnikov. Tokrat naj bi Apollo ponudil blizu 200 milijonov evrov, OTP pa le 130 milijonov evrov, a so bili pripravljeni zvišati ponudbo. Konec marca 2015 pa se je pojavi še tretji možen kupec banke z najvišjo ponudbo. To je ameriški Global Bancorp Commodities and Investments, ki naj bi ponudil 250 milijonov evrov. A veliko število tožbenih zahtevkov in nejasnosti glede obveznic so oteževali sklepna pogajanja, v katerih je bil najbližje nakupu Apollo (NKBM poročila, 2015) (SDH, 2019). V juniju 2015 se je bonitetna ocena banke zvišala na B3 (Moody's, 2019). Prvotna ponudba očitno ni bila dovolj visoka, moje mnenje je, da tudi druga ni bila, vendar je 30. 6. 2015 SDH ponudbo sprejel in podpisal pogodbo o prodaji Nove KBM za 250 milijonov evrov skladu Apollo. Ob Apollu je v lastništvo vstopil še EBRD. Apollo je takoj po vstopu v lastništvo predstavil jasno strategijo o poslovanju in širitvi poslovanja v državi in regiji (NKBM poročila 2015).

4.6.2 Finančna analiza

Podjetje Nova KBM je bilo privatizirano v letu 2015. Moja analiza tako zajema obdobji 2012–2014 in 2016–2018. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

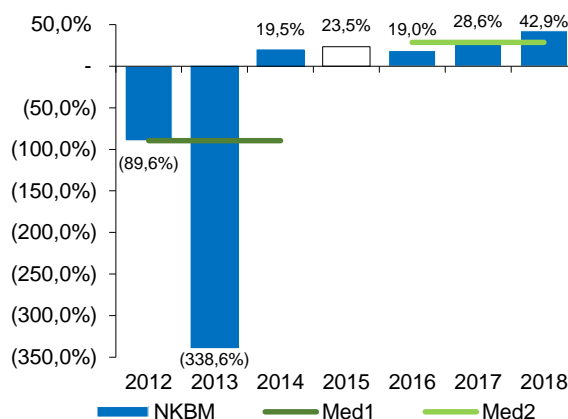
Prihodki od prodaje so pred privatizacijo upadali. Trend upadanja se je nadaljeval že izpred let po svetovni gospodarski krizi. Mediana rasti prihodkov od prodaje pred privatizacijo znaša -14,5 % (slika 59). Mediana neto marže pred privatizacijo znaša -89,6 % (slika 60). Visoke izgube v letih 2012 in še posebej v letu 2013 so posledica slabitve, katere so povzročili odpisi slabih terjatev. V letu 2012 je banka beležila 295 milijonov evrov slabitev, v letu 2013 pa kar 660 milijonov evrov.

Slika 59: Rast prihodkov od prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 60: Neto marža



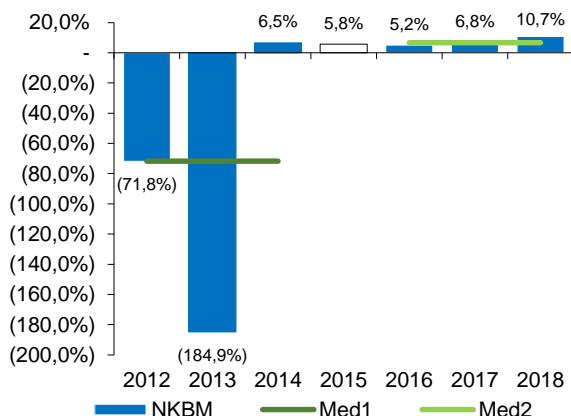
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji so začeli prihodki od prodaje rasti, vendar je že v letu 2017 podjetje zopet beležilo upad prihodkov od prodaje. Povečalo se je število depozitov in tudi kreditov, kar je pomenilo vrnitev zaupanja v bančni sistem v letu 2016. Mediana rasti prihodkov od prodaje po privatizaciji znaša 9,8 % (slika 59), mediana neto marže po privatizaciji pa znaša 28,6 % (slika 60). Po tem, ko je banka v letih pred privatizacijo prejela okoli milijardo evrov dokapitalizacije in še prenesla veliko število slabih terjatev na DUTB, je pričakovano postala bolj dobičkonosna. Velik delež dobičkonosnosti gre pripisati tudi prilivom iz obresti na račun obveznic, ki jih je banka prejela od države.

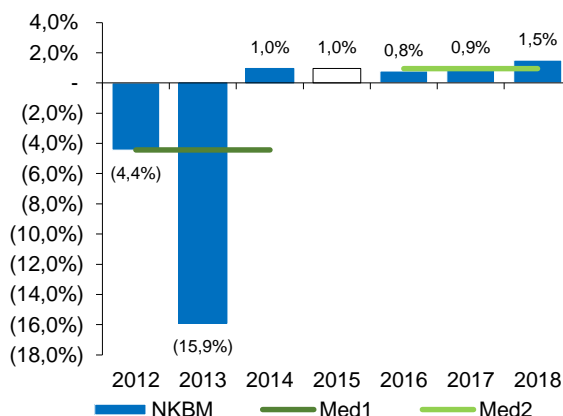
Pred privatizacijo je podjetje dosegalo mediana negativen donos na kapital (slika 61) in negativen donos na sredstva (slika 62). A že v letu 2014 lahko vidimo obrat trenda, saj se je delež oslabitev občutno zmanjšal, večina slabitev terjatev pa je že bila prenesena in ni bila več v banki.

Slika 61: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 62: Donos na sredstva



Vir: GVIN, (2019).

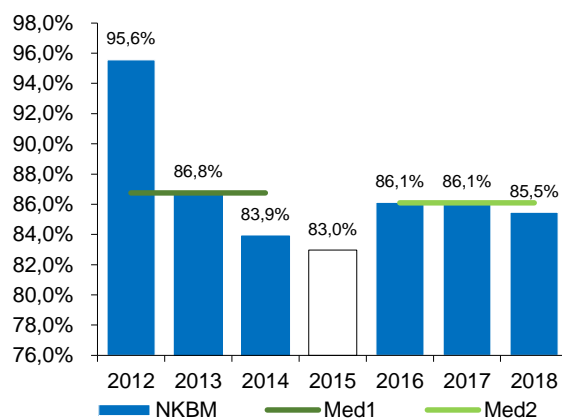
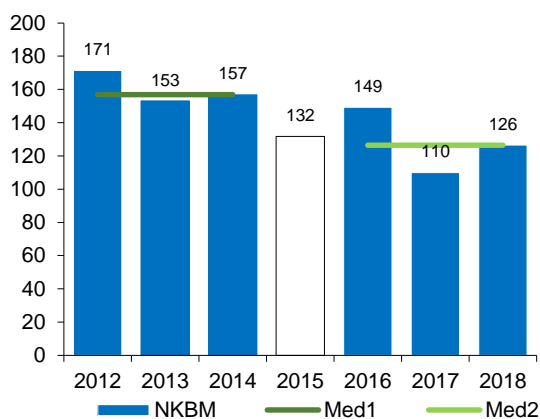
(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji znaša mediana donosa na kapital v opazovanem obdobju 6,8 % (slika 61) in mediana donosa na sredstva 0,9 % (slika 62). To so še vedno relativno nizki donosi in daneč od nivoja pred gospodarsko krizo.

Prihodki na zaposlenega so se gibali okoli mediana 157 tisoč evrov (slika 63). Čeprav so prihodki upadali, je skladno z njimi, vendar malo počasneje, upadalo tudi število redno zaposlenih. Leta 2012 je podjetje imelo 1346 redno zaposlenih, leta 2015 pa 1113. Delež dolga v financiranju je za banke značilno visok, vendar je bil pred privatizacijo v letu 2012 nenormalno visok. Prav zaradi tega se je banka večkrat dokapitalizirala s pomočjo finančnih trgov. Že naslednje leto pa se je kazalnik dolga v financiranju zopet znižal in znaša mediana le tega 86,8 % v obdobju pred privatizacijo (slika 64).

Slika 63: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)

Slika 64: Delež dolga v financiranju



Vir: GVIN, (2019).

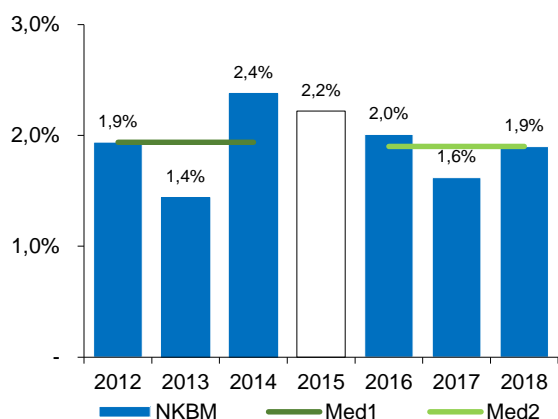
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji se je število redno zaposlenih zopet povečevalo. Povečanje je bilo hitrejše od rasti prihodkov. Zaradi tega je mediana prihodkov na zaposlenega po privatizaciji padla na 126 tisoč evrov (slika 63). Število redno zaposlenih je leta 2018 doseglo 1392. Delež dolga v financiranju se je po privatizaciji ustalil okoli mediana 86,1 % (slika 64). Podjetje je v opazovanem obdobju povečalo kapital za skoraj dvakrat.

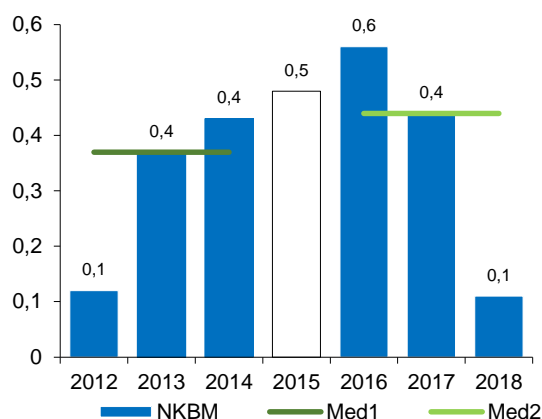
Mediana neto obrestne marže v opazovanem obdobju pred privatizacijo znaša 1,9 % (slika 65). Lahko opazimo, da v letu 2013 znaša le 1,4 %, kar nakazuje na dodatne težave banke pri izvajanju osnovnih poslov ter posledično nižji dobičkonosnosti. Mediana likvidnosti glede na aktivno pred privatizacijo znaša 0,4 (slika 66). Že v letu 2013 in 2014 se je zaradi višjih likvidnostnih sredstev kazalnik izboljšal.

Slika 65: Neto obrestna marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 66: Likvidnost glede na aktivo



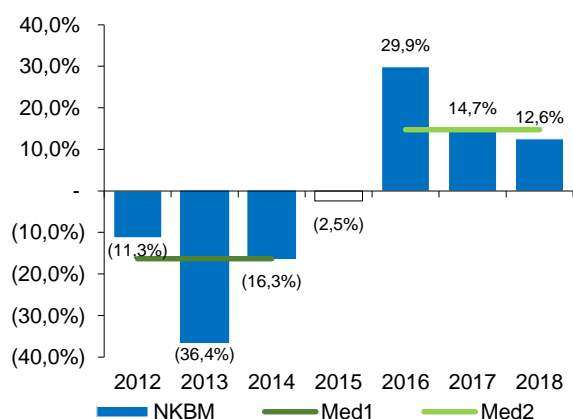
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

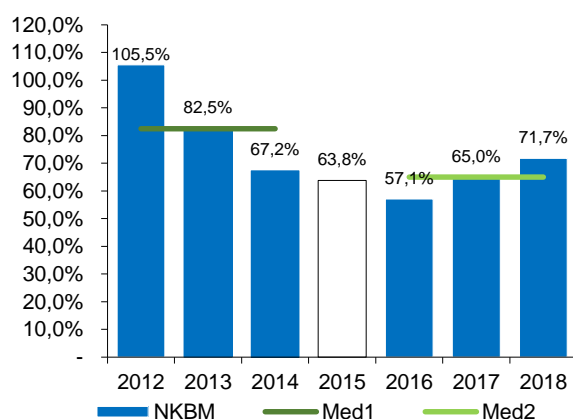
V opazovanem obdobju po privatizaciji znaša mediana neto obrestne marže 1,9 % (slika 65). To je še zmeraj pod povprečjem tiste, ki jo je banka dosegala pred gospodarsko krizo. Mediana likvidnosti glede na aktivno po privatizaciji znaša 0,4, a vseeno več kot pred privatizacijo (slika 66). V letu 2018 se aktiva banke zopet poveča in likvidnostna sredstva ne sledijo povečanju. Dodatno po letu 2016 banka zaradi zahtev regulatorja izračunava tudi LCR in NSFR kazalnike. LCR kazalnik v letu 2016 znaša 935 %, v letu 2018 pa 408 %, kar je visoko nad zahtevami regulatorja. Lahko vidimo, da je banka likvidnostno ustrezna. Kazalnik NSFR pa znaša 167 % v letu 2018, kar je dober rezultat (NKBM poročilo, 2018).

V opazovanem obdobju pred privatizacijo vidimo, da je kreditiranje močno upadalo. Mediana rasti kreditov znaša -16,3 % (slika 67). Krediti glede na depozite so se v obdobju pred privatizacijo povečevali, za kar bi lahko krivili kreditni krč in monetarno krizo, ki je bila v obdobju pred privatizacijo, kar je prineslo nezaupanje v bančni sektor. Tako mediana kreditov glede na depozite pred privatizacijo znaša 82,5 % (slika 68).

Slika 67: Rast kreditov



Slika 68: Krediti glede na depozite



Vir: GVIN, (2019).

Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je rast kreditov hitro naraščala, kar je bila posledica predvsem rasti gospodarstva. Mediana rasti kreditov je v opazovanem obdobju po privatizaciji znašala 14,7 %, vendar pa je mogoče videti trend upadanja (slika 67). Na drugi strani pa vidimo obraten trend naraščanja kreditov glede na depozite. V letu 2016 je kreditiranje doseglo dno ter zopet začelo naraščati. Tako znaša mediana kreditov glede na depozite 65,0 % (slika 68). To je še vedno visoko nad povprečjem pred krizo in tudi nad povprečjem ostalih komercialnih bank v svetu. Menim, da ima na tem področju podjetje še veliko potenciala za dobičkonosnost.

Altman Z-score test nam pokaže rezultat 1,07 pred privatizacijo, kar nakazuje na zelo visoko verjetno stečaja. Po privatizaciji pa se rezultat izboljša, a je izboljšanje nepričakovano nizko. Rezultat po privatizaciji znaša 1,41. Sam menim, da rezultat ni popolnoma reprezentativen iz razloga, saj nanj preveč vpliva prenizka prodaja v sorazmerju s prevelikim zneskom bilance oziroma sredstev banke. Dodatno je obratni kapital v banki skoraj zanemarljiv, oziroma ga je tudi težko oceniti. Khaddafi, Falahuddin, Heikal in Nandari (2017) v svoji raziskavi aplicirajo Altman Z-score model na Indonezijske banke, kjer dobijo rezultat, da za okoli 50 % bank velja visoka vrednost stečaja. Tudi Altman, Iwanicz-Drozowska, Laitinen in Suvas (2017) aplicirajo model na bančni sistem v Evropi, v katerem je zajeta tudi Slovenija. Rezultati nakazujejo na negativne učinke, še posebej zaradi visokega števila podjetij, ki so šla v stečaj, in njihovega vpliva na bančni sektor.

Beneish M-score rezultat -2,13 pred privatizacijo nam kaže, da obstaja možnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša -3,42, kar nam nakazuje na izboljšanje. Izboljša se šest od osmih predpostavk v modelu. Najbolj se izboljša GMI, ki nam kaže indeks bruto marže, kar je logično, saj se dobičkonosnost po privatizaciji poveča. Poslabša pa se AQI, saj ima po privatizaciji banka več kratkoročnih sredstev, kot jih je imela prej.

Ne samo rezultati, ki jih nakažeta modela, temveč tudi finančnih kazalnikov se ne zdijo reprezentativni zaradi dokapitalizacije, ki je preveč vplivala na bilanco stanja in izkaz poslovnega izida v opazovanem obdobju.

4.7 Elan

4.7.1 Potek privatizacije

Že leta 2009 je skupščina Elana potrdila predlog reorganizacije, ki pa še vedno ni uskladila želja in pričakovanj lastnikov o potrebni dokapitalizaciji podjetja. SOD je v tistem času na PDP že prenesel delež Elana. Prav takrat se je po devetnajstih letih Elan rešil hipotek, ki so bile dane na vse nepremičnine v Begunjah. Velike probleme v Elanu pa je povzročalo

reprogramiranje posojil, saj jih ob operativni izgubi niso zmogli pokrivati (povzeto po LJSE – SEOnet, 2019).

V oktobru 2010 se je pričela privatizacija skupine Elan, saj je skoraj 75-odstotni lastnik podjetja PDP objavil namero za iskanje finančnega svetovalca pri prodaji. Marca 2011 je bilo jasno, da bo pri prodaji podjetja svetoval PricewaterhouseCoopers (PWC). V naslednjih mesecih je bilo kar nekaj zainteresiranih kupcev, večino pa naj bi predstavljali finančni skladi. Pričakovalo se je okoli deset milijonov evrov, hkrati pa bi kupec moral prevzeti tudi 50 milijonov evrov dolga (povzeto po PDP, 2011). V obdobju skupščine in sestajanja uprave leta 2011 je bilo veliko neskladja med upravo in nadzorniki podjetja. Slednji so naposled odstopili. Veliko sporov je potekalo tudi po sodiščih, kjer je Elan terjal za domnevne korupcijske posle, kjer je bil oškodovan, podjetje pa je preiskovala tudi Komisija za preprečevanje korupcije (KPK). Na račun podjetja je bilo vloženih tudi veliko tožb. Ena od velikih je bila tožba bivšega predsednika uprave, ki je od podjetja zahteval izplačilo več milijonov evrov (povzeto po GVIN, 2019).

Oktobra 2011 je bilo jasno, da so za Elan po velikem zanimanju prispele le štiri zavezujoče ponudbe. Od tega je bila samo ena s strani strateškega partnerja. Moramo se zavedati, da Elan deluje v zelo nišni industriji, kjer je tudi težavno najti primerljiva podjetja, kaj šele strateškega partnerja. Leto 2011 naj bi Elan prvič po petih letih zaključil z dobičkom in tudi prodajni postopek naj bi bil v sklepni fazi (Elan poročilo, 2010). Konec leta 2011 sta se z največjima lastnikoma PDP in Triglav Naložbe usklajevala le še dva finančna sklada. V začetku leta 2012 je postalo jasno, da je najbližje privatizaciji londonski investicijski sklad Argus Capital. V februarju 2012 so se pojavile strateške usmeritve s strani AUKN in prepovedala se je udeležitev določenih podjetij na skupščini PDP (AUKN, 2012). V marcu 2012 je postalo jasno, da Elan leto 2011 ni končal z dobičkom, temveč z izgubo (Elan, poročila 2012).

Konec marca 2012 je postalo jasno, da je do odločitve evropske komisije o tem, ali sta predstavljali dokapitalizaciji podjetja s strani države v letu 2007 in 2008 nedovoljeno obliko državne pomoči ali ne, postopek privatizacije zamrznjen. V letu 2012 je revizijska družba, ki revidira poslovanje Elana, opozorila na veliko nestanovitnost za prihodnost Elana (Elan, poročila 2012). Evropska komisija je septembra 2012 razsodila, da državna pomoč Elanu leta 2008 ni bila v skladu s pravili EU o državnih pomočeh ter naložila Elanu povračilo denarja. Konec leta 2012 je uprava izjavila, da razsodba EU sodišča ne bo vplivala na poslovanje podjetja in dodala, da si želijo čimprejšnje privatizacije (Elan, poročila 2012).

Leto dni po tem, ko je bil Argus Capital že v sklepni fazi pogovorov o privatizaciji Elana, se je v začetku leta 2013 Argus Capital odločil za ponovni skrbni pregled podjetja. A že konec januarja 2013 se je zapletlo, saj je bila pritožba države in Elana za odlok vračila državne pomoči zavrnjena. Tako je morala država nemudoma izterjati 10 milijonov evrov plus obresti od Elana. V januarju 2013 je Elan Avstrija, avstrijsko hčerinsko podjetje Elana, prijavilo stečaj podjetja v Avstriji. V aprilu 2013 je angleški investicijski sklad Argus Capital

odstopil od privatizacije Elana. S tem so si v PDP-ju, povzeto po SDH (2015), znova prizadevali najti nove potencialne kupce podjetja. Tokrat je bilo v juniju 2013 za svetovalca pri prodaji izbrano podjetje KF Finance. V decembru 2013 je postalo jasno, da sta zavezujoči ponudbi za nakup celotnega podjetja oddala le dva finančna sklada. V začetku leta 2014 je pogajanja z lastniki opravil Ameriški finančni sklad WAB Capital. Kupec podjetja naj bi bil dokončno znan že v februarju, vendar se je prodaja zopet zavlekla. Menim, da je potencialni kupec čakal na izid rezultatov preteklega leta. Ko prodaja tudi po objavi rezultatov ni bila zaključena, naj bi se za podjetje zanimalo tudi finsko in švicarsko podjetje, vendar do ponudbe nikoli ni prišlo. V nadaljevanju leta 2014 so se omenjali še dodatni potencialni kupci za Elan, vendar ob veliko težavah s financiranjem podjetja, pritiski EU o vrnitvi državne pomoči in ostalih dogodkih, ki so odvrčali potencialne kupce, ni prišlo do premika v povezavi z privatizacijo (Elan poročila, 2019).

Konec leta 2014 je zavezujočo ponudbo za Elan oddalo češko podjetje Sporten. V privatizacijo se je vključila tudi DUTB, saj so želeli prevzemniki delen odpis terjatev. V letu 2015 se je v privatizacijo vmeša tudi Ameriško podjetje Boba Ing. Aprila 2015 je DUTB prodal terjatve do Elana Merrill Lynch International (povzeto po DUTB, 2019).

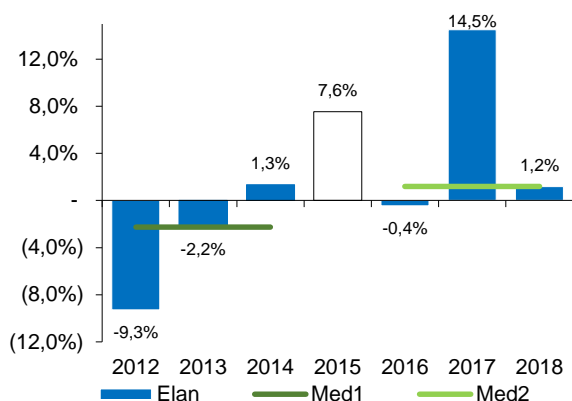
Dne 29. 7. 2015 so nadzorniki v SDH dali pogojno soglasje k prodaji Elana. Kupec je postal Wiltan Enterprises Limited iz Cipra, ki je v lasti Ruskega sklada, VR Capital, katerega vodi Američan. Ta bo državi povrnil 12 milijonov evrov nedovoljene pomoči. Podjetje bo privatiziral zgolj s simbolno kupnino (Capital IQ, 2019) (SDH, 2019). V upravi Elana so bili s privatizacijo zadovoljni, saj je bilo podjetje velikokrat zelo blizu stečaja. Novi lastnik je opravil s finančnimi bremenami iz preteklosti in si obeta čisto prihodnost. Leta 2016 je bilo imenovano tudi novo vodstvo družbe (Elan poročilo 2015, 2016).

4.7.2 Finančna analiza

Podjetje Elan je bilo privatizirano v letu 2015. Moja analiza tako zajema obdobji 2012–2014 in 2016–2018. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

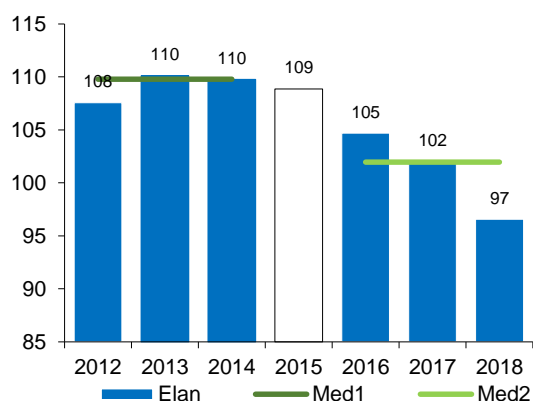
Trend prihodkov od prodaje je pred privatizacijo naraščal. Mediana rasti prihodkov od prodaje je pred privatizacijo znašala -2,2 % (slika 69). EBITDA marža je bila v obdobju pred privatizacijo pozitivna. Pred privatizacijo so bili prihodki na zaposlenega visoki. Mediana prihodkov na zaposlenega je znašala 110 tisoč evrov (slika 70). Razlog za to je počasno zniževanje števila redno zaposlenih. V letu 2012 je bilo v povprečju število redno zaposlenih 512, leta 2014 pa 497.

Slika 69: Rast prihodkov od prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 70: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



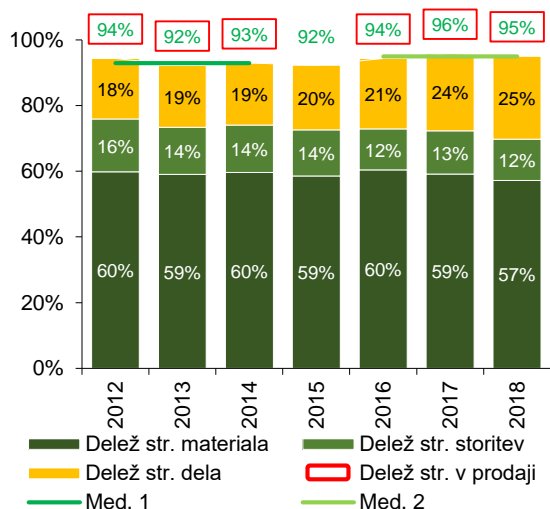
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

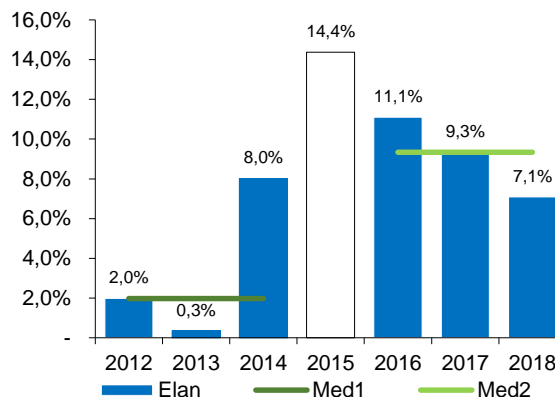
V obdobju po privatizaciji je mediana rasti prihodkov od prodaje znašala 1,2 % (slika 69). Po privatizaciji so prihodki na zaposlenega začeli padati. Mediana prihodkov na zaposlenega v obdobju po privatizaciji znaša 102 tisoč evrov (slika 70). Število zaposlenih je hitro rastlo, kar je glavni razlog za znižanje kazalnika. Leta 2015 je imelo podjetje 539 redno zaposlenih, leta 2018 pa 701.

Mediana deleža stroškov v prodaji v opazovanem obdobju pred privatizacijo znaša 93,0 % (slika 71). Stroški dela so počasi naraščali, kar ob majhnem zniževanju števila redno zaposlenih nakazuje na dvig plač. Stroški materiala in storitev so ostali na podobnem nivoju. Leto 2015 pa je bilo s strani stroškovne optimizacije najbolj učinkovito. Mediana EBITDA marže pred privatizacijo znaša 2,0 % (slika 72). V letu 2013 se je podjetje nevarno približalo negativnemu EBITDA-ju zaradi enkratnega dogodka povečanja prevrednotovalnih odhodkov.

Slika 71: Delež stroškov v prodaji



Slika 72: EBITDA marža



Vir: GVIN, (2019).

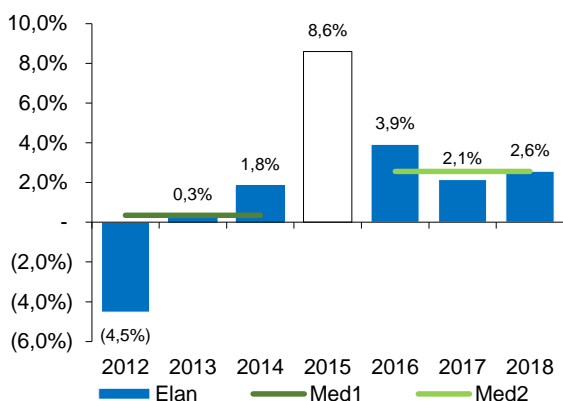
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je mogoče videti, da so se stroški materiala in stroški storitev povečevali. Mediana deleža stroškov v prodaji po privatizaciji znaša 95,0 % (slika 71). Ob povečevanju prodaje so se stroški najbolj povečali v letu 2017, kjer so realno vsi stroški zrastle za nekaj odstotkov. Po privatizaciji je opaziti predvsem trend zviševanja deleža stroškov dela zaradi velikega števila novo zaposlenih. Stroški materiala so se realno znižali le v letu 2018, tako kot tudi stroški storitev. Največjo spremembo pa je moč opaziti v EBITDA marži po privatizaciji. Že v letu 2015 ko je bila privatizacija v zaključni fazi, je podjetje ustvarilo lepo EBITDA maržo. Trend EBITDA marže pa je vse od tedaj negativen. Mediana EBITDA marže po privatizaciji znaša 9,3 % (slika 72).

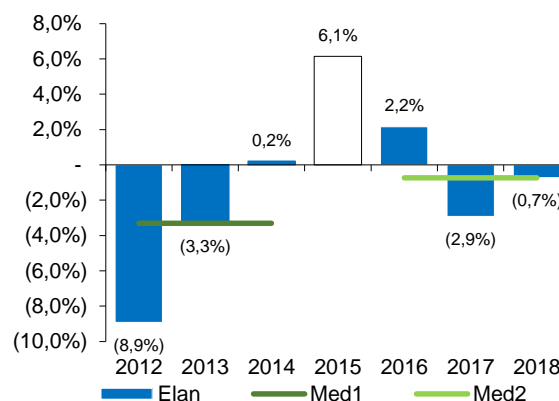
Pred privatizacijo je bila EBIT marža zelo nizka, kar kaže na slabo zmožnost ustvarjanja denarnega toka iz poslovanja. Mediana EBIT marže v obdobju pred privatizacijo znaša 0,3 % (slika 73). V letu 2012 je podjetje beležilo skoraj 3,6 milijona evrov amortizacije, kar je znatno znižalo EBIT maržo in tudi potopilo neto maržo. Finančni rezultat podjetja je bil v vseh letih pred privatizacijo negativen, kar je že tako nizko mediano EBIT maržo preneslo v negativno mediano neto marže, ki znaša -3,3 % pred privatizacijo (slika 74).

Slika 73: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 74: Neto marža



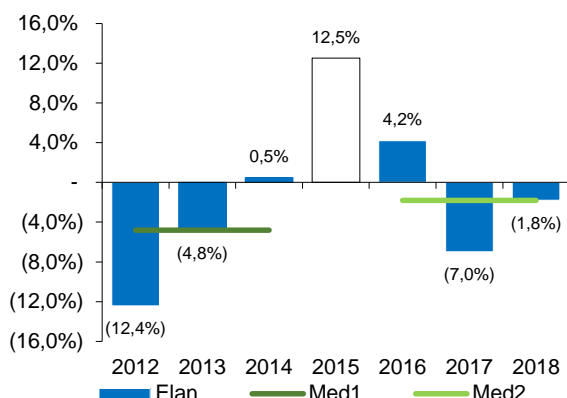
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V obdobju po privatizaciji lahko vidimo porast EBIT marže, vendar se ta še vedno giblje zelo nizko. Mediana EBIT marže po privatizaciji znaša 2,6 % (slika 73). Nizko gibanje EBIT marže podjetju onemogoča pozitivno neto maržo. Mediana neto marže po privatizaciji znaša -0,7 % (slika 74). V letu 2017 so povišani stroški materiala, višja amortizacija in visoko negativen finančni rezultat podjetju pridelali izgubo v vrednosti skoraj dveh milijonov evrov.

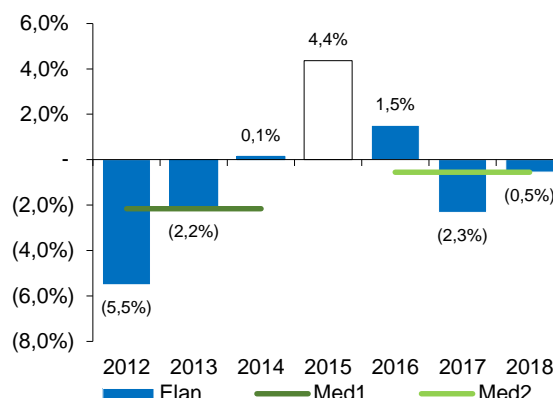
Mediani donosa na kapital $-4,8\%$ in donosa na sredstva $-2,2\%$ sta bili pred privatizacijo negativni (slika 75) (slika 76). Podjetje je višji dobiček in posledično tudi donos na kapital in sredstva dosegalo le v letu 2015.

Slika 75: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 76: Donos na sredstva



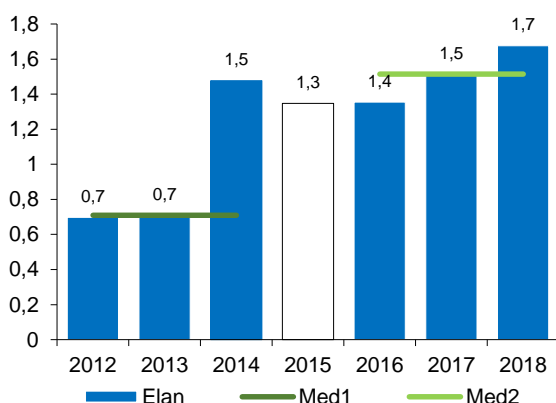
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Tudi po privatizaciji je mediana donosa na kapital $-1,8\%$ in donosa na sredstva $-0,5\%$ ostajala negativna (slika 75) (slika 76).

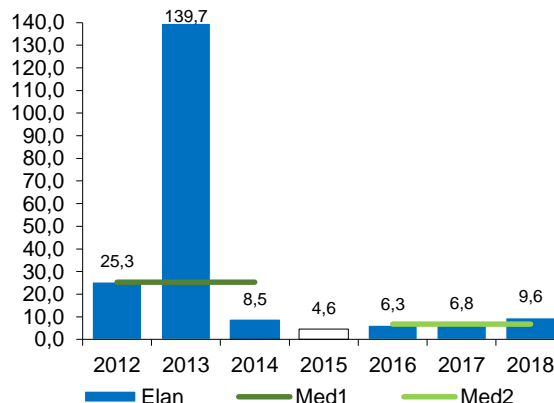
V opazovanem obdobju pred privatizacijo vidimo, da je imelo podjetje visok delež dolga. Mediana dolga na kapital pred privatizacijo znaša $0,7$ (slika 77). Kapital se je v obdobju pred privatizacijo zniževal, dolg pa predvsem v letu 2014 visoko povešal. Mediana dolga na EBITDA je pred privatizacijo znašala $25,3$ (slika 78). To je visoka številka in prav to je pomenilo, da je podjetje bilo v določenih težavah. V letu 2013 je EBITDA znašal zgolj 188 tisoč evrov, kar je posledica tako visokega multiplikatorja dolga.

Slika 77: Dolg/kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 78: Dolg/EBITDA



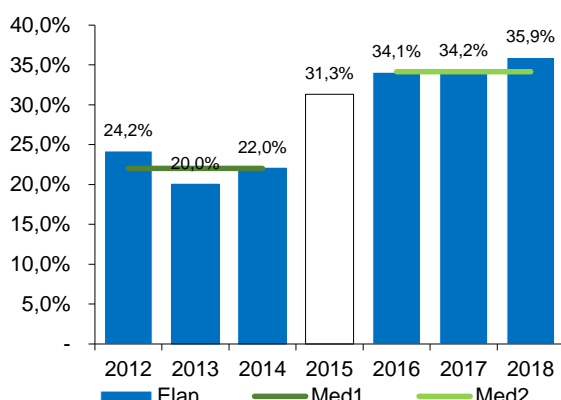
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V obdobju po privatizaciji je dolg še naraščal, kapital pa je ob tem ostal skoraj nespremenjen. Mediana dolga na kapital po privatizaciji znaša 1,5 (slika 77). Ta znesek pomeni visoko zadolženost podjetja, vendar pa se je dolg proti EBITDA-ju znižal, kar je bolj pomembno s strani sprotnega servisiranja dolga. Mediana dolga na EBITDA po privatizaciji znaša 6,8 (slika 78), kar je še vedno visoka, vendar sprejemljiva številka. Skrbi pa trend povečevanja dolga in hkrati zniževanja EBITDA-ja v obdobju po privatizaciji.

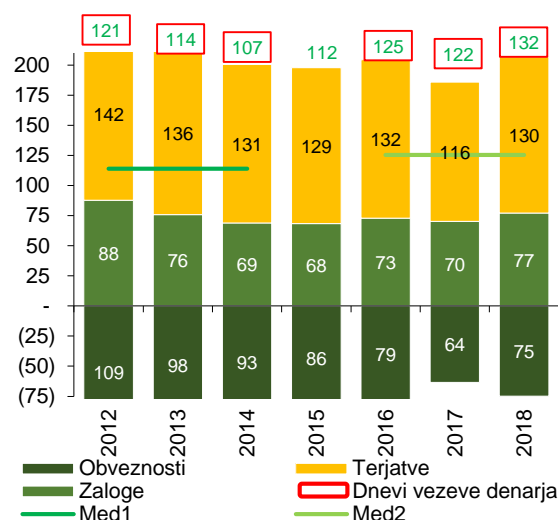
Mediana obratnega kapitala od prodaje je pred privatizacijo znašala 22,0 % (slika 79). Podjetje za svoje obratovanje potrebuje visoko vrednost obratnega kapitala. Tako je v bilo letu 2014 podjetje primorano od banke dobiti denar za financiranje obratnega kapitala. Dnevi vezave denarja nakazujejo na visoke potrebe podjetja po obratnem kapitalu. Mediana dni vezave denarja pred privatizacijo znaša 114 (slika 80). V obdobju pred privatizacijo pa je opaziti trend zniževanja dni vezav terjatev, zalog in obveznosti.

Slika 79: Obratni kapital kot % prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 80: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Obratni kapital od prodaje je že v letu 2015 narasel, saj je nujen za uspešno delovanje podjetja. V letih po privatizaciji pa je le še naraščal. Tako mediana obratnega kapitala kot % prodaje po privatizaciji znaša 34,2 % (slika 79). Mediana dni vezav denarja po privatizaciji znaša 122 (slika 80). Povišanje števila dni vezav terjatev in tudi zalog ter zniževanje vezave obveznosti podjetja je privedlo do več dni vezav denarja kot pred privatizacijo. Na to nakazuje tudi obratni kapital kot delež prodaje.

Altman Z-score test nam kaže na to, da je podjetje v težavah. Rezultat pred privatizacijo je 1,99 in po privatizaciji 2,18. Rezultat v obeh primerih pomeni visoko verjetnost za stečaj

podjetja, vendar pa kaže na majhno izboljšanje, ki pa je še vedno daleč od 2,7 oziroma 3,0 točke preloma. Vsi kazalniki v formuli razen prodaje proti bilančni vsoti kažejo na slabo stanje v podjetju. Za izboljšanje v obdobju po privatizaciji so zaslužni štirje kazalniki v formuli, le eden se poslabša. Rezultat izboljša predvsem manj negativen EBIT v obdobju po privatizaciji. Po privatizaciji pa ga znižujejo le višje celotne obveznosti podjetja.

Beneish M-score rezultat -2,66 pred privatizacijo nam kaže, da obstaja majhna verjetnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša -2,45, kar nam kaže na to, da podjetje ne manipulira s prikazom finančnega izida oziroma je za to zelo majhna verjetnost. Rezultat po privatizaciji nakazuje na poslabšanje, kjer se tri predpostavke v formuli poslabšajo, dve izboljšata, tri pa ostanejo praktično nespremenjene. Dve predpostavki znatno znižujeta rezultat in nakazujeta na poslabšanje. Prva je DEPI, ki kaže na indeks deprecije. Neto osnovna sredstva ostanejo praktično nespremenjena, medtem ko se amortizacija po privatizaciji poviša. Druga je LVGI, indeks vzvoda, kjer pride med leti 2016 in 2017 do prevelikega razkoraka med kratkoročnimi in dolgoročnimi obveznostmi v podjetju. Najbolj pa se izboljša predpostavka SGAI, ki nam kaže indeks prodajnih, splošnih in administrativnih stroškov. Skladno z rastjo prodaje v obdobju po privatizaciji se povečujejo tudi stroški dela in tudi ostali s tem povezani stroški.

4.8 Adria Tehnika

4.8.1 Potek privatizacije

Konec leta 2010 je Adria Airways za poplačilo terjatev Aerodromu ponudila lastniški delež Adrie Tehnika (povzeto po AT poročila, 2011, 2012). V začetku leta 2011 je PDP odkupil preostali delež Adrie Tehnika od Adrie Airways za pet milijonov evrov (PDP, 2011). Na dan 24. 1. 2011 je Aerodrom Ljubljana postal 47,67-odstotni lastnik Adrie Airways Tehnika (Bisnode, 2019). V začetku leta 2012 je v stečaj šel španski letalski prevoznik Spanair, drugi najpomembnejši kupec storitev podjetja. Kasneje v tem letu je propadel tudi madžarski letalski prevoznik Malev. V iskanju rešitev se je resno omenjala tudi privatizacija podjetja (povzeto po Adria Tehnika, 2019).

Dne 21. 5. 2012 sta lastnika Adrie Tehnika, PDP in Aerodrom Ljubljana, naznanila prodajo 100 % podjetja. Objavljen je bil mednarodni razpis, preko katerega bi zbirali ponudbe, predkupno pravico pa je imela letalska družba Adria Airways. Prodajni rok je bil le nekaj dni in potencialnemu kupcu ni bil omogočen skrbni pregled, temveč le dostop do spletne baze podatkov, za kar velja načelo videno – kupljeno. Po tem ko prodaja in dokapitalizacija nista obrodila sadov, sta se lastnika odločila za posojilo podjetju v znesku 3,4 milijona evrov, ki mu bo omogočilo nemoteno delovanje še naprej (povzeto po Adria Tehnika poročila 2012).

V začetku leta 2014 sta lastnika Adria Tehnike zopet zbirala ponudbe za podjetje, tokrat preko finančnega svetovalca KF Finance. Adria Tehnika je tokrat bila v boljšem položaju kot pred leti, saj je imela naročila, vendar še vedno zelo nizek denarni tok. V podjetju so si želeli strateškega partnerja, ki bi smernice podjetja le še nadgradil. Leta 2014, ko je bil prodan Aerodrom Ljubljana, je bila iz vidika kupcev podjetja naložba v Adria Tehnika videna kot negativna in oteževalna pri prevzemu, saj so v podjetju na račun te naložbe opravili več slabitev (povzeto po SDH, 2014).

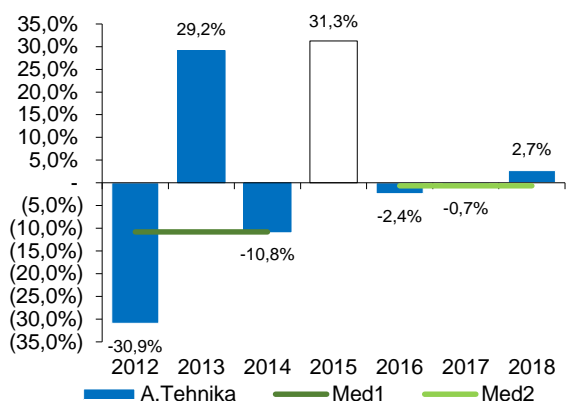
V novembru 2014 je bil po skoraj treh letih prodajanja podjetja izkazan prvi resni interes. Za podjetje sta se zanimala Express Airways s sedežem v Nemčiji in litovska družba Avia Solutions, ki sta konec leta oddali tudi zavezujoči ponudbi. Rok za oddajo ponudb je bil podaljšan do marca 2015. V vodstvu podjetja so zagotavljali, da so hangarji polni in da je dela dovolj, vendar se potencialni kupci v podjetju s tem niso zadovoljili in so še vedno opravljajo skrbne preglede. Medtem so se delavci v Adria Tehniki odločali za delavski odkup podjetja. Dne 24. 11. 2015 sta SDH in Fraport s poljsko družbo Linetech Holding sklenila pogodbo o prodaji Adria Tehnike (SDH, 2019). Kupnina dva milijona evrov in takojšnje poplačilo preostalega dolga do prejšnjih lastnikov je prepričala lastnike v prodajo (Capital IQ, 2019).

4.8.2 Finančna analiza

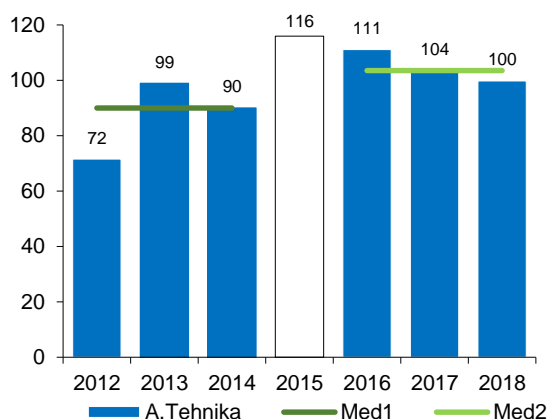
Podjetje Adria Tehnika je bilo privatizirano v letu 2015. Moja analiza tako zajema obdobji 2012–2014 in 2016–2018. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

Prihodki od prodaje so bili v obdobju pred privatizacijo zelo nestanovitni. Po visoki rasti v letu 2011 je leto 2012 zaznamoval stečaj dveh velikih pogodbenih strank, s katerimi je podjetje sodelovalo. To se je odražalo tudi v padcu prihodkov od prodaje. Mediana rasti prihodkov od prodaje v obdobju pred privatizacijo je znašala -10,8 % (slika 81). Mediana prihodkov na zaposlenega je v obdobju pred privatizacijo znašala 90 tisoč evrov (slika 82). V letu 2013 je zvišanje predvsem na račun višjih prihodkov. Na drugi strani pa pripomore tudi zniževanje števila redno zaposlenih. Leta 2012 je imelo podjetje 224 redno zaposlenih, leta 2014 pa 205. Še več, v obdobju pred privatizacijo so večkrat zniževali plače, saj je bilo podjetje v likvidnostnih težavah.

Slika 81: Rast prihodkov od prodaje Slika 82: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



Vir: GVIN, (2019).



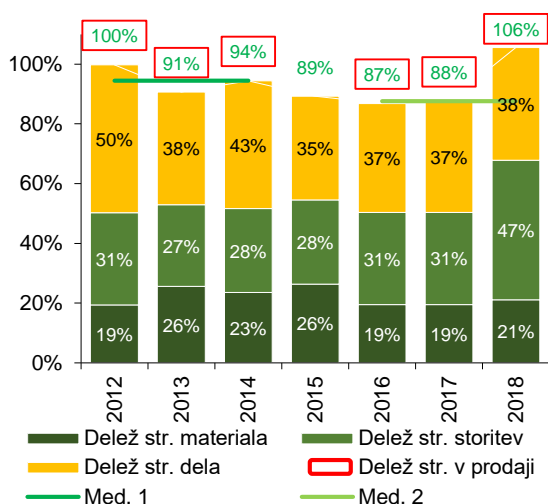
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji se je fluktuacija prihodkov umirila. Mediana rasti prihodkov od prodaje po privatizaciji tako znaša -0,7 % (slika 81). V obdobju po privatizaciji znaša mediana prihodkov na zaposlenega 104 tisoč evrov (slika 82). Ob povečanju prihodkov predvsem v letu privatizacije, 2015, se v letih po privatizaciji zvišuje tudi število redno zaposlenih. Prav zaradi tega vidimo trend upadanja prihodkov na zaposlenega v obdobju po privatizaciji. Število redno zaposlenih v letu 2016 znaša 213, v letu 2018 pa 242.

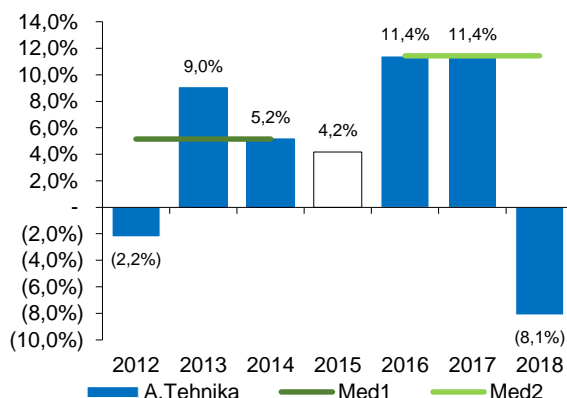
Delež stroškov v prodaji se je v opazovanem obdobju pred privatizacijo hitro spreminjal. Mediana deleža stroškov v prodaji je znašala 94,0 % (slika 83). Stroški dela so se v letu 2013 zaradi manjšega števila zaposlenih in nižjih plač znižali, upadli so tudi stroški storitev. Stroški materiala pa so se visoko povišali, saj se je povišala tudi prodaja. Zaradi izgube dveh pomembnih kupcev v letu 2012 je bila tudi EBITDA marža negativna. Podjetje je znižalo večino stroškov razen stroškov dela, katerih v kratkem času ni mogoče znižati. Mediana EBITDA marže v obdobju pred privatizacijo tako znaša 5,2 % (slika 84).

Slika 83: Delež stroškov v prodaji



Vir: GVIN, (2019).

Slika 84: EBITDA marža



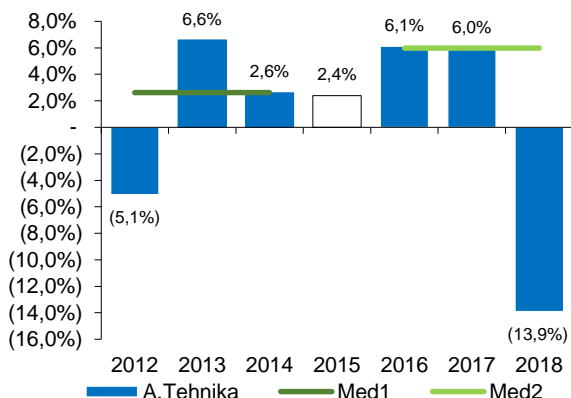
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V prvih dveh letih po privatizaciji je opaziti padec stroškov v prodaji. Mediana stroškov v prodaji v obdobju po privatizaciji tako znaša 88,0 % (slika 93). V letu 2018 so stroški podivjali. Predvsem so se visoko povežali stroški storitev, zaradi česar je EBITDA marža negativna, medtem ko je v prvih dveh letih po privatizaciji podjetje uspelo zvišati EBITDA maržo. Mediana EBITDA marže tako znaša 11,4 % (slika 84). V letu 2018 so se stroški storitev zvišali za 55 %. Zvišali so se tudi drugi stroški, kar je vplivalo na EBITDA maržo.

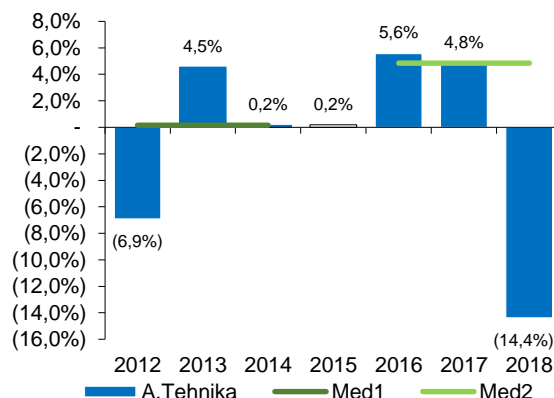
V obdobju pred privatizacijo mediana EBIT marža znaša 2,6 % (slika 85), mediana neto marže pa 0,2 % (slika 86). V letu 2013 je podjetje okrevalo in pridobilo nove posle. Še več, uspešno je kontroliralo stroške, amortizacijo in finančni rezultat, zaradi česar je postalo podjetje po dolgem času zopet dobičkonosno.

Slika 85: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 86: Neto marža



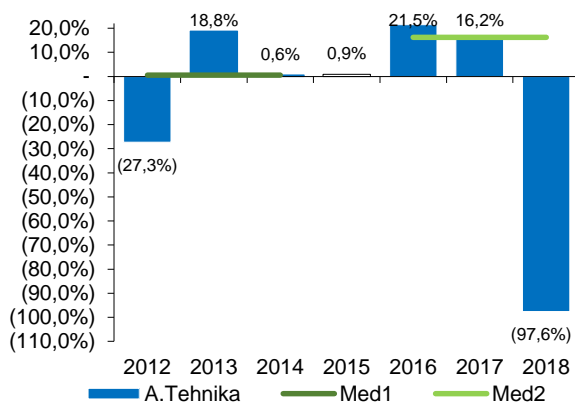
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V obdobju po privatizaciji znaša mediana EBIT marže 6,0 % (slika 85), mediana neto marže pa znaša 4,8 % (slika 86). Leto 2018 podjetje konča s skoraj 3,5 milijonov evrov izgube.

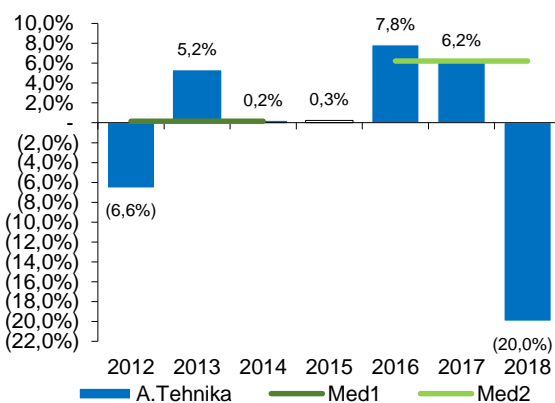
Pred privatizacijo je podjetje dosegalo skromen donos na kapital (slika 87). Skromen je bil tudi donos na sredstva (slika 88). Tudi zniževanje kapitala v letu 2012 podjetju ni uspelo popraviti slike donosa na kapital. V letu 2013 pa se je ob dobičku donos na kapital povzpел na 18,8 % kar je lepa številka za industrijo, v kateri podjetje deluje.

Slika 87: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 88: Donos na sredstva



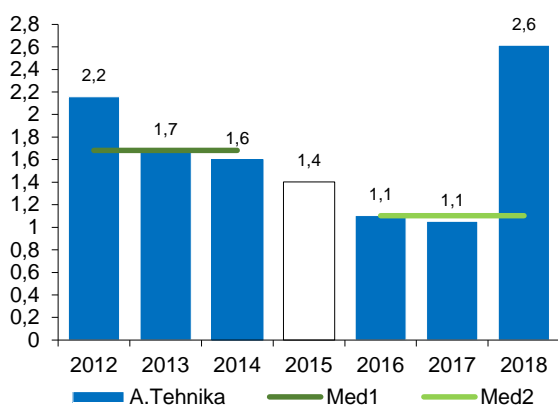
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V prvem letu po privatizaciji, 2016, sta donos na kapital in donos na sredstva narasla, vendar za tem nastopi padajoči trend donosnosti (slika 87) (slika 88). Podjetje je v letu 2018 znižalo kapital za 50 % v primerjavi z letom 2017, kar se pokaže v visoko negativnem donosu na kapital.

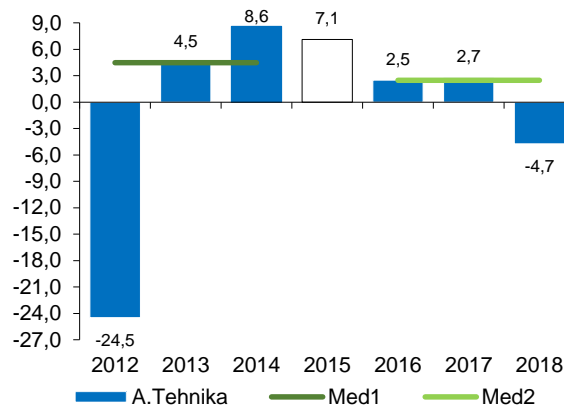
V opazovanem obdobju pred privatizacijo je razvidno, da je imelo podjetje visoko stopnjo dolga na kapital, katerega mediana je znašala 1,7 (slika 89). Vodstvu podjetja je uspelo s posojili lastnikov in spremembami kapitala zniževati kazalnik dolga proti kapitalu. Mediana dolga proti EBITDA pa v obdobju pred privatizacijo znaša 4,5 (slika 90), kar je predvsem razlog višjega EBITDA-ja v tistem letu.

Slika 89: Dolg/kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 90: Dolg/EBITDA



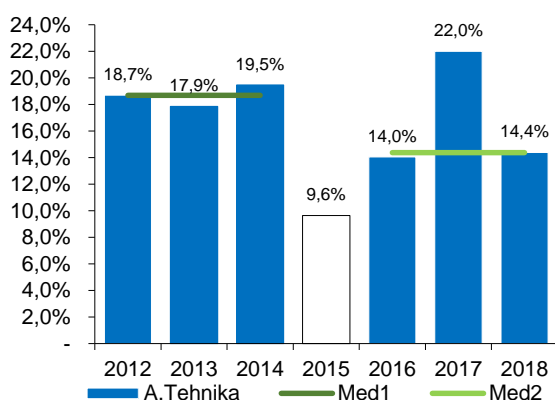
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)
Leti 2012 in 2018 izvajamo iz analize, saj je EBITDA negativen.

Mediana dolga na kapital v obdobju po privatizaciji znaša 1,1 (slika 89). Kapital je v letu 2016 in 2017 naraščal, kar znižuje kazalnik. V letu 2018 je podjetje kapital prepolovilo, kar kazalnik poveča. Mediana dolga napram EBITDA v obdobju po privatizaciji pade na 2,5 (slika 90), kar je zelo dobro s strani možnosti servisiranja dolga.

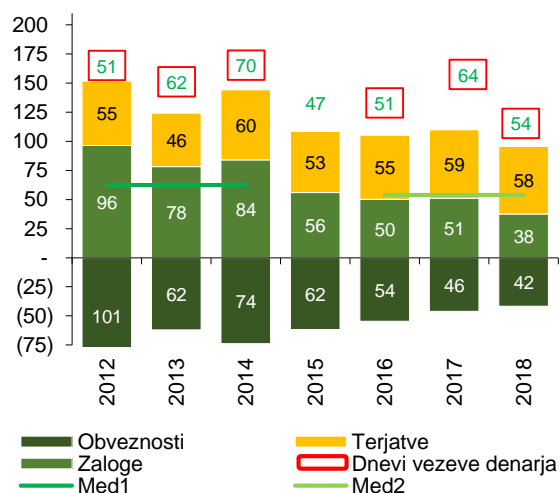
Mediana obratnega kapitala pred privatizacijo znaša 18,7 % (slika 91). Visok obratni kapital je predvsem posledica zalog, ki jih podjetje potrebuje za svoje delovanje. Mediana dne vezave denarja je v obdobju pred privatizacijo znašala 62 dni (slika 92). Moč pa je opaziti z leta v leto spreminjajoč se trend, saj je zgolj v letu 2013 podjetju uspelo občutno znižati vezavo terjatev, zalog in obveznosti.

Slika 91: Obratni kapital kot % prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 92: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Mediana obratnega kapitala od prodaje znaša v obdobju po privatizaciji 14,4 % (slika 91). V letu 2017 je višja količina zalog povzročila dvig obratnega kapitala. Dnevi vezav v obdobju po privatizaciji so upadli. Mediana dni vezav tako znaša 54 dni (slika 92). Podjetje vodi predvsem zelo uspešno politiko upravljanja z zalogami, kar je razlog znižanja dni vezav denarja.

Altman Z-score test nam pokaže, da podjetje ni v dobri kondiciji. Pred privatizacijo znaša rezultat 2,31, kar nam kaže, da obstaja visoka verjetno za stečaj podjetja. Po privatizaciji pa se izboljša na 2,74, kar še vedno nakazuje na možnost stečaja. Po privatizaciji se je izboljša predvsem delež obveznosti podjetja v primerjavi z bilančno vsoto. Izboljšal se je tudi delež prodaje v primerjavi s sredstvi podjetja.

Beneish M-score rezultat -2,30 pred privatizacijo nam kaže, da je možnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja majhna, vendar je rezultat blizu kritične meje. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša -1,99, kar nam kaže na poslabšanje rezultata in pomeni, da obstaja verjetnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Pet od osmih predpostavk v formuli se poslabša. Najbolj se poslabša DSRI, indeks obračanja in dnevi vezave terjatev. Znesek terjatev se po privatizaciji poveča. Na drugi strani se izboljša AQI, ki kaže indeks kakovosti sredstev. V obdobju po privatizaciji se celotna sredstva povečajo, vendar ne na račun drugih sredstev, temveč na račun kakovostnih sredstev, ki jih bo podjetje potrebovalo za osnovno dejavnost.

4.9 Adria Airways

4.9.1 Potek privatizacije

Že v juliju 2008 je SOD dobil dovoljenje za prodajo deleža v Adrii Airways, vendar pa so ti deleži naposled končali na KAD-u. V letu 2011 je država podjetje dokapitalizirala s 50 milijoni evrov. Po kriznem obdobju, ki je bilo za podjetje zelo težko, in spreminjajoči se lastniški strukturi, so se v začetku leta 2012 lastniki odločili za iskanje strateškega partnerja za podjetje. Do namere za razpis je prišlo šele konec marca, ko sta se AUKN in NLB dogovorila, da bo pri iskanju strateških partnerjev sodeloval finančni svetovalec Barons Financial Services. V tistem obdobju je imel AUKN 69,87-odstotni lastniški delež podjetja (povzeto po AUKN, 2012). Dne 24. 5. 2012 je bilo po sestanku AUKN z vodstvom Adrie Airways s strani lastnikov izraženo pričakovanje, da Adria to leto posluje v skladu z načrti, kar pomeni nižjo izgubo kot prejšnje leto, nakar bi sledili pozitivni rezultati poslovanja (Adria Airways, poročilo 2012).

Dne 1. 8. 2012 je AUKN (povzeto po AUKN, 2019) objavil razpis za prodajo letalske družbe. Nezavezujoče ponudbe za podjetje je finančni svetovalec zbiral do 10. 9. 2012, naprodaj pa je bil 74,87-odstotni delež podjetja. V lastniški strukturi so več kot 95 %

lastništva podjetja ustvarjali: AUKN, NLB, Abanka Vipa in PDP. Še isti mesec se je Adria Airways zopet borila z likvidnostnimi težavami, katere je skušala rešiti skupaj z NLB in Unicredit banko v obliki posojila. V septembru so nezavezujoče ponudbe za nakup Adrie oddali predvsem finančni skladi. V novembru 2012 se je začela preiskava Evropske komisije zaradi nedovoljene državne pomoči podjetju in s tem povzročanja konkurenčnih prednosti na trgu. Dodatno naj pomoči ne bi bile dane pod tržnimi pogoji. Tema preiskave so bili štiri dokapitalizacije, izvedene med leti 2007 in 2011, v skupni vrednosti več kot 85 milijonov evrov. Do konca leta 2012 ni bilo nikakršnega napredka glede prodaje podjetja (Adria Airways, poročilo 2012).

Do sredine leta 2013 je postalo jasno, da pravega interesa za nakup Adrie Airways ni (povzeto po Adria Airways poročila, 2013). V juliju 2013 se je podjetje odločilo preko razpisa prodati določeno premoženje. Med drugimi tudi pisarniški objekt, hangar, letališko ploščad, delavnice in letalsko šolo. Medtem je podjetje skušalo prodati tudi dve letali CRJ200 srbski letalski družbi JAT, katera je že najemala Airbusa Adrie Airways. A večina premoženja je ostala neprodanega. Do konca leta 2013 je podjetje povečalo število prepeljanih potnikov, prodalo eno letalo CRJ200 in hangar.

Tudi ko je bilo konec leta 2013 podjetje uvrščeno s strani SDH (povzeto po SDH, 2013) na seznam petnajstih podjetij za prodajo, to ni vplivalo na prodajni postopek. V aprilu leta 2014 je Javna agencija za civilno letalstvo, ki omogoča podjetju operativno licenco za opravljanje letov, opozorila na višanje dolga Adrie (CAA, 2014). V tistem času je NLB svoje terjatve do Adrie Airways prenesel na DUTB, kar je po mnenju vodilnih v Adrii blatilo ugled blagovne znamke in otežilo poslovanje. V juliju 2014 je EU komisija potrdila da ni šlo za nedovoljeno državno pomoč pri dokapitalizacijah podjetja. Ob koncu leta 2014, ko je bilo za Adrio najtežje obdobje, saj se promet v zimskem času zmanjša, še vedno ni bilo govora o privatizaciji, podjetje pa bi ob likvidnostnih težavah najverjetneje zopet potrebovalo sredstva za obstoj. V decembru 2014 pa je SDH vendarle objavil, da je prodajni postopek za Adrio v pripravljalni fazi in bi se lahko pričel v letu 2015. Tako je v začetku leta SDH že iskal svetovalca pri prodaji Adrie Airways (SDH, 2015).

V marcu 2015 je bil za finančnega svetovalca pri prodaji podjetja izbran KPMG. Največji delež v Adrii ima SDH, 69,87 %, sledijo DUTB z 19,63 %, Abanka Vipa s 4,74 % in PDP z 2,08 %, kar predstavlja več kot 95 % lastništva. Dne 1. 7. 2015 se je zgodil poziv za nakup 91,58-odstotnega deleža podjetja, katerega predstavljajo SDH, DUTB in PDP (povzeto po Bisnode, 2019). V oktobru je SDH objavil, da je prejel več ponudb za nakup Adrie (SDH, 2015). Pred prihajajočim težkim obdobjem (zimo) pa je vodstvo podjetja na oktobrski skupščini razpravljalo o potrebni večmilijonski dokapitalizaciji. V novembru 2015 je postalo znano, da so v ožji izbor za privatizacijo podjetja prišli le trije finančni skladi (Adria poročila 2015).

V začetku leta je SDH (povzeto po SDH, 2019) potrdil, da bo Adria dokapitalizirana, vendar ne kako in za koliko denarja. A že čez nekaj dni, 19. 1. 2016, sta SDH in DUTB podpisala

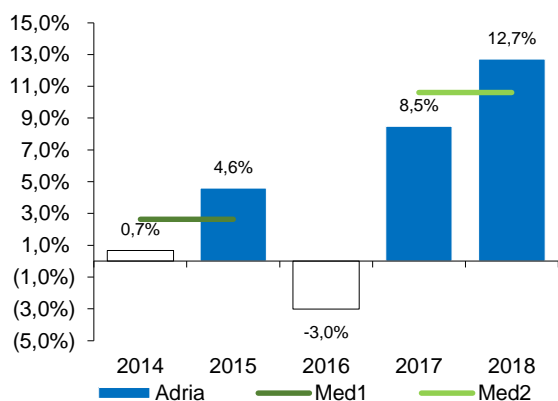
pogodbo o prodaji 91,58 % Adrie Airways nemški družbi 4K Invest, ki zajema 4,1 milijona evrov dokapitalizacije in sto tisoč evrov kupnine. Poleg tega je država dodatno vplačala 3,1 milijona evrov za dokapitalizacijo podjetja, torej bi 4K Invest prispeval le 1 milijon evrov (Capital IQ, 2019).

4.9.2 Finančna analiza

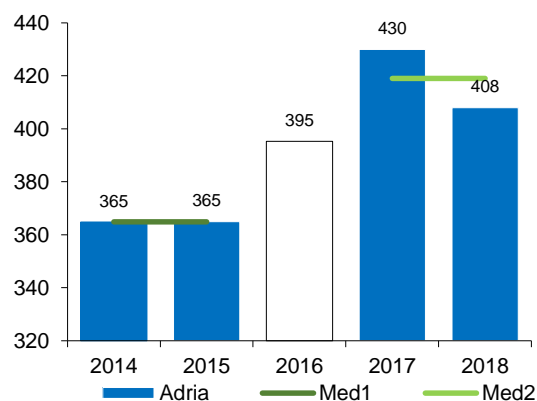
Podjetje Adria Airways je bilo privatizirano v letu 2016. Moja analiza tako zajema obdobji 2014–2015 in 2017–2018. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

V obdobju pred privatizacijo so prihodki od prodaje zopet začeli rasti. Podjetje je sledilo trendom rasti v industriji, vendar z nižjimi stopnjami rasti prodaje. Pred privatizacijo tako mediana rasti prihodkov od prodaje znaša 2,6 % (slika 93). Prihodki na zaposlenega v obdobju pred privatizacijo se praktično niso spremenili. Tako mediana prihodkov na zaposlenega znaša 365 tisoč evrov (slika 94). Število redno zaposlenih se je gibalo okoli 400. Velja opozoriti, da je imelo podjetje daleč najvišje stroške dela na zaposlenega na leto med vsemi analiziranimi podjetji. Čeprav te kategorije direktno ne primerjam, saj se ta reflektira skozi stroške dela, pa lahko omenim, da stroški dela na zaposlenega znašajo v letu 2015 48 tisoč evrov.

Slika 93: Rast prihodkov od prodaje Slika 94: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



Vir: GVIN, (2019).



Vir: GVIN, (2019).

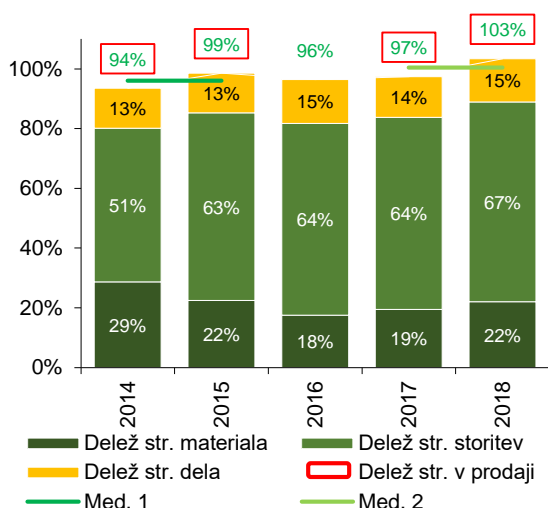
(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V obdobju po privatizaciji so prihodki od prodaje naraščali. Podjetje je vzpostavljalo nove linije, povečevalo prihodke tudi iz drugih dejavnosti. Tako mediana rasti prihodkov od prodaje po privatizaciji znaša 10,6 % (slika 93). Kot pa vidimo rast prodaje ni bila uspešna, saj se prodaja ni uspela pokazati v uspešnem poslovnem izidu. Po privatizaciji predvsem zaradi rasti prihodkov narastejo tudi prihodki na zaposlenega. Mediana prihodkov na zaposlenega tako znaša 419 tisoč evrov (slika 94). Pomembno pa je vedeti, da stroški dela na zaposlenega zrastejo hitreje in znašajo v letu 2017 59 tisoč evrov. To nam kaže na hitro

rast plač zaposlenih ter tudi na to, da ima sindikat v podjetju pri urejanju kolektivne pogodbe večjo moč kot vodstvo. V letu 2017 je znašalo število redno zaposlenih 367, v letu 2018 pa 436.

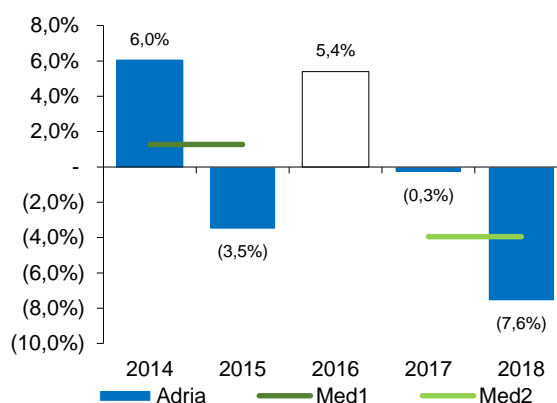
Delež stroškov v prodaji se je v opazovanem obdobju pred privatizacijo zviševal. Mediana deleža stroškov v prodaji znaša 96,5 % (slika 95). V letu 2015 je podjetje poslovalo stroškovno neučinkovito, saj so se visoko povišali stroški storitev in tudi stroški dela, medtem ko so se stroški materiala znižali. EBITDA marža je nihala nepričakovano in ne v okviru pričakovanj vodstva podjetja. Kljub vsakoletnim napovedim pozitivne marže iz poslovanja se je ta zaradi nepričakovanega gibanja stroškov vedno znižala. Tako mediana EBITDA marže pred privatizacijo znaša 1,3 % (slika 96).

Slika 95: Delež stroškov v prodaji



Vir: GVIN, (2019).

Slika 96: EBITDA marža



Vir: GVIN, (2019).

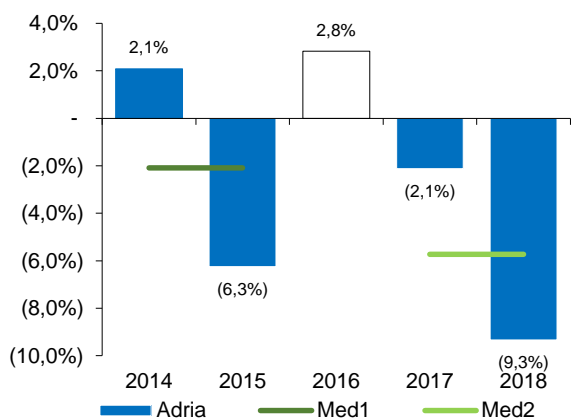
(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je mogoče opaziti še dodaten porast stroškov. Mediana deleža stroškov v prodaji tako znaša 100,0 % (slika 95). Podjetje je drastično povečevalo stroške storitev, zaradi najemov in lizingov ter tudi stroške materiala in stroške dela. Plače zaposlenih so naraščale, pogodbe so bile slabo napisane in podjetje ni znalo dobro poslovati. Tako so v letu 2018 stroški višji od celotne prodaje. Neuspešna rast prodaje nam nakazuje na kakovost prihodkov podjetja, ki so bili več kot slabi, saj podjetje ni imelo nikakršne kontrole nad stroški. Povedano drugače, podjetje je prodajalo storitve, ki niso bile dobičkonosne. Tako v obdobju po privatizaciji že EBITDA marža postane negativna, njena mediana pa znaša -3,9 % (slika 96).

Pred privatizacijo je podjetje dosegalo mediano EBIT marže v vrednosti -2,1 % (slika 97). To nam kaže na slabo poslovanje, ki se kaže v slabi donosnosti podjetja, zgrešenem poslovnem modelu in potrebah po dokapitalizaciji, saj podjetje enostavno ni delalo dobička.

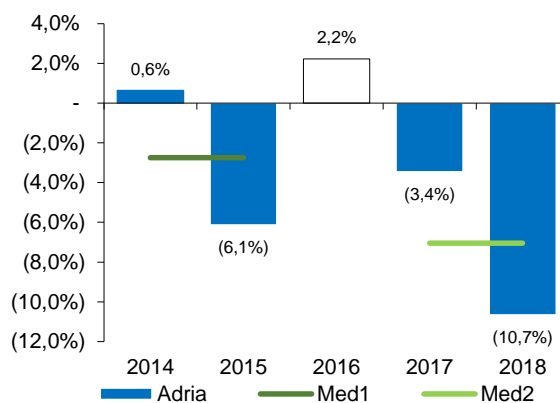
Prav na slednje nam kaže mediana neto marže, ki znaša -2,7 % v obdobju pred privatizacijo (slika 98). V letu 2014 je podjetje uspelo pridelati dobrih 900 tisoč evrov čistega dobička, kar je posledica v povprečju nižjih cen surove nafte na borzi glede na leto 2013, ugodnejšega tečaja ameriškega dolarja in znižanja stroškov dela.

Slika 97: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 98: Neto marža



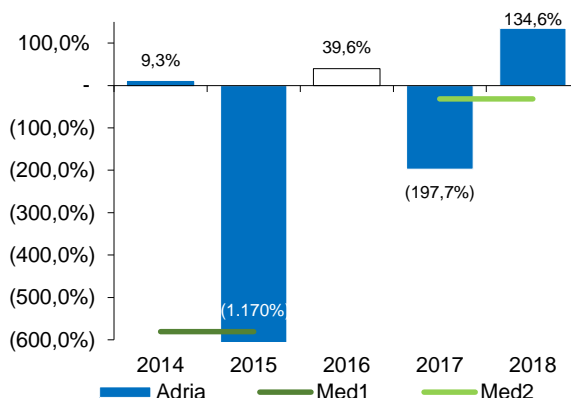
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

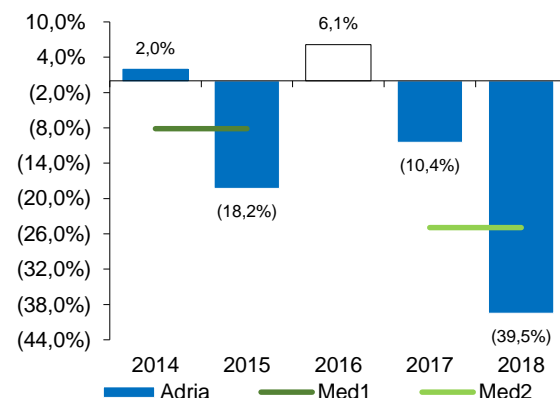
Skladno z nižanjem EBITDA marže je tudi EBIT marža v obdobju po privatizaciji nižja. Mediana EBIT marže v obdobju po privatizaciji znaša -5,7 % (slika 97). Amortizacija se v podjetju, kljub drastičnemu krčenju sredstev, ni veliko znižala. Mediana neto marže v obdobju po privatizaciji znaša -7,1 % (slika 98). V letu 2018 je imelo podjetje skoraj 19 milijonov evrov čiste izgube.

Skladno z negativnim dobičkom sta bila tudi donos na kapital in donos na sredstva v obdobju pred privatizacijo negativna. Če podjetje ne ustvarja dobička, sta neuporabna tudi kazalnika donos na kapital in donos na sredstva. V letu 2015 so v podjetju s sklepom znižali kapital na slabih 800 tisoč evrov, zaradi česar je videti, kot da je izguba na kapital še višja.

Slika 99: Donos na kapital



Slika 100: Donos na sredstva



Vir: GVIN, (2019).

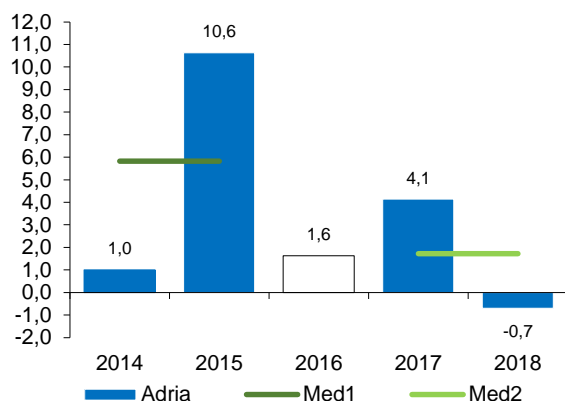
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji se donosa na kapital in sredstva ne moreta spremeniti, saj je podjetje še naprej poslovalo z izgubo. V letu 2018 je sicer videti, kot da je donos na kapital pozitiven, vendar je ob negativnem dobičku negativen tudi kapital, kar z matematično operacijo naredi pozitiven znesek. Tako se v resnici tako donos na kapital kot donos na sredstva po privatizaciji še poslabšata.

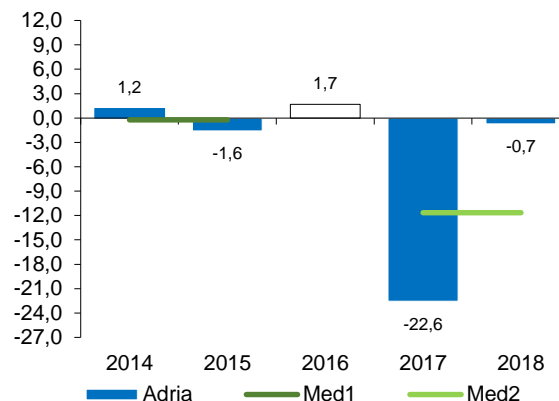
V opazovanem obdobju pred privatizaciji vidimo, da je podjetje imelo 5,8 mediano dolga na kapital (slika 101), kar je zelo visok multiplikator. V letu 2015 je podjetje drastično znižalo svoj kapital, zaradi česar je multiplikator dolga na kapital še slabši. Dolg proti EBITDA-ju ni reprezentativen, saj je v letu 2015 EBITDA negativen.

Slika 101: Dolg/kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 102: Dolg/EBITDA



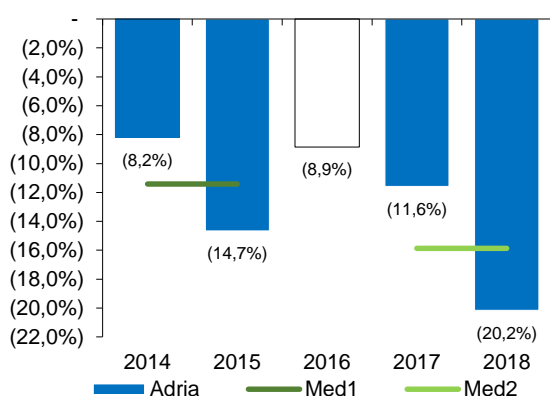
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je videti, kot da se dolg proti kapitalu izboljša, vendar pa temu ni tako. Ne pozabimo, da leto 2018 podjetje konča z visoko negativnim kapitalom. Tudi negativen EBITDA v obeh letih po privatizaciji kaže predvsem na poslabšanje poslovanja, saj s tem kazalnik dolga proti EBITDA ni reprezentativen.

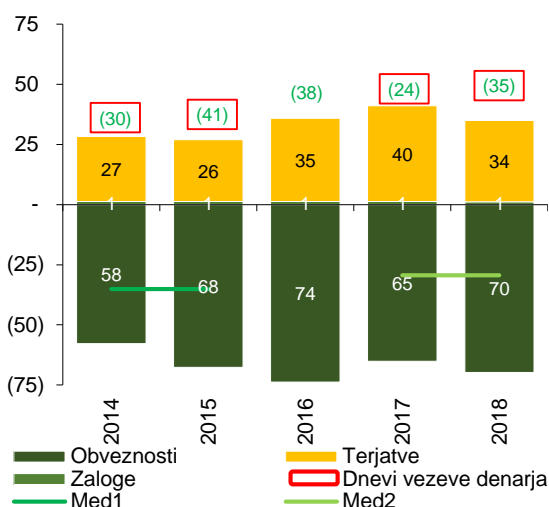
Obratni kapital kot % prodaje je pred privatizacijo negativen. Sicer ima podjetje glede na to, da gre za pretežno storitveno podjetje, relativno visoko število zalog. Mediana obratnega kapitala kot % prodaje znaša v obdobju pred privatizacijo -11,4 % (slika 103). Dnevi vezave denarja so visoko negativni, saj ima podjetje dolge vezave obveznosti. Mediana dni vezav denarja v obdobju pred privatizacijo znaša -35,5 (slika 104).

Slika 103: Obratni kapital kot % prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 104: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Obratni kapital kot % prodaje se zniža in tako njegova mediana po privatizaciji znaša - 15,9 % (slika 103). Mediana dni vezav denarja po privatizaciji znaša -29,5 (slika 104). Dnevi vezav terjatev se povečajo, kar poslabša rezultat po privatizaciji.

Altman Z-score test nam pokaže, da je podjetje pred privatizacijo imelo rezultat 3,36. Ta rezultat nam kaže na malo verjetnost stečaja. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša 2,70, kar nam kaže na visoko verjetnost za stečaj podjetja. Vendar pa vemo, da je bilo podjetje kar nekajkrat blizu stečaja tudi pred privatizacijo, v kolikor ne bi prišlo do dokapitalizacije. Predvsem visoka prodaja kaže v Altman Z-score modelu, da podjetje ne posluje tako slabo, vendar pa vemo, da podjetje iz te prodaje ne uspe iztržiti dobička. Nižji rezultat po privatizaciji je vzrok predvsem težav z obratnim kapitalom, nižjim EBIT-om in zvišanjem obveznosti in ne toliko celotnih sredstev.

Beneish M-score rezultat -1,98 pred privatizacijo nam kaže na možnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Po privatizaciji rezultat testa znaša -2,59, kar nam kaže na to, da podjetje ni manipuliralo s prikazom finančnega izida oziroma je za to zelo majhna verjetnost. Na nepričakovano izboljšanje rezultata kaže pet od osmih predpostavk v formuli. Na izboljšanje kaže predvsem DSRI, indeks obračanja in dnevi vezave terjatev. V obdobju pred privatizacijo so se terjatve povečale veliko hitreje kot so se povečali prihodki od prodaje. V obdobju po privatizaciji pa se je prodaja zvišala, vendar so se terjatve znižale, kar formula oceni kot bolje. Po privatizaciji se je predvsem na račun nižjega zneska sredstev izboljšal tudi AQI, indeks kakovosti sredstev. Razlog za znižanje je tudi nižji delež drugih sredstev, ki niso namenjena osnovni dejavnosti podjetja. Na drugi strani pa se je poslabšal SGI, indeks rasti prodaje, saj je po privatizaciji prodaja močno zrastle, kar formula upošteva kot slabo.

4.10 Cimos

4.10.1 Potek privatizacije

V letu 2009 je Cimos (povzeto po Cimos poročila, 2009–2011) reprogramiral posojila in zastavljal premoženje pri bankah. Podjetje je za investicije vzelo tudi kredit v višini 40 milijonov evrov od SID banke. Kljub temu so podjetje nenehno pestile likvidnostne težave. Za poslovno leto 2010 je podjetje namenilo večino bilančnega dobička za dividende, kar pomeni, da podjetje sploh ni bilo v tako slabem položaju. V začetku septembra 2011 se je 80 % lastnikov odločilo podjetje prodati. Med večjimi lastniki so bili KAD, Banka Koper, Kovinoplastika Lož, D.S.U., Triglav naložbe itd. Čeprav je bilo podjetje dobičkonosno, pa se je vodstvo podjetja spopadalo predvsem z visokimi stroški financiranja. Konec leta 2011 je uprava želela v podjetju zbrati vsaj 100 milijonov evrov svežega kapitala, za kar bi novi lastnik dobil več kot 25-odstotni delež podjetja.

Že v začetku leta je ponudbe za Cimos oddalo kar nekaj finančnih skladov (povzeto po Cimos poročila, 2011–2013), vendar so bile te prenizke in so bili pozvani k izboljšanju ponudb. V aprilu 2012 je postalo jasno, da Cimos ne more do novih bančnih posojil, saj je bil že prezadolžen, a je potreboval nujen denar za obratni kapital. Ko se v juniju lastniki podjetja niso uspeli dogovoriti o zunanji dokapitalizaciji podjetja in o vstopu novega lastnika, so banke upnice zahtevale prodajo premoženja. Tako je Cimos za namen reprogramiranja dolgov nameraval prodati podjetje Litostroj Power. Konec septembra so na skupščini delničarjev lastniki odločali o dokapitalizaciji. Delničarji so se dogovorili o dokapitalizaciji v višini 22 milijonov evrov preko izdaje delnic. V novembru je bil Litostroj Power za 26 milijonov evrov že skoraj prodan poljski družbi Innova Capital, vendar kasneje ni prišlo do prodaje. Konec meseca novembra pa je konzorcij lastnikov uskladil reprogramiranje 302 milijona evrov dolgov. Prvi del, 190 milijonov evrov, naj bi bil reprogramiran za obdobje desetih let po obrestni meri EURIBOR in brez pribitka, drugi del, 112 milijonov evrov, pa bi se pričel odplačevati v začetku leta 2013 z obrestno mero EURIBOR plus 3,5 %. Pri dokapitalizaciji Cimosa preko delniških trgov pa je podjetju spodletelo. Konec leta 2012 je postalo jasno, da je bilo vplačanih zgolj 5 % delnic. Potem ko država ni želela pomagati podjetju, se je zopet govorilo o novi prisilni poravnavi.

Skoraj dvajset bank upnic, med katerimi je bila največja NLB, je Cimosu konec marca 2013 podaljšalo moratorij na odplačilo posojil do konca maja 2013. Cimos je skupaj z obrestni dolgoval skoraj 400 milijonov evrov. V aprilu 2013 je vlada RS odobrila Cimosu državno poročstvo za 35 milijonov evrov bančnih posojil. Dne 25. 4. 2013 so lastniki Cimosa, predstavniki devetnajstih bank upnic in predstavniki države, podpisali dogovor o reševanju podjetja. Podjetju so zagotovili 35 milijonov evrov posojil, za katere jamči država. V podjetju pa so se zavezali uvesti sanacijske ukrepe in ponovno reprogramiranje bančnih dolgov. Dokapitalizacijo družbe bodo zagotovili največji lastniki, Modra zavarovalnica, D.S.U. in SOD, brez Banke Koper. Po zelo burnem poletju 2013 ko se je uprava večkrat

zamenjala in se je na skupščini delničarjev govorilo o posebnih revizijah poslov ter sprejetju bilančne izgube za leto 2012, so se v septembru 2013 že pripravljali na prestrukturiranje. To bo storila ameriška družba Alvarez & Marsal (LJSE, 2019). Tako se je konec leta 2013 Cimos zopet dezinvestiral s ponovno prodajo svojih odvisnih družb. Vendar pa težav še ni bilo konec, saj so banke zahtevale od države 35 milijonov evrov, ki pa jih ne usliši. Dogovarjali naj bi se že za podaljšanje državnih poroštev. V tem obdobju so Cimosu pomagali tudi kupci in dobavitelji z odloki plačil in vertikalnim financiranjem.

Vendar pa so že v januarju 2014 francoska skupina PSA, ameriški Honeywell in BMW, največji kupci izdelkov Cimos (povzeto po Cimos poročila, 2014), želeli saniranje podjetja pred podpisom novih pogodb. Pri tem se je v zgodbo vmešala tudi DUTB. S tem ko sta NLB in Nova KBM že prenesli svoje terjatve do Cimos na njo, bi lahko v nadaljevanju postala prav DUTB največja lastnica Cimos. Zopet bi bilo potrebno reprogramiranje dolgov, saj novi odpisi in slabitve naložb v letu 2014 niso kazale na pozitiven rezultat poslovanja podjetja. Dodatno je KPMG v reviziji na koncu četrtega leta 2013 izpolnjeval domnevo kapitalske neustreznosti po insolvenčnem zakonu. Torej je bilo podjetje dolgoročno plačilno nesposobno. To naj bi podjetje in lastniki reševali z dokapitalizacijo terjatev, njihovo spremembo v kapital podjetja. Tako naj bi se že v sredini marca najmanj 112 milijonov od skupno skoraj 360 milijonov evrov posojil pretvorilo v kapital. Vendar do tega ni prišlo. Tako so se dne 23. 5. 2014 DUTB in največje banke upnice, ki so upravljale z 80 % obveznosti Cimos, odločile sprožiti postopek prisilne poravnave Cimos. Ključne banke upnice so skupaj že pripravile ponoven načrt prestrukturiranja podjetja. To pomeni izbris dosedanjih lastnikov podjetja in prihod bank upnic, katerim Cimos dolguje 414 milijonov evrov, v lastniško strukturo podjetja s konvertiranjem terjatev v lastniške deleže. V Cimosu so izjavili, da bo poslovanje z dobavitelji in kupci potekalo nemoteno. V obdobju od začetka prisilne poravnave v juniju je dobil DUTB več povpraševanj za nakup Cimos (DUTB, 2019).

Lastniki Cimos (povzeto po Cimos poročila, 2014, 2015) so se odločili za sanacijo podjetja, preden bo to prodano. Tako so do konca leta 2014 potekajo številni sestanki s kupci, dobavitelji, bankami in upravo, ob tem pa se je prvič pojavila izguba tudi v poslovanju, in to ne samo na račun slabitev in negativnega kapitala. Tako so tudi veliki kupci podjetja prispevali pri sanaciji, banke upnice pa so ponovno konvertirale terjatve v še kako potreben kapital. V začetku leta se je nadaljevala prodaja odvisnih družb in tovarn po Balkanu. V začetku aprila 2015 se je končno pričelo glasovanje o konverziji terjatev upnic Cimos. Hkrati pa se je začel tudi prodajni postopek podjetja, katerega bo vodilo svetovalno podjetje Ernst & Young, ki bo prodajalo 92,3 % podjetja. V strategiji upravljanja državnih naložb (SDH, 2015) se je predvidevalo, da bo Cimos naprodaj, še prej pa mora biti izpeljana pretvorba terjatev. Po njej bi po konverziji terjatev DUTB postala 47-odstotna lastnica, RS naj bi imela 25-odstoten, NLB 9-odstoten in SDH 6-odstoten lastniški delež. Sledili pa bi manjši upniki. Konec novembra 2015, po končanem roku za oddajo nezavezujočih ponudb, naj bi le-to oddalo pet interesentov. Ob poslovnežu Nijazu Hastorju še španski CIE

Automotive, francoski Maik Automotive, italijanski sklad in ameriški finančni sklad Sun Capital Partners. Rok za oddajo zavezujočih ponudb je bil 15. 2. 2016. Ko so v letu 2016 številni potencialni kupci odstopili od oddaje zavezujoče ponudbe, je bila prodaja podjetja zopet ogrožena. Dodatno je bilo podjetje še v procesu tožbe s strani hrvaške slabe banke v vrednosti 20 milijonov evrov. V aprilu 2016 je postalo znano, da sta za nakup ostala le še dva interesenta. To sta Nijaz Hastor in italijanski finančni sklad Palladio Finanziaria. Oba naj bi oddala nepopolno ponudbo, zato so se tako v DUTB in SDH že individualno pogovarjali z obema interesentoma. Ko ni prišlo do dogovora in so se začeli pogovori tudi z ostalimi možnimi prevzemniki, pa so dne 13. 7. 2016 iz DUTB sporočili, da je konzorcij delničarjev sprejel zavezujočo ponudbo sklada Palladio Finanziaria. Vendar pa ni šlo vse tako gladko, zato je konzorcij prodajalcev s kupcem sklenil pogodbo o ekskluzivnih pogajanjih (DUTB, 2019).

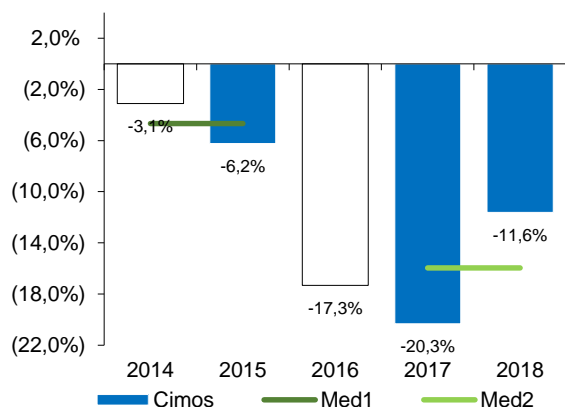
Dne 14. 10. 2016 je prišlo do podpisa pogodbe o privatizaciji Cimos. Dogovor je bil, da bo Cimos prodan za simbolično vsoto, kupec pa se bo zavezal vrniti preostala posojila in dokapitalizirati podjetje, kar naj bi znašalo vsaj 110 milijonov evrov. Spor zaradi tožbe hrvaške slabe banke pa je v začetku leta 2017 povzročil odstop TCH od nakupa Cimos. Že konec aprila in v začetku maja 2017 pa je postalo jasno, da bodo Italijani le prevzeli lastništvo podjetja, in sicer pod enakimi pogoji, kot so bili sklenjeni že v oktobru prejšnjega leta (povzeto po SDH, 2019).

4.10.2 Finančna analiza

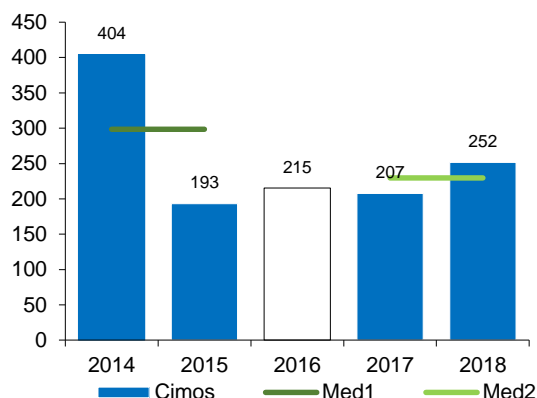
Podjetje Cimos je bilo privatizirano v letu 2016. Moja analiza tako zajema obdobji 2014–2015 in 2017–2018. Leto privatizacije v sliki ni obarvano in ni predmet analize.

Prihodki od prodaje so se v obdobju pred privatizacijo začeli postopno zniževati. Tako mediana rasti prihodkov od prodaje pred privatizacijo znaša -4,7 % (slika 105). Glavni razlog za to je prisilna poravnava, ki se je začela v letu 2014. To je povzročilo izpad velikega števila novih naročil. Mediana prihodkov na zaposlenega v obdobju pred privatizacijo je znašala 299 tisoč evrov (slika 106). V letu 2015 se je povečalo število redno zaposlenih za skoraj 100 %, kar gre na račun prezaposlitve pogodbenih delavcev in tudi novih kadrov v podjetju. V letu 2015 je imelo podjetje skoraj 2000 redno zaposlenih. Stroški dela na zaposlenega pa znašajo 24 tisoč evrov.

Slika 105: Rast prihodkov od prodaje Slika 106: Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)



Vir: GVIN, (2019).



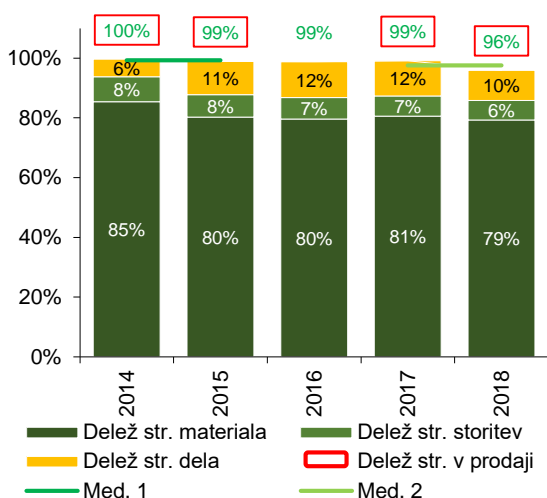
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Trend padca prihodkov se je nadaljeval v obdobju po privatizaciji in dosegel dno v letu 2017. Mediana rasti prihodkov od prodaje v obdobju po privatizaciji tako znaša -16,0 % (slika 105). Tako lahko vidimo, da je posledica prisilne poravnave in nestabilnosti v podjetju nadaljevala še leta po tej, s čemer si podjetje še vedno ne more zagotoviti novih naročil in rasti prodaje, kljub ugodnim makroekonomskim razmeram na trgu. V obdobju po privatizaciji je znaša mediana prihodkov na zaposlenega 230 tisoč evrov (slika 106). Kljub hitremu zniževanju prihodkov od prodaje pa lahko opazimo, da se je še hitreje zniževalo število redno zaposlenih v podjetju. V letu 2018 je tako podjetje imelo 890 redno zaposlenih. Stroški dela pa so znašali 26 tisoč evrov na zaposlenega.

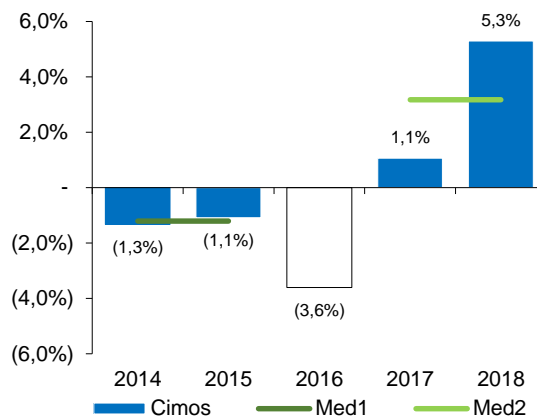
Delež stroškov v prodaji se je v opazovanem obdobju pred privatizacijo malenkost znižal. Mediana teh stroškov znaša 99,5 % (slika 107). Podjetje je bilo v tem obdobju v fazi prisilne poravnave, katera je povzročila zniževanje naročil, kar je posledično podjetju onemogočilo učinkovito upravljanje s stroški. Mediana EBITDA marže v obdobju pred privatizacijo znaša -1,2 % (slika 108). Vselej, tudi v obdobju finančne krize je EBITDA, je marža v podjetju ostala pozitivna, vendar pa je že v letu 2014 EBITDA marža postala negativna. K negativnem izidu iz poslovanja v opazovanem obdobju pred privatizacijo so pripomogli predvsem drugi poslovni odhodki in višji stroški storitev, svetovanja in podobno.

Slika 107: Delež stroškov v prodaji



Vir: GVIN, (2019).

Slika 108: EBITDA marža



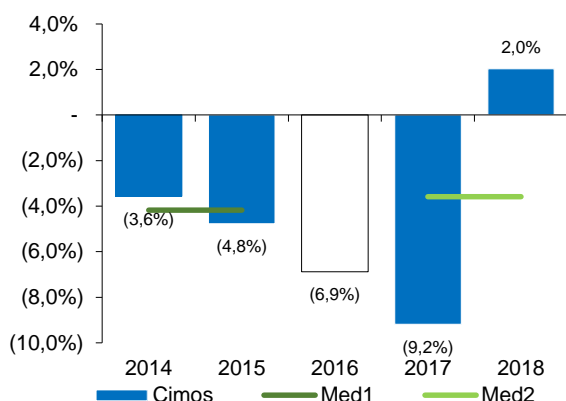
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V obdobju po privatizaciji je opaziti zniževanje deleža stroškov v prodaji, katerih mediana znaša 97,5 % (slika 107). Že v letu 2017 je bila EBITDA pozitivna, saj delež drugih stroškov ni bil visok. V letu 2018 pa je podjetje ob padcu prodaje uspelo učinkovito znižati tudi stroške. Vsi stroški so se znižali bolj, kot pa so se znižali prihodki od prodaje, kar je bila posledica odpuščanj, nižjih stroškov materiala in storitev. Mediana EBITDA marže po privatizaciji je znašala 3,2 % (slika 108). Podjetje je že leta 2017, kljub visokemu padcu prodaje, uspešno nižalo tudi stroške.

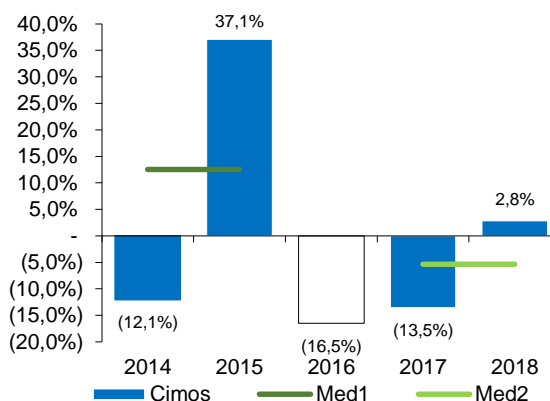
V obdobju pred privatizacijo znaša mediana EBIT marže -4,2 % (slika 109). Visok delež sredstev v bilanci rezultira tudi v relativno visoki amortizaciji. Mediana neto marže pred privatizacijo znaša 12,5 % (slika 110). Rezultat 2015 je posledica enkratnega dogodka, dokapitalizacije, ki je povzročila 142,7 milijonov čistega dobička. To je spremenilo kapital iz negativnega v letu 2014 v pozitivnega ter premestilo kratkoročne finančne obveznosti v dolgoročne. V izkazu poslovnega izida se to vidi kot finančni prihodki.

Slika 109: EBIT marža



Vir: GVIN, (2019).

Slika 110: Neto marža



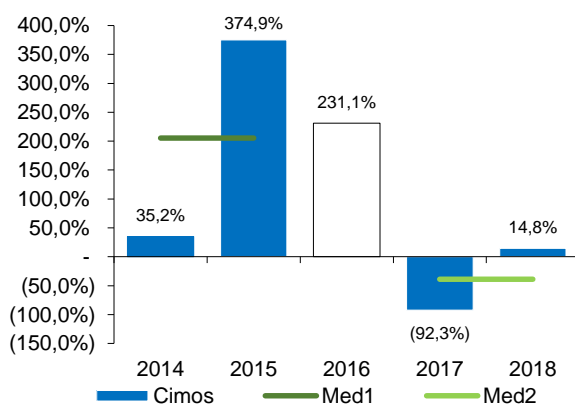
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

V obdobju po privatizaciji znaša mediana EBIT marže -3,6 % (slika 109). Podjetje je v letu 2017 beležilo kar 26 milijonov amortizacije, kar je občutno znižalo EBIT maržo. V obdobju po privatizaciji znaša mediana neto marža -5,4 % (slika 110). V letu 2018 podjetje dodatno sprosti odložene davke od dobička ter poveča neto maržo v primerjavi z EBIT maržo. Če izvezemo enkratni dogodek dokapitalizacije v letu 2015, se v podjetju neto marža izboljša v obdobju po privatizaciji.

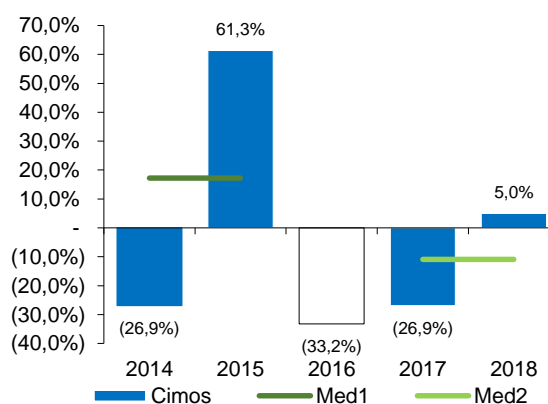
Pred privatizacijo je podjetje dosegalo mediano donosa na kapital 205,1 % (slika 111) in mediano donosa na sredstva 17,2 % (slika 112). V letu 2014 je imelo podjetje visoko negativen kapital, kar je rezultiralo v neuporabnem kazalniku donosa na kapital. V letu 2015 je bil donos na kapital zelo visok zaradi že omenjene dokapitalizacije ter tako ni pokazal reprezentativne vrednosti. Enako je bilo v letu 2015 z donosom na sredstva.

Slika 111: Donos na kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 112: Donos na sredstva



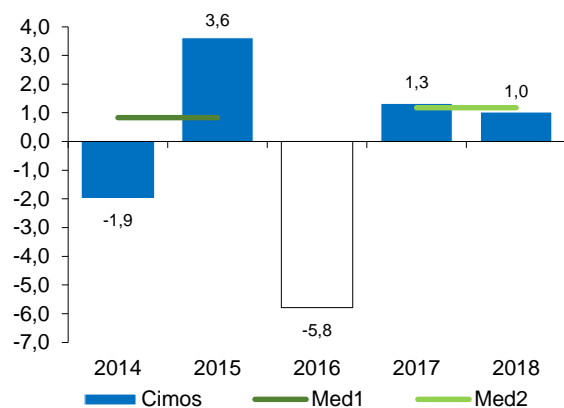
Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)
Donosi so ne primerljivi ob ustvarjanju čiste izgube v podjetju

V obdobju po privatizaciji znaša mediana donosa na kapital -38,8 % (slika 111) in mediana donosa na sredstva -11,0 % (slika 112). V letu 2017 je v obeh primerih donose znižal negativen čisti dobiček. V letu 2018 sta ob dobičku postala donosa na kapital in sredstva zopet merljiva.

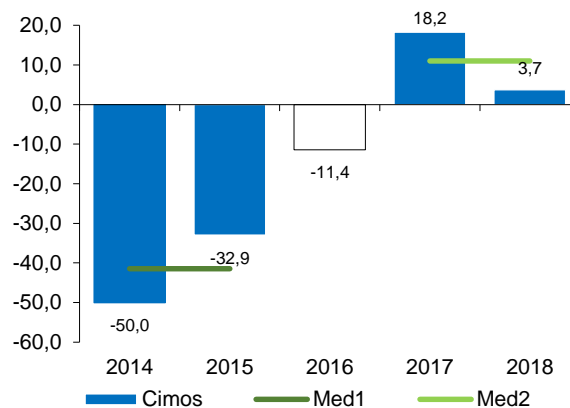
V letu 2014 je bil kapital negativen, v letu 2015 pa je ob pozitivnem kapitalu lahko videti visoko neto zadolženost podjetja (slika 113). V obdobju pred privatizacijo je tako podjetje imelo skupno skoraj 150 milijonov finančnih obveznosti. Negativna EBITDA v letu 2014 in 2015 naredita kazalni dolg proti EBITDA nereprezentativen.

Slika 113: Dolg/kapital



Vir: GVIN, (2019).

Slika 114: Dolg/EBITDA



Vir: GVIN, (2019).

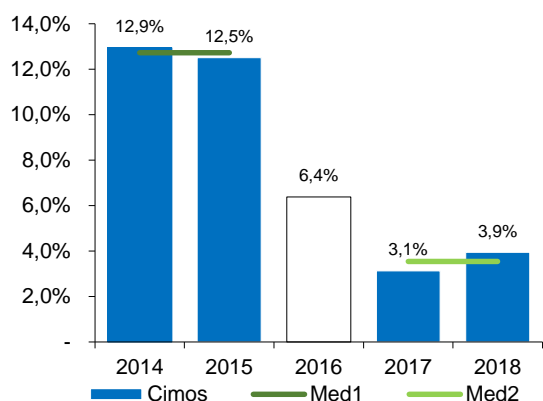
(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Negativen kapital in negativen EBITDA v določenih letih niso reprezentativen pokazatelj stanja

V obdobju po privatizaciji se je dolg na kapital zniževal. Mediana dolga na kapital tako znaša 1,2 (slika 113). Pozitiven EBITDA v obdobju po privatizaciji pomeni mediano dolga proti EBITDA 11,0 (slika 114). Če bi normalizirali negativen kapital in EBITDA pred privatizacijo, bi videli, da se je zadolženost podjetja v primerjavi z kapitalom znižala. Vendar pa velja omeniti, da za to ni zaslužen zgolj novi lastnik podjetja, temveč z dokapitalizacijo tudi država.

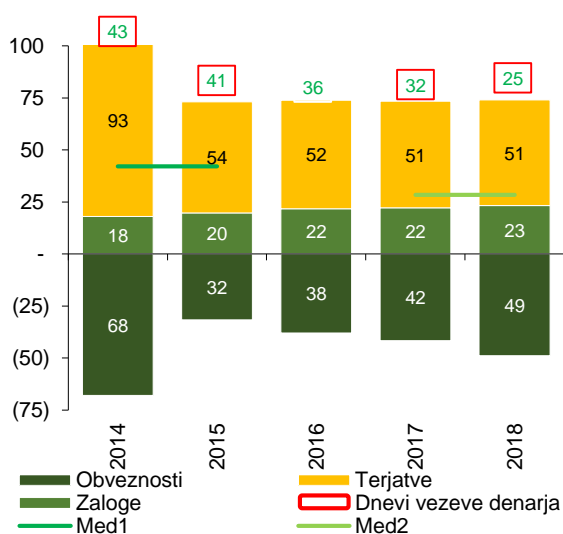
V obdobju pred privatizacijo je podjetje beležilo mediano obratnega kapitala od prodaje 12,7 % (slika 115). Podjetje sicer za svoje poslovanje potrebuje visok delež obratnega kapitala, katerega financiranje je bilo že večkrat rešeno s strani bank. Mediana dni vezave denarja v obdobju pred privatizacijo znaša 42 (slika 116). Zaradi dokapitalizacije v letu 2015 je vidno znižanje dni vezav terjatev in obveznosti, medtem ko se dni vezave zalog malenkost povišajo.

Slika 115: Obratni kapital kot % prodaje



Vir: GVIN, (2019).

Slika 116: Dnevi vezave denarja



Vir: GVIN, (2019).

(Med1 pomeni mediana pred, Med2 pomeni mediana po privatizaciji)

Po privatizaciji je podjetje uspelo znižati obratni kapital od prodaje, čigar mediana v obdobju znaša 3,5 % (slika 115). Podjetje je uspešno znižalo zaloge in kratkoročne poslovne terjatve. Mediana dni vezave denarja v obdobju po privatizaciji znaša 28,5 (slika 116). Znižanje je prisotno predvsem na račun zviševanja obveznosti podjetja.

Altman Z-score test nam pokaže, da je imelo pred privatizacijo podjetje visoke možnosti za stečaj. Rezultat testa znaša 2,32. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša 2,59. Tudi po privatizaciji je možnost za stečaj ostala visoka, vendar se je približala meji 2,70 oziroma 3,00. To kaže na izboljšanje določenih predpostavk v enačbi. Večina predpostavk v enačbi se ne spremeni. Za boljši rezultat je praktično kriva samo ena predpostavka, ki nam kaže na znatno znižanje dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti v podjetju v primerjavi s bilančno vsoto.

Beneish M-score rezultat -1,75 pred privatizacijo nam kaže, da obstaja možnost manipulacije prikaza finančnega izida s strani podjetja. Po privatizaciji pa rezultat testa znaša -1,62, kar nam kaže na to, da obstaja možnost manipulacije s finančnim izidom podjetja. Najprej bi rad opozoril na to, da je bilo podjetje v opazovanem obdobju dokapitalizirano, zaradi česar se v bilanci pojavijo določene anomalije, na katere je model zelo senzitiv. Ravno zaradi tega bi petstopenjski model po privatizaciji pokazal rezultat -2,86, kar bi pomenilo, da podjetje ne manipulira s prikazom finančnega izida oziroma je za to majhna možnost. Petstopenjski model upošteva prvih pet spremenljivk, izpusti pa SGAI, TATA in LVGI. V obdobju po privatizaciji pa je se predvsem SGAI, indeks prodajnih, splošnih in administrativnih stroškov, zelo poslabšal. SGAI opozarja na to, da se predvsem stroški dela v obdobju zmanjšajo hitreje, kot se zmanjšajo prihodki od prodaje. Torej gre v podjetju za

racionalizacijo poslovanja. Prav visoko znižanje vseh administrativnih stroškov nakazuje na višjo možnost manipulacije s prikazom finančnega izida s strani podjetja. V kolikor bi upoštevali samo petstopenjski model, bi lahko trdili, da se rezultat po privatizaciji znatno izboljša predvsem na račun AQI in DEPI. AQI. Indeks kakovosti sredstev nam nakazuje na zmanjšanje deleža drugih dolgoročnih sredstev v obdobju po privatizaciji v primerjavi s celotnimi sredstvi podjetja, medtem ko se v obdobju pred privatizacijo ta delež poveča. DEPI, indeks deprecije, pa nakazuje na to, da se amortizacija v obdobju po privatizaciji zniža ter je njen delež bolj v skladu z neto osnovnimi sredstvi.

5 ANALIZA REZULTATOV

5.1 Razvrstitev kazalnikov in podjetij ter analiza finančne uspešnosti v opazovanem obdobju

V opazovanem štiriletnem obdobju je bilo s strani SDH-ja privatiziranih deset analiziranih podjetij. V analizi kar devet od desetih podjetij kaže boljši finančni položaj, merjeno po uporabljenih finančnih kazalnikih in finančnih modelih. Kot je razvidno iz tabele 1, se pri več kot polovici opazovanih finančnih kazalnikov in modelov stanje poslabša le pri Adriji Airways. Ostalih devet podjetij beleži več kot polovično izboljšanje. Nekatera podjetja se izboljšajo bolj, pri drugih pa je izboljšanje le minimalno. V tabeli 1 in tabeli 2 sem predstavil aritmetična povprečja za določene finančne kazalnike in podjetja. Tak prikaz rezultatov finančne analize po posameznih podjetjih omogoča sklepanje o finančni uspešnosti privatizacij z vidika posameznih kazalnikov in z vidika posameznih podjetij. Tako lahko ugotovljamo, ali je privatizacija pri vseh 10 podjetjih prinesla izboljšanje finančne uspešnosti poslovanja, in sicer tako s prihodkovne kot s stroškovne strani, donosnosti za lastnike, likvidnosti in solventnosti, pa tudi tveganja za finančne deležnike privatiziranih podjetij.

Dodatno lahko izhajamo iz prevzemnih podjetij, kjer opazimo prvi razkorak med prvo polovico in zadnjo polovico (časovno gledano) privatiziranih podjetij. Prvih pet privatiziranih podjetij je dobilo strateške prevzemnike, pri zadnjih petih privatiziranih podjetjih pa je bil strateški prevzemnik le eden. To nam lahko nakazuje, da strateški prevzemniki, ki že poznajo panogo, veliko hitreje in uspešneje upravljajo oziroma integrirajo podjetje, ki so ga prevzeli.

Najprej povzemimo privatizacijo z vidika posameznih vidikov uspešnosti finančnega poslovanja. V tabeli 1 in tabeli 2 lahko vidimo, da se v povprečju prihodki od prodaje ne izboljšajo, medtem ko se vsi ostali kazalniki v povprečju izboljšajo. Najbolj opazno izboljšanje beležijo kazalniki dobičkonosnosti, likvidnosti, solventnosti in stroškovne učinkovitosti. Izpostavil bi povprečno rast EBIT, donosa na kapital ter padec dolga/EBITDA in dni vezav denarja. Najbolj pa se v povprečju izboljša neto marža.

Tabela 1: Aritmetično povprečje kazalnikov podjetij za opazovano obdobje pred privatizacijo in po privatizaciji (1/2)

Povprečja v obdobju	Pred	Po	Pred	Po	Pred	Po	Pred	Po	Pred	Po	Pred	Po
Kazalnik / Podjetje	Rast prihodkov od prodaje (%)		Prihodki na zaposlenega (v evro tisoč)		Delež stroškov v prodaji (%)		EBITDA marža (%)		EBIT marža (%)		Neto marža (%)	
Helios	25,8	-5,0	251,6	251,7	94,9	85,9	4,6	12,7	2,4	9,3	1,5	6,7
Fotona	11,6	20,3	83,1	151,2	89,5	76,9	7,3	21,8	3,4	18,4	5,2	16,5
Letrika	6,0	3,4	126,5	131,1	92,4	90,5	6,8	9,0	3,7	5,6	2,3	7,7
Aerodrom	-2,3	9,5	79,4	93,5	60,8	58,9	37,2	38,4	19,9	27,3	16,5	24,2
Žito	0,0	-1,7	132,1	144,0	90,3	90,4	8,2	8,1	3,7	4,6	1,8	4,4
NKBM	-11,4	6,8	160,4	128,6	-	-	-	-	-	-	0,0	30,2
Elan	-3,4	5,1	109,2	101,1	89,2	90,2	3,4	9,2	-0,8	2,9	-4,0	-0,5
Tehnika	-1,4	6,1	86,9	104,8	94,7	92,8	3,9	-0,8	1,4	-0,6	-0,7	-1,3
Adria	10,2	1,0	364,8	418,9	93,9	99,9	4,7	1,7	-2,1	-5,7	-2,7	-7,1
Cimos	-4,9	-16,0	298,7	229,6	95,6	96,2	-1,2	3,2	-4,2	-3,6	12,5	-5,4
Povprečje	3,0	3,0	169,3	175,4	89,0	86,9	8,3	11,5	3,0	6,5	3,2	7,5

Vir: GVIN, (2019). Lastni preračun.

Tabela 2: Aritmetično povprečje kazalnikov podjetij za opazovano obdobje pred privatizacijo in po privatizaciji (2/2)

Povprečja v obdobju	Pred	Po	Pred	Po	Pred	Po	Pred	Po	Pred	Po	Pred	Po
Kazalnik / Podjetje	Donos na kapital (%)		Donos na sredstva (%)		Dolg / kapital		Dolg / EBITDA		Obratni kapital kot % prodaje (%)		Dnevi vezave denarja	
Helios	3,1	14,5	1,5	7,5	0,7	0,7	9,8	2,5	41,5	27,6	144,5	116,5
Fotona	6,4	25,2	5,2	20,0	0,0	0,0	0,4	0,0	29,2	21,5	121,2	88,4
Letrika	10,6	21,5	3,3	11,2	1,4	0,3	4,2	1,2	20,3	15,6	76,1	62,7
Aerodrom	4,2	9,2	4,0	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,1	-3,3	-6,2	-38,3
Žito	2,5	6,8	1,6	3,9	0,3	0,4	2,8	3,0	26,0	21,4	106,4	79,0
NKBM	2,2	7,6	0,3	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Elan	0,2	1,4	0,0	0,5	1,0	1,5	57,9	7,5	22,1	34,7	114,1	126,5
Tehnika	6,5	12,6	1,8	4,7	1,8	1,6	12,5	3,3	18,7	16,8	61,2	56,1
Adria	4,7	0,0	1,0	0,0	5,8	5,9	1,4	15,1	-11,4	-15,9	-35,1	-29,4
Cimos	17,6	7,4	30,7	2,5	2,8	1,2	41,5	11,0	12,7	3,5	42,1	28,4
Povprečje	5,8	10,6	4,9	5,9	1,5	1,3	14,5	4,8	18,1	13,6	69,4	54,4

Vir: GVIN, (2019). Lastni preračun.

Povzemimo še glavne značilnosti izboljšanja finančnega poslovanja pri posameznih podjetjih. Tako kot pri uporabljenih vrednostih mediane v jedru dela, lahko tudi iz analize povprečnih vrednosti sklepamo, da je najvišje izboljšanje rezultatov beležila Fotona. Na

splošno prva štiri privatizirana podjetja (Helios, Fotona, Letrika, Aerodrom) beležijo najboljše izboljšanje, medtem ko zadnja štiri najmanjše izboljšanje oziroma celo poslabšanje v določenih segmentih. V kolikor analiziramo rezultate na ravni posameznega podjetja, so rezultati sledeči (Tabela 1 in 2): (1) Helios. Rast prihodkov od prodaje se drastično poslabša, medtem ko se vsi ostali kazalniki izboljšajo. Tako lahko rečemo, da se je v podjetju izboljšala dobičkonosnost, stroškovna učinkovitost, likvidnost in solventnost. Poslabšala pa se je samo prodajna uspešnost. (2) Fotona. Vsa povprečja kazalnikov po privatizaciji se izboljšajo v primerjavi z opazovanim obdobjem pred privatizacijo. (3) Letrika. Prihodkovna uspešnost podjetja se poslabša. Izboljša se upravljanje stroškov, likvidnost, solventnost in posledično tudi dobičkonosnost. (4) Aerodrom. Prihodkovna uspešnost podjetja se drastično izboljša. Podjetje posluje tudi bolj dobičkonosno, kar je posledica izboljšanja stroškovne učinkovitosti. (5) Žito. Podjetje beleži poslabšanje prihodkovne uspešnosti. Dobičkonosnost podjetja se izboljša. Tudi likvidnost podjetja se izboljša. Podjetje pa ne uspe znižati povprečnega deleža stroškov, kar tudi malenkost poslabša EBITDA maržo. Bolj problematično je, da podjetje ni uspelo izboljšati solventnosti. (6) NKBM. Dobičkonosnost in prihodkovna plat sta se izboljšala, vendar pa se prihodki na zaposlenega poslabšajo. Likvidnost banke se izboljša, izboljša se solventnost in tako tudi zmanjša tveganje. Izboljšanje lahko pripišemo dokapitalizaciji. Prav dokapitalizacija in nestanovitnost bančnega sistema v opazovanem obdobju sta glavni razlog za velik razkorak med poslovanjem v opazovanem obdobju. (7) Elan. Prihodkovno se podjetje izboljša, vendar prihodki na zaposlenega padejo. Izboljša se tudi dobičkonosnost podjetja. Solventnost podjetja se poslabša, saj se realno dolg poveča, pa čeprav je podjetje visoko povišalo povprečno EBITDA maržo. Tudi stroškovna in likvidnostna raven podjetja se poslabšata. (8) Adria Tehnika. Višji povprečni prihodki, vendar slabša dobičkonosnost podjetja. V podjetju se izboljša likvidnost, solventnost in stroškovna učinkovitost. Vendarle, podjetje na dolgi rok težko posluje z negativnimi kazalniki dobičkonosnosti, kar lahko predstavlja problem. (9) Adria Airways. Podjetje se poslabša na prihodkovni ravni, poslabšajo se dobičkonosnost, solventnost in tudi stroškovna učinkovitost. Izboljša se povprečna likvidnost v podjetju. Prihodki na zaposlenega se tudi izboljšajo, vendar je to slabo, saj ob padcu prihodkov in ob negativnih donosih na kapital podjetje ni zmožno dolgoročno ohranjati povprečni delež celotnih stroškov v prodaji na ravni nad 100 %. (10) Cimos. Prihodkovno in dobičkonosno se podjetje poslabša. Poslabša se tudi stroškovna učinkovitost. Dobro pa je, da se v podjetju izboljša solventnost in likvidnost. Prav s slednjima je podjetje imelo veliko težav v obdobju pred privatizacijo.

Za prva štiri privatizirana podjetja je razvidno, da gre za izboljšanje na vseh področjih, razen pri Heliosu in Letriki, kjer se poslabša prihodkovna stran. Podjetje Žito je že bolj kompleksno s finančne plati, saj ostaja slaba solventnost, padec prihodkov od prodaje in tudi stroškovno se je podjetje malo poslabšalo, vendar pa se dobičkonosnost in likvidnost podjetja izboljšata. NKBM je izboljšala kazalnike, vendar gre večino izboljšanja pripisati predvsem dokapitalizaciji in prenosu slabih terjatev. Za zadnja štiri privatizirana podjetja (Elan, Adria Tehnika, Adria Airways, Cimos) pa lahko rečemo, da se v povprečju niso izboljšala v tolikšni meri, da bi lahko trdili, da je njihovo finančno stanje po privatizaciji res boljše kot pred privatizacijo.

SKLEP

V delu opažam, da pojav privatizacije v Sloveniji traja že dolga leta, praktično od osamosvojitve. V svoji relativno kratki zgodovini je država privatizirala kar nekaj podjetij. Veliko specializiranih državnih podjetij se je posredno ali neposredno ukvarjalo s privatizacijo. V opazovanem obdobju je bila privatizacija pogojena s strani EU kot posledica svetovne finančne krize v več državah. Tudi v letih po krizi se je država soočala s problemi visokih obrestnih mer na posojila, katera so skupaj s smernicami EU o zmanjševanju državnega deleža v podjetjih privedla do privatizacije nekaterih podjetij. Privatizacija je v nekaterih podjetjih potekala relativno hitro, v drugih podjetjih pa so privatizacijski procesi trajali več let.

Analiza podjetij nam pokaže, da je vsako podjetje specifično. Specifike izhajajo iz zgodovine podjetja, dejavnosti oziroma proizvodnje posameznega podjetja, lastniške strukture, poteka privatizacije, vodstva podjetja, velikosti podjetja, pomembnosti podjetja in nenazadnje seveda tudi finančnega stanja v podjetju. Prav finančne razmere v podjetju so bile po mojem mnenju odgovorne za specifičen potek privatizacije vendar ne v večini primerov vzrok za privatizacijo podjetja. Analiza desetih podjetij, privatiziranih v obdobju 2013–2016, je pokazala, da je devet od desetih podjetij izboljšalo opazovane finančne kazalnike v obdobju po privatizaciji v primerjavi z opazovanim obdobjem pred privatizacijo.

Ugotovitev, da so v letih 2013 in 2014, torej v začetku te privatizacije, bila prodana podjetja, katerim so se finančni kazalniki v obdobju po privatizaciji najbolj izboljšali, je zanimiva iz več razlogov. Prva štiri podjetja, ki jih je v opazovanem obdobju zajela privatizacija, so bila že v obdobju pred privatizacijo finančno močnejša, kar kažejo ne samo finančni kazalniki, temveč tudi uporabljena finančna modela. To jih je posledično naredilo bolj atraktivne za prodajo, hitreje pa so potekali tudi prodajni postopki. Zadnja štiri privatizirana podjetja v letih 2015 in 2016 pa kažejo ravno obratno sliko. Njihovi finančni kazalniki so bili slabši že v štartu ter tako manj atraktivni za potencialne prevzemnike. Nekatera od teh podjetij so se ukvarjala z likvidnostnimi in solventnostnimi težavami. Težave so privedle do podaljševanja privatizacijskih postopkov. Tako lahko sklepamo, da so bila zadnja štiri podjetja privatizirana zaradi težav, ki so jih imela v obdobju pred privatizacijo. V nabor podjetij, ki so se soočala s težavami, spada tudi Nova KBM, vendar je bila prodaja pogojevana izključno s strani EU. Prva štiri privatizirana podjetja so poslovala uspešno že v obdobju pred privatizacijo in bi lahko sklepali, da so bila prodana z namenom iztržka čim višjega denarnega izkupička.

Ključno pa je, da je nastal in je razviden prelom med finančnim poslovanjem opazovanih podjetij v obdobju po v primerjavi z obdobjem pred privatizacijo. Ta prelom je seveda lahko posledica več različnih razlogov. Gledano iz vidika finančnih kazalnikov in modelov v analiziranih podjetjih se je poslovanje v povprečju izboljšalo. Do izboljšanja je prišlo v 90 % primerov izvedenih privatizacij, saj se je le v enem podjetju poslabšala večina finančnih kazalnikov.

LITERATURA IN VIRI

1. Adria Airways. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.adria.si/.
2. Adria Tehnika. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.adriatehnika.com/en.
3. Alibegović, D. (2017) *Usporedni pregled pokazatelja poslovnih i finansijskih performansi kompanija u različitim privrednim granama*. Sarajevo, FINra.
4. Altman, E. I. (1968). *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. Amerika, The Journal of Finance.
5. Altman, E. I. (2000). *Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and zeta models*. New York, NYU Stern.
6. Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., K. Laitinen, E. & Suvas A. (2017). Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management & Accounting*. 28(2), 131-171.
7. Anderson, M., Banker, R., Huang, R. & Janakirman, S. (2007). Cost Behavior and Fundamental Analysis of SG&A Costs. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 1(22).
8. ARLPP – Agencija Republike Slovenije za Revidiranje Lastninskega Preoblikovanja Podjetij, (2004). Pridobljeno 2019 iz: www.arlpp.gov.si/.
9. ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2019). Pridobljeno 2019 iz: [/www.atvp.si/](http://www.atvp.si/).
10. AUKN – Agencija za upravljanje kapitalskih naložb. (2011). Pridobljeno 2019 iz: www.aukn.si/.
11. AUKN – Agencija upravljanja kapitalskih naložb. (2012). Pridobljeno 2019 iz: www.skupaj.si/sites/default/files/Zakonodaja/Priporocila%20AUKN.pdf.
12. Banka Slovenije. (2013/14). *Publikacija o sanaciji bank*. Pridobljeno 2019 iz: <https://www.bsi.si/publikacije/sanacija-bank-20132014>.
13. Bannock, G. (1985). *UK Small Business Statistics and International Comparisons*. London, Harper & Row.
14. BIS – Bank for International Settlements, Compendium of Documents: (Basel: Basel Committee on Banking Supervision, April 1997).
15. Beneish, M. D. (1999) The Detection of Earnings Manipulation. *Financial Analyst Journal*. Indiana University, 55(5), 24–36.
16. Beneish, M. D, Lee Charles, M.C, Nichols, D. Craig. (2013) Earnings Manipulation and Expected Returns. *Financial Analyst Journal 2013 fin. ed.*
17. Berg, M., Marrewijk, C. & Tamminen, S. (2014). Trade, productivity and profitability: On profit levels and profit margins. *VATT, Institute for economic research. Helsinki*.
18. Bernstein, S. C. (2005). *U.S. Regional Banks: The Risk in the Consumer*. Co., LLC the Black Book – Long View: 2005 Edition.
19. Bisnode – Bisnode baza podatkov. (2019). Pridobljeno v 2019.
20. Boda, M. & Úradníček, V. (Junij 2016). The probability of Altman's Z-score model to predicting corporate financial distress of Slovak companies. *Technological and Economic Development of Economy* 22(4), 532-553.

21. Boubakri, N. & Cosset, J. C. (1998). The Financial and Operating Performance of Newly-Privatized Firms: Evidence From Developing Countries. *Journal of Finance*, 53, 1081–1110.
22. Boubakri, N. & Cosset, J. C. (2002). *Does Privatization Meet the Expectations? Evidence from African Countries*, *Journal of African Economies*, 11, 111–140.
23. Boubakri, N. & Saffar, W. (2019). State Ownership and Debt Choice: Evidence from Privatization. *Journal of financial and quantitative analysis*. 54(3), 1313–1346.
24. Boycko, M., Shleifer, A. W. & Vishny R. (1996). A Theory of Privatisation. *The Economic Journal*, 106(435), 309–319.
25. Bonitete. (2019) *bonitetece files*, *Metodologija finančnih kazalnikov*. Povzeto po Gvin 2019 PDF.
26. Brockman, C. M. & Russell, J. W. (2012) EBITDA: USE IT...OR LOSE IT? *International Journal of Business, Accounting and Finance*, 6(2) 84.
27. Bruce, W. M. & Sherwood, L. W. (1997). *New Dimensions in Investor Relations Competing for Capital in the 21st Century*. Wiley frontiers in finance.
28. Casu, B, Girardone, C. & Molyneux, P. (2013) *Introduction to Banking*. 2nd edn (Pearson Education Canada; 2nd edition).
29. Capital IQ – Capital IQ baza (2019). Pridobljeno v letu 2019.
30. Coffee, J. Jr. (1999). *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure Privatisation*. Corporate Governance, Columbia Law School.
31. Chang, V. C. (2017). *Privatisation and Development. Theory, Policy and Evidence*.
32. Cimos. (2019). Povzeto septembra 2019: www.cimos.si/.
33. CAA – Civil Aviation Agency Slovenia. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.caa.si/.
34. Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. Wiley 1 edition.
35. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation 3rd edition*. Pridobljeno 2019 iz: www.people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/Inv3ed.htm.
36. Damodaran, A. (2019). Spletna stran. Pridobljeno 2019 iz: www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/.
37. Dewenter, K. & Malatesta, P. H. (2001). State-Owned and Privately-Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labour Intensity. *American Economic Review* 91, 320–334.
38. Dimovski, V. & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
39. Dolenc, P. (2006). Finančno premoženje države in privatizacija: Teorija in realnost v Sloveniji. *Pregledni znanstveni članek. Ministrstvo za finance – Zakladnica in Univerza na Primorskem Fakulteta za management Koper. NG, št. 3–4/2006*.
40. D.S.U. – Družba za svetovanje in upravljanje. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.dsu.si/.
41. DUTB – Družba za upravljanje terjatev bank. (2019) Pridobljeno 2019 iz: www.dutb.eu/si.
42. Elan. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.elan.si/.
43. Elanskis. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.elanskis.com/.

44. ECB – European Central Bank. (2019). *From Basel III to European banking regulation*. Pridobljeno 2019 iz: www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191125_1~8f087c6781.en.html.
45. Finančni slovar. (2019). Pridobljeno 2019 iz: <https://www.financnislovar.com/>.
46. FitchRatings. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.fitchratings.com/site/home.
47. Fotona. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.fotona.com/en/.
48. Fraport. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.fraport-slovenija.si/sl/Main.
49. FRED – Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis. (2019). Povzeto 2019: www.fred.stlouisfed.org/series/USNIM.
50. GVIN – Gvin baza podatkov (2019). Pridobljeno in povzeto v 2019.
51. Helios. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.helios-group.eu.
52. Hericu, M. & Ogrea, C. (2018) *Business sustainable competitiveness a synergistic, long-run approach of a company resources and results*. Lucian Blaga University of Sibiu, Romania.
53. Hovakimian, A., Opier, T. & Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(1), 1–24
54. Islahuzzman, J. (2013) The correlation between banking ratio (BR), return on asset (ROA), capital adequacy ratio (CAR) with going concern in audit opinion (explanatory paragraph). *International conference on management, economics and finance*.
55. Jose Manuel, L., Lancaster, C. & Stevens, J. L. (1996). Corporate Returns and Cash Conversion Cycles. *Journal of Economics & Finance*. 20(1) 14-33.
56. Kämpke, T. (2010). The use of mean values vs. medians in inequality analysis. *Journal of economic and social measurement*, 35(1), 43–62.
57. KAD – Kapitalska družba. (2009). *O Posebni družbi za podjetniško svetovanje*. Pridobljeno 2019 iz: www.kapitalska-druzba.si/_files/1304/PDP_pregled_poslovanja_v_letu_2009.pdf.
58. KAD – Kapitalska družba. (2019). Pridobljeno 2019 iz: <http://www.kapitalska-druzba.si/>.
59. Khaddafi, M., Falahuddin, Heikal M. & Ayu N. (2017). Analysis Z-score to Predict Bankruptcy in Banks Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economic and Financial Issues*, 7(3), 326–330.
60. Khokhar, A-R. (2019). Working Capital Investment: A Comparative Study – Canada Versus the United States. *Multinational Finance Journal*, 23(1-2). 65-102.
61. Konič, B. (2003). *Analiza poslovanja odvisnih družb Iskre Avtoelektrike in smernice prihodnjega razvoja*. Pridobljeno 2019 iz: www.books.google.com/books/about/Analiza_poslovanja_odvisnih_dru%C5%BEB_Iskre.html?id=s2_2OAAACAAJ.
62. Kotane, I. (2015). Evaluating the importance of financial and non-financial indicators for the evaluation of company's performance. *Management Theory and Studies for Rural Business and Infrastructure Development*. 37(1), 80-94.
63. KPMG. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.home.kpmg/xx/en/home.html.
64. La Porta, R. & López-de-Silanes, F. (1999). *The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico*. *The Quarterly Journal of Economics*, 1999, vol. 114, issue 4, 1193-1242.

65. Letna poročila analiziranih podjetij. (2010–2018). Povzeto po Ajpes, 2019.
66. Letrika. (2014). Povzeto v oktobru 2019 po: www.letrika.com.
67. Łęgowik-Świącik, S. (2017). The application of the Altman Z-score in the asset of the business model of the company 2017. *Global Challenges of Management Control and Reporting*, 474.
68. Linetech. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.linetech.pl/.
69. LJSE – Ljubljanska borza. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.ljse.si/.
70. LJSE – SeoNet – Ljubljanska borza, LJSE. Sistem SeoNet (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.seonet.ljse.si/.
71. Lorenčič, A. (2008). Prva leta gospodarske tranzicije v Sloveniji. *Prispevki za novejšo zgodovino, letnik XLVIII, št. 2*.
72. Lorenčič, A. (2009). Pretvorba družbene lastnine v privatno – osrednji problem slovenske gospodarske tranzicije. *Prispevki za novejšo zgodovino, Ljubljana, št. 2*.
73. Macquieira, C., Zurita, S. (1996) Privatizaciones en Chile: Eficiencia y Politicas Financieras. *Estudios de Administracion* 3, 1–36.
74. MAHLE. (2019). Povzeto oktobra 2019 po: www.mahle.com/
75. Marangos J. (2004) Modelling the privatization process in transition economies. *Oxford Development Studies, Taylor & Francis Journal*, 34(4), 585-604.
76. McCall, C. H. (2000). *Understanding statistical methods*. Lincoln, iUniverse.
77. McMenamin, J. (1999). *Financial Management: An Introduction*. London, Routledge, 1, Taylor & Francis.
78. Meggison, W. L., Nash, R. C. & van Randenborgh, M. (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 49, 403–452.
79. Meggison, W. L. & D'Souza, J. (1999). The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s. *The Journal of Finance*, 54(4), 1397-1438.
80. Meggison, W. (2000). Privatization. *Foreign Policy, 118 Slate Group, LLC*, 14–27.
81. Meggison, W.L. & Netter, J.M. (2003). *History and methods of privatization*. V.D. Parker & D. Saal, International Handbook in Privatization.
82. Meggison, W.L. & Sutter N.L. (2006). Privatisation in Developing Countries. *Journal compilation. Blackwell Publishing Ltd. 14(4)*.
83. Meggison, W.L. (2017). Privatization, State Capitalism, and State Ownership of Business in the 21st Century. *Foundations and Trends in Finance 11 1(2)*, 1-153.
84. Mencinger, J. (2006). *Privatization in Slovenia*. EIPF and University of Ljubljana, Slovenia.
85. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958) *The Cost of Capital*. Corporation Finance and Theory of Investment AEA.
86. Moody's. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.moody.com/
87. NLB – Nova Ljubljanska Banka (2019). Povzeto v 2019: https://www.nlb.si/slovarcek-bancnih-izrazov_
88. NKBM – Nova KBM. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.nkbm.si/.
89. OECD. (2018). *Privatisation and the Broadening of Ownership of State-Owned Enterprises*. Stocktaking of National Practices.

90. Oltean, I-M. (2016). Fraud risk analysis in the financial audit. *Economic Studies and Research Virgil Madgearu* 9(2), 93-122.
91. Otchere, I. (2005). Do Privatized Banks in Middle and Low-Income Countries Perform Better than Rival Banks? An Intra-industry Analysis of Bank Privatization. *Journal of Banking and Finance, Elsevier* 29(8-9), 2067–2093.
92. Patil, A. & Syam, N. (2018) How Do Specialized Personal Incentives Enhance Sales Performance? The benefits of steady sales growth. *Journal of Marketing* 82(1), 57-73.
93. Pearson, B. (1998). *Boost Your Company's Profits*. London, Thorogood Ltd.
94. Podravka. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.podravka.si/.
95. PDP – Posebna družba za podjetniško svetovanje, d. d. Letno poročilo. PDP. (2009). (2012). Pridobljeno 2019 iz: www.sdh.si/doc/Financna_porocila/PDP-Financna_porocila/201003-Revidirano_letno_porocilo_PDP__d_d_za_letno_2009.pdf
96. Pratt S. P. (2005). *The Market Approach to Valuing Business*. New Jersey. WILEY Second edition.
97. Sachs J. D. (1994). The Transition in Eastern Europe. *National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press* 1. 1-18.
98. Schönfeld, J., Kudej, M. & Smrčka, L. (2018). Financial health of enterprises introducing safeguard procedure based on bankruptcy models. *Journal of Business Economics and Management* 19(5), 692–705.
99. SDH – Slovenski državni holding. (2015). Pridobljeno 2019 iz: www.sdh.si/sl-si/novice/733/informacija-s-seje-nadzornega-sveta-sdh-z-dne-16-1-2015.
100. SDH – Slovenski državni holding. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.sdh.si.
101. SOD – Slovenska odškodninska družba. (2009/10/11/12/13). *Letno poročilo vodenja*. Pridobljeno 2019 iz: <https://www.sdh.si/sl-si/o-druzbi/dokumentno-sredisce>.
102. SURS – Statistični Urad Republike Slovenije. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.stat.si.
103. Štiblar, F. (2010). *Bančništvo kot hrbtnica samostojne Slovenije*. Ljubljana. Založba ZRC.
104. Tajnikar, M. (2019). *Blog*. Pridobljeno 2019 iz: www.makstajnikar.wordpress.com/.
105. Transition report 2000. (2000). *Transition, EBRD – European Bank for Reconstruction and Development*.
106. UMAR – Urad Republike Slovenije Za Makroekonomske Analize In Razvoj (2014). *Poročilo o razvoju*. Pridobljeno 2019 iz: http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/pr/2014/POR_2014.pdf.
107. Viral, V. A., Hyun, S. S. & Tanju, Y. (2011). *Crisis Resolution and Bank Liquidity*. Federal Reserve Bank of New York 2011.
108. Winston, W. C., Han, E. R. (2015). Vertically Related Markets, Foreign Competition and Optimal Privatization Policy. *Review of International Economics*, 23(2), 303-319.
109. Wright, M., Robbie, K., Thompson, S. & Starkey, K. (1994). Longevity and the life-cycle of management buy-outs. *Strategic Management Journal*, 15(3).
110. Yamarone, R. (2012). *The Trader's Guide to Key Economic Indicators*. Bloomberg Financial Book 151., Kindle Edition 3.

111. Yeaple, S. & Moskowitz, W. (1995). The literature on privatization. *Research Paper 9514, Federal Reserve Bank of New York.*
112. ZSE – Zagrebska borza. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.zse.hr/.
113. Žito. (2019). Pridobljeno 2019 iz: www.zito.si/.

PRILOGE

Priloga 1: Opis podjetja Helios

Helios skupina, v katero spada tudi obravnavano matično podjetje, je skupina, ki upravlja s enaindvajsetimi podjetji, deluje v panogi kemične industrije in ima status vodilnega proizvajalca barv, lakov in premazov v jugovzhodni Evropi. Podjetje Helios TBLUS, d. o. o., je Tovarna Barv, Lakov in Umetnih Smol Količevo, d. o. o. Lastnik obravnavanega podjetja je Helios Domžale, d. o. o., preko katerega je 100-odstotni lastnik podjetja Japonska družba KANSAI HELIOS COATINGS GMBH preko podjetja v Nemčiji. Pred letom 2017 je bilo podjetje v lasti REMHO BETEILIGUNGS GMBH (RIH), ki je podjetje leta 2013 tudi odkupil preko SDH (povzeto po Bisnode, 2019).

Podjetje se ponaša z več kot 150-letno tradicijo v industriji premazov. Leta 1844 je bilo ustanovljeno prvo podjetje, kjer stoji današnji Helios (povzeto po spletni strani Helios, 2019). Na napreden, industrijski način, so pričeli barve in lake izdelovati leta 1924. Pred vojno, leta 1940 je imelo podjetje 22 zaposlenih in je proizvedlo 220 ton proizvodov. Leta 1954 podjetje so spremenili ime v Helios. Leta 1971 je podjetje vstopilo na trg sintetičnih smol. Leta 1981 je podjetje izvozilo 60 % svojih proizvodov, predvsem na vzhodne trge. Primarni trgi so predstavljali Sovjetsko zvezo in Jugoslavijo, kjer je imelo podjetje status vodilnega proizvajalca. Leta 1995 se je podjetje preoblikovalo v delniško družbo. Leta 2003 je Helios izpeljal razvoj in uresničitev strateških projektov širitve proizvodnje. V to so spadale tudi prevzemne aktivnosti podjetja, saj je do leta 2007 prevzel kar nekaj podjetij, med katerimi so Chromos, Zvezda, Color Medvode, Odilak, Belinka in Avrora. Konec leta 2013 je avstrijsko podjetje Ring International Holding AG (RIH) postalo strateški partner in nov večinski delničar slovenske premazniške skupine, Helios Domžale, d. d. Pomembno je, da je RIH že pred tem veliko sodeloval s podjetjem in je tako dobro poznal podjetje. Helios je bilo prvo prevzeto podjetje s seznama petnajstih predvidenih privatizacij v Sloveniji. Strateški partner Ring je že imel za sabo veliko uspešnih prevzemov in integracij priznanih podjetij za premaze.

Danes je ključna dejavnosti proizvodnja kritnih barv, lakov in podobnih premazov, tiskarskih barv in kitov ter trgovina na drobno z barvami, laki in drugimi kemičnimi sredstvi. V svojem portfelju imajo 25 veljavnih blagovnih znamk. Najbolje prodajani izdelki so dekorativni premazi za zidne, lesne in kovinske površine, zaščitni premazi za kovinsko, lesno in avtomobilsko industrijo, praškasti premazi, premazi za prometno infrastrukturo in umetne smole. Proizvode dobavljajo več kot 50.000 kupcem v 60 državah po svetu. V ponudbi imajo tudi tako imenovane pametne premaze. Najbolj prepoznani blagovni znamki sta Belinka in Spektra. Podjetje je tudi okoljevarstveno osveščeno in družbeno odgovorno. V vodstvu podjetja so predvsem tujci, ki spodbujajo glavne vrednote podjetja, kot so odgovornost, profesionalizem, hitrost in učinkovitost ter osredotočenost na stranke.

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je A1, kar pomeni, da podjetje posluje odlično, prav tako pa ima tudi v prihodnje napovedano dobro poslovanje. Podjetje nima večjih likvidnostnih težav in obenem dosega nadpovprečno donosnost.

Dodatno je dinamična ocena podjetja +, kar pomeni, da so dejavnost, regija in sedež subjekta podjetja manj tvegani. Podjetje ima dolgoletno utečeno poslovanje brez neporavnanih obveznosti do FURS-a. Podjetje je brez blokad v zadnjih 12 mesecih. Podjetje je imelo (ima) več narokov (kot toženi) v zadnjem letu. Finančni podatki kažejo na nižjo zadolženost, majhno kreditno izpostavljenost iz poslovanja in visok koeficient likvidnosti (povzeto po GVIN, 2019).

Priloga 2: Opis podjetja Fotona

Podjetje Fotona, d. o. o., je specializirano za proizvodnjo medicinskih instrumentov, naprav in pripomočkov. Dolgo ime podjetja nam pove, da gre predvsem za visoko tehnološke opto-elektronske naprave oziroma laserje. Lastnik podjetja je AGIC FOCUS (NETHERLANDS) B.V. preko FOTONA HOLDINGS (NETHERLANDS) B.V., ki je 100-odstotni lastnik podjetja Fotona, d. o. o. Pred letom 2017 je podjetje bilo v lasti FOTONA HOLDINGS, L.P., katerega lastnik je GORES LASER HOLDINGS, LP, ki je podjetje leta 2013 tudi odkupil preko SDH (povzeto po Bisnode, 2019).

Fotona, d. d., je bila v register leta 1990 vpisana kot pravna naslednica podjetja Iskra Elektrooptika, katerega začetki segajo v leto 1964, samo tri leta po izumu laserja. Več kot 50 let obstoja uvršča Fotono med svetovna podjetja z najdaljšo tradicijo na področju laserske opto-elektronike. Dolgoletne izkušnje je podjetje pridobivalo s proizvodanjem laserskih naprav za zaščito, vojaško industrijo, optične komunikacije, medicinske aplikacije in druge proizvodnje (povzeto po Bisnode, 2019).

Podjetje Fotona (povzeto po Fotona, 2019) se danes ukvarja s proizvodnjo in prodajo proizvodov in storitev visoke tehnologije s področja medicinskih in industrijskih laserjev, laserskih daljinomerov in namerilno opazovalnih sistemov, termalnih naprav ter optičnih komunikacij, to je telekomunikacijskega prenosa po optičnih vlaknih. Gre za področje z visoko dodano vrednostjo, v katero se je podjetje prestrukturiralo leta 2000 iz pretežno vojaškega programa. V panogi medicinskih laserjev je Fotona vodilno podjetje na svetu in je prepoznavno predvsem po inovativnih rešitvah, kar dokazujejo tudi številne nagrade za laserske sistem za uporabo v estetiki, dermatologiji, zobozdravstvu, ginekologiji in kirurgiji. Podjetje se ponaša tudi z visoko izobrazbeno strukturo zaposlenih, saj ima veliko število doktorjev, kar jim omogoča močan segment razvoja in raziskav. To kaže tudi kar nekaj patentiranih rešitev in tehnologij, kot so OPTOflex®, tehnologija QSP (Quantum Square Pulse) in VSP (Variable Square Pulse), način SMOOTH in tehnologija vakuumskih celic. Podjetje ima registriranih tudi devet blagovnih znamk. Ena od blagovnih znamk je tudi Health Academy, s katero podjetje izobražuje preko usposabljanja, delavnic in praktičnih demonstracij strokovnjake za uporabo njihovih proizvodov po vsem svetu. Že leta 2000 so presegli dvajset tisoč prodanih laserjev, leta 2014 pa več kot petindvajset tisoč po vsem svetu. Najbolj so prisotni v Ameriki in Evropi, po celem svetu pa imajo distribucijske mreže v kar šestdesetih državah. Podjetje veliko poudarja svojo zavezanost kakovosti in kontroli vseh svojih proizvodov. Podjetje je tudi delno vertikalno integrirano, saj v podjetju raziskujejo, dizajnirajo, proizvajajo in tudi delno prodajajo svoje produkte. Večina prodaje pa poteka preko distributerjev.

Poslovni del podjetja je lociran v Dallasu in v Ljubljani. Zanimivo je, da je spletna stran podjetja deljena na mednarodno in za ameriški trg. Ta delitev je narejena zaradi FDA regulatorja, ki še ne odobrava vseh produktov podjetja ter tako še ne smejo biti prisotni na

ameriškem trgu z vsemi izdelki. Da ne obstaja spletna stran v slovenskem jeziku, pa jasno kaže na to, da večino prodaje podjetje ustvari v tujini.

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je A1, kar pomeni, da podjetje posluje odlično in ima v prihodnje napovedano dobro poslovanje. Podjetje nima večjih likvidnostnih težav in obenem dosega nadpovprečno donosnost. Dodatno je dinamična ocena podjetja ++, kar pomeni manj tvegano dejavnost podjetja in dolgoletno utečeno poslovanje brez neporavnanih obveznosti do FURS-a. Podjetje je brez blokad v zadnjih 12 mesecih. Skupni znesek tožb zoper podjetje v zadnjih dveh letih je manj kot ca. 400 evrov. Finančni podatki kažejo na nižjo zadolženost, majhno kreditno izpostavljenost iz poslovanja in visok koeficient likvidnosti (povzeto po GVIN, 2019).

Priloga 3: Opis podjetja Letrika

Podjetje Letrika, d. d., danes imenovano MAHLE Electric Drives Slovenija, d. o. o., je specializirano za proizvodnjo električne in elektronske opreme za motorna vozila s sedežem v Šempetru pri Gorici. Še prej je bilo podjetje poznano pod imenom Iskra Avtoelektrika, današnji lastnik podjetja pa je podjetje preimenoval s svojim imenom ter ga priključil skupini. Danes je 100-odstotni lastnik podjetja MAHLE HOLDING AUSTRIA GMBH z matičnim podjetjem v Stuttgartu Nemčiji, ki je podjetje leta 2014 tudi odkupil preko SDH (povzeto po Bisnode, 2019).

Iskra Avtoelektrika (povzeto po Letrika, 2010) je spadala v skupino Iskra s sedežem v Kranju, ki je v času Jugoslavije veljala za eno največjih skupin z okoli 20.000 zaposlenimi. Podjetje Iskra Avtoelektrika je bilo poznano kot globalni dobavitelj zaganjalnikov in generatorjev za motorje z notranjim zgorevanjem, avtonomno napajanih enosmernih električnih pogonskih sistemov in drugih zahtevnejših komponent za avtomobilsko industrijo, kot so: vžigalne tuljave, tlačni ulitki iz lahkih zlitin, plastični in hladno kovani deli. Te programe sta dopolnjevala še tehnološki razvoj ter proizvodnja posebne opreme in orodij. Iskra Avtoelektrika je razvijala, proizvajala in tržila na globalni ravni z lastno proizvodno in prodajno-logistično mrežo, ki je poleg podpore industrijskim odjemalcem tržila tudi širok izbor proizvodov za drugo vgradnjo. Podjetje je bilo prepoznavno po inovativnosti, trajnostnem razvoju, visoki kakovosti ter veliki tržni in razvojni podpori svojim odjemalcem. Prepoznavnost je temeljila na kompetentnih ljudeh in fleksibilnih procesih. Iskra Avtoelektrika je prodajala kar v 58 držav sveta in 2500 različnim kupcem. Največ, kar 60 % proizvodnje, je prodala na trgu zahodne Evrope, predvsem v Nemčiji, Franciji in Italiji, s 13-odstotnim deležem sledijo ZDA in z 12-odstotnim deležem Azija. Tam je največ prodala na Kitajskem. Na domačem trgu je družba prodala manj kot odstotek svojih izdelkov.

Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1960 in bilo v času Jugoslavije tesno povezano z njeno avtomobilsko industrijo. Bili so glavni dobavitelj alternatorjev in zaganjalnikov za osebna in industrijska vozila, kot so Zastava, DMB, IMT, TAS, Tomos in ostale (B. Konič, 2003). Leta 1990 je bila Iskra Avtoelektrika (povzeto po Letrika, 2010) prvo Jugoslovansko podjetje, ki je prejelo ISO 9001 certifikat. Podjetje je ob petdesetem jubileju, leta 2010, pripravilo tudi zgodovinsko predstavitev podjetja, v kateri povzemajo, da je podjetje po propadu Jugoslavije zgubilo več kot 70 % trga in se znašlo v zelo težki situaciji, ko so morali prodirati na nove trge. Do leta 2000 so uspešno vstopili na trge Nemčije, Francije, Španije, Bolgarije itd. Z dobrimi, predvsem pa cenovno dostopnejšimi proizvodi in povezovanjem z velikani, kot so Bosch in Okuma, so uspešno rastle in veljali za glavnega zaposlovalca v regiji.

Skupina MAHLE (povzeto po MAHLE, 2019) je danes glavni mednarodni razvojni partner in dobavitelj avtomobilski industriji, kot tudi pionir tehnologij mobilnost v prihodnosti. Skupina je bila ustanovljena leta 1920 in ima 12,6 milijarde evrov prodaje in 79.000

zaposlenih v 160 proizvodnih lokacijah po vsem svetu. Danes skupina v Sloveniji obvladuje sedem proizvodnih, razvojnih, procesnih in upravnih entitet, in sicer v Šempetru pri Gorici, Bovcu, Komnu, Ljubljani in Mariboru in ima tudi štiri registrirane blagovne znamke.

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je D2, kar pomeni, da podjetje posluje podpovprečno, v prihodnje ima napovedano stabilno poslovanje. Podjetje ima lahko manjše likvidnostne težave in obenem dosega povprečno donosnost. Podjetje ima dinamično oceno ++, kar pomeni manj tvegano dejavnost subjekta. Regija sedeža subjekta je manj tvegana. Podjetje ima dolgoletno utečeno poslovanje brez neporavnanih obveznosti do FURS-a. Podjetje je brez blokad v zadnjih 12 mesecih. Podjetje ima več narokov (kot toženi) v zadnjem letu. Finančni podatki kažejo na nižjo zadolženost, majhno kreditno izpostavljenost iz poslovanja in visok koeficient likvidnosti (povzeto po GVIN, 2019).

Priloga 4: Opis podjetja Aerodrom

Aerodrom Ljubljana, d. d., danes imenovan Fraport Slovenija, d. o. o., je podjetje, registrirano za dejavnost spremljajoče storitvene dejavnosti v zračnem prometu. Današnji lastnik podjetja in tudi podjetje, ki je privatiziralo Aerodrom, je FRAPORT AG FRANKFURT AIRPORT SERVICES WORLDWIDE. Osnovne dejavnosti družbe obsegajo: upravljanje letališča z zagotavljanjem pristankov in vzletov letal, uporabo infrastrukture in potniškega terminala, izvajanje zemeljske oskrbe letal, potnikov in tovora ter komercialne dejavnosti. To so predvsem zagotavljanje ustrezne trgovinske, gostinske in druge ponudbe ter parkiranje osebnih vozil potnikov in obiskovalcev letališča, oddajanje poslovnih in oglasnih prostorov v najem in izvajanje skladiščno-logističnih storitev (povzeto po Bisnode, 2019).

Prvo letalo je na letališču pristalo 24. 12. 1963 (povzeto po Fraport-Slovenija, 2019). To je bilo letalo prvega slovenskega letalskega prevoznika Adria Aviopromet. Redni letalski promet je bil vzpostavljen januarja leta 1965. V tem letu je ob hitri rasti letališča na njem pristajalo že 15 letalskih družb. Največ prometa je v naslednjih letih ustvarila letalska družba JAT (danes Air Serbia). Do leta 1970 je JAT imela tudi pester nabor rednih tovornih linij, ki so povezovale Slovenijo s prestolnicami po Evropi

Leta 1973 so dogradili stezo za vožnjo letal in razširili manevrske površine ter s tem omogočili pristajanje širokotrupnih letal. V letu 1974 se je končala izgradnja novega potniškega terminala in ostalih podpornih objektov. V tistem času je tudi zaradi obnove Zagrebskega letališča dnevno v povprečju letališče sprejelo 45 letal. V povprečju je bilo v tem obdobju letno čez letališče prepeljanih več kot pol milijona potnikov. V osemdesetih letih se je zaradi nižanja cen letalskih kart povečevalo tudi število potnikov ter v letu 1987 doseže rekordno število 886 tisoč potnikov, katero se je preseglo šele leta 1999. Do osamosvojitve države je podjetje izvedlo še več investicij, kot je širitev ploščadi, posodobitev navigacijskih naprav, izgradnja novih cest za dovoz goriva, tovora itd.

Obdobje med in v letih po osamosvojitvi je bilo za letališče težavno. Predvsem zaradi političnih in vojnih dogodkov, ki so zapirali zračni prostor in zmanjšali promet z balkanskimi državami, zaradi česar je letališče izgubilo skoraj pol milijona potnikov. Podjetje se je odločilo za dodatne investicije. V letu 1992 so preplastili vzletno-pristajalno stezo, 1993 se je izvedla največja razširitev terminala in dodal sodobni radar za natančno pristajanje. Adria Airways je postala največji partner letališča

Po visoki rasti števila potnikov, tovora in tudi končanem lastninskem preoblikovanju podjetja in uvrstitvi delnice na borzo leta 1997, je prišlo tudi do povečanja števila športnega letalstva. V naslednjem letu je letališče beležilo drastično povečanje števila tujih prevoznikov. Leta 1999 pa je letališče dobilo dovoljenje za obratovanje v pogojih zmanjšane vidljivosti, kar ga je uvrstilo med 100 letališč na svetu s takšno opremo. S tem in dodatnimi investicijami v parkirne prostore in sprejem prtljage je podjetje vstopilo v novo tisočletje. A

v letu 2001 je zaradi krize v svetovnem letalskem prometu prvič po letu 1993 upadlo število prepeljanih potnikov.

Leto 2004 je bilo prelomno, saj je ob štirih novih, velikih letalskih prevoznikih, letališče prvič beležilo več kot milijon prepeljanih potnikov letno. Podjetje je do leta 2007 dokončalo veliko parkirno hišo, nov potniški del terminala, razširilo parkirno ploščad za letala, sprejelo UPS-ovo tovorno linijo, pridobilo nove letalske linije in novo vodstvo uprave, ki je na čelu še danes.

Po svetovni finančni krizi in padanju prometa, je v letu 2011 zaznamovalo letališče tudi negotovo poslovanje domačega prevoznika Adrie Airways, ki je skrčilo ponudbo letov. V letu 2013 je prišlo do stabilizacije razmer v letalstvu in podjetje je prvič po letu 2008 beležilo rast potniškega in tovornega prometa. Po privatizaciji v letu 2014 je v prvih mesecih leta večinski lastnik, Fraport AG, pridobil 100-odstotni delež v podjetju, družba pa je bila na zadnji dan marca preoblikovana iz delniške v družbo z omejeno odgovornostjo. Celotno leto sta pomembno zaznamovali integracija v skupino Fraport in notranja reorganizacija podjetja. Dobro poslovanje se je nadaljevalo. Tudi v letu 2015 je bila rast prometa občutna in je bila z 10 odstotki najhitrejša v regiji ter skoraj enkrat večja od povprečne rasti potniškega prometa na evropskih letališčih. Maja 2015 je družba prejela še certifikat ISO 14001 za stalno zmanjševanje škodljivih vplivov svojih dejavnosti na okolje.

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je A1, kar pomeni, da podjetje posluje odlično, v prihodnje ima napovedano dobro poslovanje. Podjetje nima večjih likvidnostnih težav in obenem dosega nadpovprečno donosnost. Dodatno je dinamična ocena podjetja ++, kar pomeni, da je regija sedeža subjekta je manj tvegana. Podjetje ima dolgoletno utečeno poslovanje brez neporavnanih obveznosti do FURS-a in je brez blokad v zadnjih 12 mesecih. Podjetje v zadnjih 2 letih nima narokov (kot toženi). Finančni podatki kažejo na nižjo zadolženost, majhno kreditno izpostavljenost iz poslovanja in visok koeficient likvidnosti (povzeto po GVIN, 2019).

Priloga 5: Opis podjetja Žito

Žito, d. d., je podjetje, ki je registrirano za proizvodnjo kruha, svežega peciva in slaščic. Po privatizaciji s strani hrvaške skupine PODRAVKA PREHRAMBENA INDUSTRIJA, D. D., je podjetje spremenilo pravni naziv v Žito, d. o. o. Podjetje danes upravlja s šestimi odvisnimi podjetji in devetindvajsetimi podružnicami. Podjetje ima registriranih kar dvainosemdeset blagovnih znamk (povzeto po Bisnode, 2019).

Zgodovina podjetja sega v leto 1947, ko je vlada Ljudske republike Slovenije ustanovila trgovsko podjetje Žito Ljubljana, povzeto po Žito (2019). V začetku je bilo podjetje poznano po mlinarski dejavnosti. Z leti so dodajali še ostale dejavnosti, kot so pekarska in testeninarska. Ob rasti proizvodnje se je širilo tudi podjetje. Leta 1969 je bilo podjetju pripojeno podjetje Šumi, tovarna bonbonov, čokolade in keksov. S tem se je poslovanje razširilo na konditorsko dejavnost. V naslednjih letih je podjetje pripojilo še Gorenjko Lesce in Imperial Krško. V sedemdesetih letih se je ob dobrih rezultatih nadaljeval proces pripojitve manjših podjetij in blagovnih znamk. S pripojitvijo Pekarne Ljubljana leta 1976 se je začelo s pripravo zamrznjene hrane in kot prvi v državi so ponujali tudi bio otrobe, ki so postali prava tržna uspešnica

V obdobju po osamosvojitvi Slovenije je podjetje začelo z obnovo obstoječih in gradnjo novih kapacitet. Ob novih pekarnah v Radomljah, Šmartnem, Metliki in Ribnici so bila mnoga prodajna mesta opremljena s pečmi za dopeko pekovskih izdelkov. Zgrajeni sta bili tudi tovarni za proizvodnjo vaflejevih proizvodov v Kočevju in proizvodnjo krekerjev v Trzinu. Podjetje je začelo s pripojitvijo tudi nekaterih drugih, manjših pekarn. Konec devetdesetih let je podjetje zaznamovalo lastninsko preoblikovanje in prestrukturiranje poslovnega sistema. Kot delniška družba se je Žito suvereno odločala za pripojitve ostalih družb v isti tržni niši, tudi na Hrvaškem in v Srbiji. V letu 2003 je ob številnih pripojitvah podjetje potrebovalo konsolidacijo. Tako se je v naslednjih letih to tudi zgodilo. V letu 2006 so se matični družbi pripojile družbe Žito Grande, Žito Intes, Pekarna Vrhnika, Kruh Pecivo, Dolenjske Pekarne, Žito Gorenjka itd.

V času po svetovni gospodarski krizi je družba preselila proizvodnjo Šumi v Krško in koncentrirala oddelek mlinarstva v Mariboru. V letu 2009 se je zgodil prevzem programov čajev, riža in mlevskih izdelkov ter začimb in začimbnih mešanic 1001 Cvet, Zlato polje in Maestro.

Podjetje deluje v živilski industriji, kjer so potrebni visoki higienski in ostali obratovalni standardi. Tako ima podjetje več kot šestnajst certifikatov in standardov ter vpeljana strogo politiko kakovosti. Danes podjetje prodaja predvsem v velikih trgovskih podjetjih in tudi posamično. Veliko stavijo na promocijo in kakovost. Tako je nastal tudi slogan in spletna stran Okus po dobrem, kjer promovirajo recepte s svojimi izdelki.

Tudi Podravka, d. d. (povzeto po Podravka, 2019), je že dolga leta znana skupina v Sloveniji. Zgodovina podjetja sega v obdobje druge svetovne vojne in velja danes za eno največjih

podjetij na Hrvaškem, ki je uvrščeno v prvo kotacijo na Zagrebški borzi. Lahko trdimo, da je bil nakup Žita za Podravko strateške narave, saj podjetje že dolga leta posluje v prehrambni industriji.

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je C2, kar pomeni, da podjetje posluje povprečno, v prihodnje ima napovedano stabilno poslovanje. Podjetje ima lahko manjše likvidnostne težave in obenem dosega povprečno donosnost. Dodatno je dinamična ocena podjetja +, kar pomeni povečano tveganje dejavnosti podjetja. Podjetje ima dolgoletno utečeno poslovanje brez neporavnanih obveznosti do FURS-a. Podjetje je brez blokad v zadnjih 12 mesecih. Podjetje ima več narokov (kot toženi) v zadnjem letu. Finančni podatki kažejo na nižjo zadolženost, majhno kreditno izpostavljenost iz poslovanja in visok koeficient likvidnosti (GVIN, 2019).

Priloga 6: Opis podjetja Nova KBM

Nova KBM, d. d., dolgo ime Nova Kreditna Banka Maribor oziroma NKBM, je podjetje, registrirano za dejavnost drugega denarnega posredništva. Razširjena dejavnost NKBM je dejavnost bank, kreditiranje, finančno posredništvo, pomožne dejavnosti, povezani s finančnim posredništvom, pomožne dejavnosti v zavarovalništvu in pokojninskih skladih, računovodske, knjigovodske in revizijske dejavnosti, davčno svetovanje, podjetniško in poslovno svetovanje in druge poslovne dejavnosti. Lastnik podjetja je BISER BIDCO S.A.R.L., ki je luksemburška holdinška družba, katere lastnik je Apollo Global Asset Management. Slednji je podjetje tudi privatiziral, odkupil od Republike Slovenije, ki je bila po 18. 12. 2013 100-odstotni lastnik banke (povzeto po Bisnode, 2019).

Zgodovina Skupine Nove KBM (povzeto po Prospektu za izdajo obveznic Nove KBM, 2009) sega v leto 1858, ko je bila ustanovljena Mestna Hranilnica Maribor, ki je bila prva mestna hranilnica v Sloveniji. Komunalna banka Maribor je začela poslovati leta 1955 v mestu Maribor v severovzhodni Sloveniji in je še isto leto spremenila svoje ime v Okrajna banka. Leta 1962 sta se združili Mestna hranilnica Maribor in Okrajna banka, leta 1965 pa je združeno podjetje začelo opravljati svoje poslovne in posredniške dejavnosti pod novim imenom – Kreditna banka Maribor. Leta 1978 se je na podlagi nove bančne zakonodaje Kreditna banka Maribor združila z dvaindvajsetimi drugimi bankami in ustvarila skupino Ljubljanska banka.

Po razpadu Jugoslavije in recesiji v Sloveniji, ki je zelo vplivala na kakovost sredstev največjih bank v državi, je bila Kreditna banka Maribor, d. d., vključena v državni program sanacije, ki ga je vodila Agencija Republike Slovenije za sanacijo bank in hranilnic. Kot del procesa sanacije je Nova KBM prenesla določena slaba sredstva, vključno z neizterljivimi krediti, deviznimi depoziti pri Narodni banki Jugoslavije in povezanimi obveznostmi na Agencijo za sanacijo bank v zameno za dolgoročne obveznice Republike Slovenije. Leto po ustanovitvi države je postala Kreditna banka Maribor delniška družba in »hčerinska banka« v skupini LB. Leta 1991 je LB – Kreditna banka Maribor, d. d., kupila 10-odstotni delež v Zavarovalnici Maribor, premoženjski in življenjski zavarovalnici. Leta 1996 je Skupina Nove KBM povečala svoj delež na 25 %, leta 2002 pa je sledilo še nadaljnje povečanje na sedanjo raven 49,96 %. Leta 1991 je Kreditna banka Maribor, d. d., ustanovila KBM Fineko, d. o. o., podjetje za poslovanje z nepremičninami, finančno svetovanje in izterjavo terjatev. Leta 1993 je Kreditna banka Maribor, d. d., izstopila iz skupine LB in ponovno začela poslovati kot neodvisna delniška družba pod imenom Kreditna banka Maribor, d. d. Leta 1993 je bil ustanovljen tudi KBM Infond, družba za upravljanje, d. o. o. (»KBM Infond, d. o. o.«), ki upravlja z investicijskimi skladi.

Leta 1994 je banka kupila tudi lizinski podjetje in ga preimenovala v KBM Leasing, d. o. o. Leta 1995 je Nova KBM prevzela Komerzialno banko Nova Gorica, prek katere je pridobila dragoceno prisotnost v predelu jugozahodne Slovenije. Proces sanacije, ki ga je vodila Agencija za sanacijo bank, je bil končan leta 1997. Po zaključku procesa sanacije se je

poslovanje normaliziralo in Nova KBM se je začela širiti z organsko rastjo in prevzemi. Leta 1998 je uvedla elektronsko spletno bančništvo (Bank@Net) za fizične osebe. Naslednje leto je uvedla tudi Poslovni Bank@Net, ki nudi elektronsko spletno bančništvo pravnim osebam. Leta 1998 je ustanovila KBM Invest, d. o. o., za investiranje v razvoj nepremičnin, prodajo nepremičnin in posredovanje; ustanovila je tudi Gorica Leasing, d. o. o., kot drugega ponudnika lizinskih storitev. Leta 2000 je Nova KBM v sodelovanju z Zavarovalnico Maribor, d. d., in nekaterimi drugimi zavarovalnicami in pozavarovalnicami ustanovila pokojninsko družbo Moja naložba pokojninska družba, d. d. («Moja naložba, d. d.»). Kot del strategije mednarodne širitve je leta 2001 Skupina Nove KBM pridobila 25,04-odstotni delež v Adria Bank AG, avstrijski banki, ki posluje v Sloveniji, na Hrvaškem, Slovaškem, Češkem, Madžarskem, v Srbiji, Črni gori in Makedoniji, svoj delež pa je aprila 2007 povečala na 50,54 %.

Po nadaljevanju digitalizacije poslovanja in širitvah podjetja je leta 2005 pridobila tudi licenco za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji. V obdobju po letu 2005 se je podjetje širilo s prevzemi in pripojitvami podjetij. V juliju 2007 se je formalno pričel proces delne privatizacije banke. Različnim investitorjem je bilo v javni prodaji ponujenih 48,1 % rednih delnic Nove KBM, ki so bile v lasti Republike Slovenije. 19. novembra 2007 se je pričela javna prodaja delnic Nove KBM, d. d., po kateri je Republika Slovenija, skupaj s svojima skladoma (KAD in SOD) ostala 51,9-odstotna lastnica banke. To je bila prva javna prodaja delnic v Sloveniji. 10. decembra 2007 se je pričelo trgovanje z delnico banke na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Na dan začetka trgovanja je imela banka 109.582 delničarjev.

Po svetovni finančni krizi je prišlo do razlastitve imetnikov podrejenih obveznic in številnih tožb, preiskav in komisije zaradi slabega upravljanja banke in povzročitve bančne luknje. Po privatizaciji podjetja se je poslovanje banke umirjalo in posvečalo primarni dejavnosti komercialne banke. Leta 2014 je imela banka v Sloveniji 11,3-odstotni tržni delež glede na sredstva in 14,1-odstotni tržni delež glede na depozite komitentov. NKBM svoje storitve poleg Slovenije ponuja še na Hrvaškem in v Srbiji, najbolj pa je prisotna v Sloveniji, kjer ima razvito obsežno domačo mrežo z ekskluzivnim dostopom do prodajnih mest Pošte Slovenije. Podjetje ima danes 74 aktivnih podružnic in upravlja z eno skupino, to je Summit Leasing Slovenija, d. o. o. Podjetje si prizadeva biti do leta 2020 najboljša banka v Sloveniji.

Bonitetna ocena podjetja je podvržena večji pozornosti, saj gre za finančno institucijo. Tako je podjetje ocenjeno tudi s strani svetovnih bonitetnih agencij, pri kateri ima v letu 2019 pozitivno mnenje. Agencija Moody's ocenjuje bančne depozite kot Baa2/Prime-2, tveganost države kot Baa1/Prime-2 in kreditno tveganje ba1. Ocena Moody's pomeni osmo oziroma deveto mesto na lestvici, kjer je prvo mesto tudi najvišje (Aaa) (Moody's, 2019). Agencija FitchRatings pa podaja dolgoročno oceno BB+ in kratkoročno oceno B. Ocena FitchRatings pomeni enajsto oziroma petnajsto mesto na lestvici, kjer je prvo mesto najvišje (AAA). To uvršča banko v spodnjo mejo za naložbeni razred. Nad deset pa že pomeni ne-investicijsko oceno oziroma višje tveganje in posledično pričakovane višje donose (FitchRatings, 2019).

Priloga 7: Opis podjetja Elan

Elan, d. o. o., je podjetje, registrirano za proizvodnjo športne opreme s sedežem v Begunjah na Gorenjskem. Podjetje ima štiri aktivne blagovne znamke. Trenutni lastnik podjetja je WILTAN ENTERPRISES LIMITED, ki je podjetje skupaj z Merrill Lynch International tudi privatiziral (povzeto po Bisnode, 2019).

Skupina Elan (povzeto po Elan, 2019) je koncern družb, ki se ukvarjajo s proizvodnjo izdelkov in nudenjem storitev s področja zimsko-športnih dejavnosti, vetrne energije, navičke in športne opreme. Zasedujejo cilje in sledijo interesom svojih kupcev, zaposlenih in lastnikov, pri čemer upoštevajo tudi potrebe ter zahteve socialnega okolja. Cilj vseh aktivnosti in tudi organiziranosti podjetja je poslovati na transparenten, pošten, zakonit, enoten, varen in dobičkonosen način, upoštevajoč posebnosti tako vseh divizij in odvisnih družb v skupini, kot stabilnost celotne skupine in doseganje njenih strateških ciljev. Obvladujoča družba v skupini je ELAN, d. o. o., ki jo sestavljajo tri proizvodne divizije in področje splošnih poslov. Z organizacijskega vidika imajo vse divizije in vse odvisne družbe enak status.

Zgodovina podjetja sega v leto 1945, ko je nastala zadruga za izdelavo športnega orodja. Zgodovino podjetja spremljajo nenehne inovacije. Tako so že v petdesetih letih v svoji paleti produktov ponujali od smuči do majhnih jadrnic, čolnov in ostale opreme za športne objekte. Kaj kmalu so začeli tudi s proizvodnjo sani in hokejskih palic. Leta 1963 je Elan kot prvi proizvajalec smuči začel uporabljati sitotisk tehnologijo za tiskanje zgornjih oblog. Najprej na plastične in nato tudi na metalne smuči. To je sprožilo trend, ki je kasneje postal standard v celotni smučarski industriji. V sedemdesetih letih je Ingemar Stenmark postavil Elan v sam svetovni vrh. Inovacije smuči, kot so Uniline, ki so imele ekstremno poudarjen stranski lok, so bile velika prednost v slalomu in veleslalomu. V osemdesetih letih je doseglo smučanje v Sloveniji svoj vrh, tako da sta Elan kot znamka in podjetje veljala za ponos slovenstva. V devetdesetih letih je Elan s svojimi inovacijami znova spreminjal tako profesionalno kot tudi rekreativno smučanje. Lahko govorimo o karvingu, smučeh s poudarjenim stranskim lokom ali metuljkastih smučeh. Ni pomembno. Dejstvo je, da je bil ta standard, kot tudi mnogo drugih smučarskih standardov, narejen prav v Begunjah. Prav tako je dejstvo, da nič ni tako temeljito spremenilo smučanja, kot nova geometrija teh smuči. Tudi po letu 2000 so se inovacije nadaljevale. Elan je predstavil sistema Fusion in Waveflex, ki omogočata torzijsko stabilnost, olajšajo kontrolo nad smučmi in povečajo stabilnost. Po letu 2010 je podjetje nadaljevalo z inovacijami, za katere je prejelo tudi številne nagrade. V letu 2011 je imel Elan s svojimi smučmi 8-odstotni tržni delež na svetovni ravni. Zaradi tehnologije Amphibio so bile smuči najhitrejše do slej. Elan je prejel nagrado za najbolj inovativno znamko v kategoriji športne opreme v letu 2012. Predstavil je tudi zložljive smuči in številne druge inovacije, ki se nadaljujejo še danes (povzeto po Elanskis, 2019).

Elan, d. o. o. (povzeto po Elan, 2019) je danes svetovni proizvajalec in dobavitelj športne opreme, opreme za prosti čas ter tehnološko naprednih kompozitov za trg vetrne energije.

Družba je bila ustanovljena leta 1945 in ima dolgo ter veličastno zgodovino. Vsa podjetja v skupini Elan so skozi inovativnost in napredne tehnologije zavezana tehnološkemu razvoju izdelkov in naprednemu oblikovanju. Kombinacija teh sestavin kupcem s celega sveta zagotavlja vrhunska športna doživetja in najvišje tehnološke zmogljivosti.

Zimska divizija v Elanu proizvaja smuči in snežne deske, navtična divizija jadrnice, družba Elan Inventa pa opremo za športne objekte in inovativne tribune. Po uspešnem začetku sodelovanja z vodilnim svetovnim proizvajalcem vetrnih turbin v letu 2010 je danes Elanova vetrna divizija ključni dobavitelj za njihovo dejavnost alternativne energije. Podjetje se ponaša, da ima najbolj prepoznavno, najbolj globalno slovensko znamko in je kot tako ponos Elanovih zaposlenih in Slovencev nasploh. Elanovi izdelki so v uporabi v več kot 60 državah po vsem svetu. V podjetju se ponašajo z visoko kakovostjo njihovih izdelkov in si prizadevajo za dolgoročne odnose s kupci. Zadovoljstvo strank jim pomeni veliko, kar se odraža v pogojih, pod katerimi poslujejo v svoji fizični prodajalni in spletni trgovini.

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je E2, kar pomeni, da podjetje slabo posluje, v prihodnje pa ima napovedano stabilno poslovanje. Podjetje ima lahko likvidnostne težave in obenem dosega povprečno donosnost. Dodatno je dinamična ocena podjetja ++, kar kaže na to, da je dejavnost podjetja manj tvegana. Regija sedeža podjetja je manj tvegana. Podjetje ima dolgoletno utečeno poslovanje brez neporavnanih obveznosti do FURS-a in je brez blokad v zadnjih 12 mesecih. Podjetje nima narokov (kot toženi) v zadnjem letu. Finančni podatki kažejo na povečan delež dolga v financiranju, manjšo kreditno izpostavljenost in povprečen koeficient likvidnosti (povzeto po GVIN, 2019).

Priloga 8: Opis podjetja Adria Tehnika

Adria Tehnika, d. o. o., je podjetje, katerega dejavnost so popravila in vzdrževanje zračnih in vesoljskih plovil. Podjetje se je pred tem imenovalo Adria Airways Tehnika (AAT) zaradi povezave z letalskim podjetjem. Podjetje je locirano v Zgornjem Brniku, neposredno ob letališču in opravlja zelo nišno dejavnost, v kateri je odvisno od dobrih povezav s klienti. Podjetje je leta 2015 privatiziral poljski LINETECH HOLDING S.A. preko litovskega podjetja Avia Solutions Group, ki upravlja z AVIA PRIME A.S., ki je še danes 100-odstotni lastnik podjetja (povzeto po Bisnode, 2019).

Podjetje (povzeto po Adria Tehnika, 2019) je bilo ustanovljeno leta 1961 in se tako ponaša s skoraj šestdesetletno zgodovino vzdrževanja in popraviljanja veliko različnih vrst letal. Od McDonnell Douglas DC-9, MD80, deHavilland DHC-7 do bolj sodobnih letal, kot so Airbus A320 in Bombardier CRJ200/700/900/1000. Podjetje je rastle skupaj z letalskim prevoznikom Adria Airways in slovenskim letališčem. Svoje kliente pa je seveda iskalo tudi širše, predvsem po Evropi s sodelovanjem z letalskimi družbami ter proizvajalci letal. Leta 2002 se je zaradi prestrukturiranja letalskega parka podjetje začelo bolj osredotočiti na ostale vzdrževalne dejavnosti predvsem za letalske družbe v sosednjih državah. Istega leta je Bombardier izbral podjetje za pooblaščenega serviserja linije letal CRJ v Evropi. Leta 2005 je podjetje podpisalo pogodbo o sodelovanju z Air France za letala A320 in odpre novi hangar. Leta 2010 je prišlo do reorganizacije inženirske divizije v posebno podjetje, imenovano Adria Tehnika (AT). Sicer podjetje že vse od leta 1989 servisira Airbus A320, vendar so prvi na svetu vzdrževali motor z oznako V2500-A1. Leta 2011 se je Adria Airways umaknila iz lastniške strukture podjetja. Istega leta se je začela zaključna faza izgradnje novega hangarja. Med leti 2002 in 2015 je podjetje servisiralo 725 letal CRJ in 325 letal Airbus. Zadnja velika partnerska povezava je bila podpis pogodbe z britansko letalsko družbo easyJet-om.

Danes je Adria Tehnika močno povezano podjetje s svojim lastniškim podjetjem v skupini. Sodelujejo pri veliko projektih, kjer zadovoljujejo potrebe petdeset klientov iz treh kontinentov. Ponašajo se s tem, da so zanesljiv in predvsem izkušen partner, na kar nakazuje tudi zgodovina podjetja. Glavne stranke podjetja so Bombardier, Lufthansa, Swiss, EasyJet, Britair, Airone, Spanair, Belair, Eurowings, AtlasJet, Onurair, Austrian air, West Air Sweden in drugi. Od leta 2002 je podjetje servisiralo več kot 1200 letal.

Podjetje Avia Prime (povzeto po Linetech, 2019) je lastnik 145 vzdrževalnih certifikatov za vzdrževanje letal. Na voljo ima 10 vzdrževalnih prostorov na Poljskem in 7 v Sloveniji, od tega 4 hangarje na Poljskem in 3 v Sloveniji. Vzdrževanje pa lahko opravijo tudi na Finskem, Angliji, Švedski, Franciji in v Italiji. Servisirajo letala Airbus, Bombardier, Boeing, Embraer in ATR. Ponujajo servisiranje trupa, delov, modifikacij, pristajalne opreme, motorja, zamenjave delov, strukturne zamenjave, kompozitne zamenjave, ultrasonične preglede, termografične preglede, rentgen, kabinsko re-konfiguracijo, raztrganje letala, barvanje, metalna dela in strukturne poškodbe, zavore in kolesa itd. Od tem ponujajo tudi dnevno,

tedensko, rutinsko in pred-poletno inspekcijo letal. Ponujajo tudi tako imenovane A-preglede, servisiranje napak, odpravljanje težav na vpoklic, komisijsko testiranje delovanja motorjev, nerazorno testiranje »NDT«, zagon letal in hrambo letal. Sami usposablajo, trenirajo in certificirajo popraviljalce letal.

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je D2, kar pomeni, da podjetje posluje podpovprečno, v prihodnje ima napovedano stabilno poslovanje. Podjetje ima lahko manjše likvidnostne težave in obenem dosega povprečno donosnost. Dodatno je dinamična ocena podjetja ++, kar pomeni manj tvegano dejavnost podjetja. Regija sedeža podjetja je manj tvegana. Podjetje ima utečeno poslovanje brez neporavnanih obveznosti do FURS-a. Podjetje je brez blokad v zadnjih 12 mesecih. Skupni znesek tožb zoper podjetja v zadnjih dveh letih je manj kot ca. 400 €. Finančni podatki kažejo na povečan delež dolga v financiranju, manjšo kreditno izpostavljenost in povprečen koeficient likvidnosti (povzeto po GVIN, 2019).

Priloga 9: Opis podjetja Adria Airways

Adria Airways je podjetje, registrirano za opravljanje dejavnosti potniškega zračnega prometa s sedežem v Zgornjem Brniku, ob letališču Jožeta Pučnika. Podjetje je bilo leta 2016 privatizirano. Kupec podjetja je bil AA INTERNATIONAL AVIATION HOLDING GMBH, za katerim stoji nemški investicijski sklad 4K (povzeto po Bisnode, 2019).

Okrožno sodišče v Kranju je s sklepom opr. št. St 2704/2019 z dne 2. 10. 2019 začelo stečajni postopek nad dolžnikom: ADRIA AIRWAYS, Slovenski letalski prevoznik, d. o. o. Adria Airways je s 1. 10. 2019 zaradi stečaja odpovedala vse lete. Rok prijave terjatev je bil 3. 1. 2020 (Adria Airways spletna stran, 2019).

Leta 1961 je bila ustanovljena slovenska letalska družba Adria Aviopromet, povzeto po poročilih Adria Airways (2000–2019). V avgustu istega leta je družba kupila dve letali DC-6B in pričela z letenjem komercialnih letov. Že konec leta 1961 je podjetje letelo s svojo posadko. V naslednjih nekaj letih je bila družba znana po opravljanju turističnih, čarterskih letov iz Nemčije, Nizozemske in severnega dela Evrope v prostore Jugoslavije. V naslednjih nekaj letih, po odprtju Aerodroma Ljubljana, se je družba iz Zagreba preselila na Brnik. Leta 1969 je družba kupila prvo letalo na reaktivni pogon, McDonnell Douglas DC-9-30 s 115 sedeži. Istega leta so odprli tudi prvo redno linijo Ljubljana–Beograd. Že proti koncu prvega desetletja obstoja se je podjetje soočalo z likvidnostnimi težavami, katere je rešilo skozi postopek prisilne poravnave.

Po letu 1970 je z modernizacijo flote podjetje pridobilo še štiri letala na reaktivni pogon ameriškega podjetja Douglas. Leta 1972 je Adria z najetim letalom DC-8-55 vzpostavila redno povezavo v ZDA in Kanado. Vendar se redne linije izven Jugoslavije v tistem času niso dobro obnesle, zato se je podjetje še bolj posvečalo čarterskim letom. Leta 1975 se je na letu iz Tivata v Prago zgodila prva letalska nesreča podjetja. Nesreča je bila napaka pilota, ki se je zanašal na sistem ILS vodenja po višini, za katerega je bilo znano, da v gosti megli ne deluje. Letalo je pristalo v koritu reke Vltave, kjer se je zaletelo v njen breg. Od 120 potnikov in članov posadke na krovu je umrlo 75 ljudi. Leta 1976 se je zgodila druga nesreča, kjer sta se nad Hrvaško v zraku zaleteli letali Adria in British Airways-a. Umrlo je vseh 176 ljudi na krovu obeh letal, od tega 113 na krovu Adria. Trčenje letal je bilo posledica napak kontrolorjev v zagrebški kontroli letenja, ki so zaradi slabega sistema vodenja, preobremenjenosti in predvsem slabe medsebojne komunikacije dopustili letenje letal na isti višini.

V letu 1980 je bila Adria že znana letalska družba po Evropi s svojimi rednimi, predvsem pa turističnimi leti. V letu 1981 je podjetje kupilo tri nova, sodobna letala McDonnell Douglas MD-80. A že konec leta je podjetje v najhujši letalski nesreči v zgodovini podjetja in države izgubilo eno letalo. Dne 1. 12. 1981 je letalo Adria pri pripravi na pristajanje na zahtevnem letališču v Ajacciu na Korziki trčilo v goro. V trčenju je umrlo vseh 180 potnikov na krovu letala. Trčenje letala je bilo zopet posledica pilotske napake, saj se ni pravočasno odzval na

opozorila letala, da se približuje terenu. Do leta 1984 je poslovanje podjetja temeljilo na turističnih letih in povezovalnih letih ter linijami znotraj Jugoslavije. Leta 1984 je podjetje uvedlo prvo mednarodno linijo, in sicer Ljubljana–Beograd–Larnaca, Ciper. Poslovanje po letu 1985 je bilo eno najboljših v zgodovini, saj je leta 1987 tudi Aerodrom Ljubljana beležil najvišje število potnikov. Tako je Adria kupila pet novih letal Airbus A320. Prvo je prispelo leta 1989, dva 1990, ostala dva pa nikoli. Podjetje je kupilo tudi dve novi letali Dash 7. Leta 1986 je imela Adria v lasti kar trinajst letal. V rekordnem letu 1987 je Adria prepeljala 1,7 milijona potnikov. Zaradi programa o rekonstrukciji je podjetje zapustilo združenje Inex in postalo neodvisna letalska družba z imenom Adria Airways in v kratkem postalo tudi članica IATA.

Po letu 1990 je Adria prešla v težavno obdobje zaradi razpada Jugoslavije, formiranja nove države in izgube velikega števila trgov. Še več, 28. 6. 1991 so jugoslovanska vojna letala napadla hangar na Brniku ter poškodovala štiri letala podjetja. Dolgoročni dolg podjetja je v tem obdobju znašal skoraj 190 milijonov evrov. Po končani vojni in ponovnem odprtju letalskega prostora se je poslovanje stabiliziralo, vendar so se izgube nadaljevale. Podjetje je v tem obdobju vedno dosegalo izgubo, vendar uspelo realno znižati dolg. Šele leta 1997 je po sanaciji in končanem procesu lastninjenja družba poslovala pozitivno. V lastninjenju je podjetje ostalo v večinski lastni države ter tako postalo slovenska nacionalna družba. S tem se je začela tudi širitev na evropske trge.

Novo tisočletje se je začelo z vzpostavljanjem novih linij, ki temeljijo predvsem na povezovanju regije Balkana z zahodnim delom Evrope. Leto 2001 je bilo zaradi terorističnih napadov slabše leto tudi za Adrio. Sodelovanje z Bombardierom se je kazalo tudi v odvisni družbi Adrii Tehnika. Adria Airways se je koncentrirala predvsem na Bombardierova CRJ letala, Adria Tehnika pa je dobila status pooblaščenega serviserja le-teh. V letu 2004 je Adria prevzela že šesto CRJ letalo in se konec leta pridružila največjemu svetovnemu združenju prevoznikov Star Alliance, kar je veljalo za velik uspeh v podjetju. V naslednjih letih je podjetje veliko kupovalo, prodajalo in tudi najemalo letala. Leta pred krizo so zaznamovale tudi sanacije, dokapitalizacije in spremembe v vodstvu podjetja. Vse višje cene letalskih pogonskih goriv in obdobje krize v letu 2008 so močno prizadele podjetje. Zavedati se je treba, da je cena nafte na trgu glavni dejavnik in najvišji variabilni strošek podjetja, ki se lahko ureja le z dolgoročnimi pogodbami, katere v tem obdobju niso bile možne, in z izvedenimi finančnimi instrumenti na trgu, katerih cene so visoke. Tako je podjetje po letu 2008 pridelalo več deset milijonske zgube, ki bi brez več državnih dokapitalizacij v višini 65 milijonov evrov pomenile gotov propad podjetja. Kasneje se je izkazala za problematično predvsem dokapitalizacija v letu 2007, saj jo je sodišče EU obravnavalo za nedovoljeno državno pomoč. V začetku leta 2016 je prišlo do prodaje Adrie nemškemu skladu 4K Invest za kupnino sto tisoč evrov plus milijon evrov dokapitalizacije. Ob tem je za dokapitalizacijo prispevala 3,1 milijona evrov tudi država. Novi lastnik podjetja si je zadal visoko leteče načrte, vendar družbe ni uspel upravljati oziroma ni razumel poslovanja letalske družbe. Odpiral je nove linije in zapiral stare ter poskušal z reorganizacijo in računovodskimi

manevri. S tem je družbo pripeljal do visokih odlivov in izgube večine sredstev, ki jih je družba imela v lasti. Zadnji let je Adria opravila na dan 29. 9. 2019 iz Pariza v Ljubljano. Na letu je bila odbojarska reprezentanca Slovenije, ki je tisti dan osvojila srebrno medaljo na evropskem prvenstvu. Zgodovina podjetja se je končala že naslednji dan, po dobrih osemindesetih letih delovanja, z vložitvijo predloga za uvedbo stečajnega postopka (Adria, 2019).

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je E2, kar pomeni, da podjetje slabo posluje, v prihodnje ima napovedano stabilno poslovanje. Podjetje ima lahko likvidnostne težave in obenem dosega povprečno donosnost.. Dodatno je dinamična ocena podjetja -, kar pomeni manj tvegano regijo sedeža podjetja. Podjetje je gospodarska družba in je zavezanec za DDV in v zadnjem letu ni zaprlo nobenega transakcijskega računa. V zadnjih dveh letih ni podatkov o blokadi ali pa je bila zadnja blokada pred več kot 18 meseci. Skupni znesek tožb zoper podjetje v zadnjih treh letih se giblje od 12 tisoč do 59 tisoč evrov. Finančni podatki kažejo na slabo razmerje med zadolženostjo in kreditno izpostavljenosti. Dinamična ocena temelji na letu 2018 (povzeto po GVIN, 2019).

Priloga 10: Opis podjetja Cimos

Cimos, d. d., je podjetje, registrirano za primarno dejavnost litja lahkih kovin s sedežem v Kopru. V podjetju ustvarjajo novo pot na področju razvoja in proizvodnje avtomobilskih delov. So mednarodno priznan dobavitelj za svetovne proizvajalce avtomobilov in večje systemske dobavitelje avtomobilskih proizvajalcev. Poleg njihove osnovne dejavnosti vzporedno razvijajo še področje kmetijske mehanizacije in investicijske opreme. Današnji lastnik podjetja je TCH S.R.L., ki je podjetje v letu 2016 preko TCH Cogeme, katerih lastnik je Palladio Finanziaria, tudi privatiziral (povzeto po Bisnode, 2019).

Podjetje Cimos (povzeto po Cimos, 2016) je bilo ustanovljeno leta 1972 s strani treh podjetij, iz katerih izhaja tudi ime podjetja. To so Citroën, Iskra in Tomos. V začetku so se ukvarjali z izdelovanjem avtomobilskih delov ter montažo Citroënovih avtomobilov. Tako je Citroën Diana predstavljal v začetnih letih glavnino prometa tovarne. V letu 1980 so zgradili novo upravno stavbo v Kopru. Že konec istega leta se je podjetje soočalo s težavami, ki so se končale s sanacijo podjetja. Kot posledica sanacije so v naslednjem letu zaprle tovarno v Šempetru, kjer so do tedaj proizvajali Diano. Leta 1989 je podjetje pridobilo prva naročila s strani drugih proizvajalcev, saj je do tedaj pretežno proizvajalo za tri ustanovitelje podjetja. Prva naročila so prispela s strani BMW-ja in Rockwell-a.

Po težkih letih za podjetje, ko se je Slovenija osamosvajala, se je v letu 1996 zgodila še ena katastrofa. Eden glavnih partnerjev podjetja, Citroën, je prekinil kooperacijsko pogodbo, kar je privedlo do zastoja v podjetju. Preko prisilne poravnave se je zopet začel postopek sanacije podjetja. V tem obdobju podjetje z novo upravo postavi nove temelje sodobnega Cimos. Podjetje se namreč prestrukturira v strateškega dobavitelja avtomobilskih delov za večje število kupcev, primarno avtomobilskih proizvajalcev. Po končanem lastninjenju v letu 1997 v naslednjem letu so delničarji imenovali novo upravo. Do konca tisočletja je podjetje odprlo tovarno v Buzetu na Hrvaškem.

V letu 2000 je Cimos postal nosilec projekta Slovenski avtomobilski grozd, s katerim je želelo ministrstvo za gospodarstvo pospešiti industrijsko proizvodnjo in izvoz v Sloveniji. V letu 2001 se je zgodila nova dokapitalizacija podjetja in ustanovitev podružnic TAM Ai in Livarne Titan. V letu 2002 je največji delničar postal KAD. Po letu 2003 je podjetje pričelo s širitvijo. V letu 2003 je že postalo večinski lastnik Litostroja E.I., v letu 2005 pa je odprlo tovarni v Kikindi, Srbija in v Srebrenici, Bosna. V letu 2006 je podjetje kupilo še železarno v Zenici, Bosna, postavilo obrat v Novem Kneževcu, Srbija in kupilo delnice ČKD Blansko Engineering podjetja iz Češke. Dodatno je v letu 2007 podjetje kupilo še družbo Krušik Valjevo, Srbija in odprlo tovarno v Sečnju, Srbija. Na podlagi naštetih prevzemov postane jasno, kaj se je zgodilo v letu 2008, ko je nastopila svetovna gospodarska kriza, padec povpraševanja in naročil, podjetje pa je še vedno imelo veliko dolgov, katere je bilo potrebno financirati. Cimosovo premoženje se je tako v desetih letih povečalo za več kot 4,5-krat. Premoženje pa je začelo padati šele po koncu leta 2011 (Bisnode, 2019).

V letu 2008 je imelo podjetje (povzeto po Bisnode, 2019) skoraj 400 milijonov evrov prihodkov in skupaj zaposlovalo skoraj 7000 ljudi. V obdobju gospodarske krize je imel Cimos visok dolg, ki se je počasi oziroma slabo financiral, predvsem je iz dolgoročnega prešel v kratkoročni. Kljub temu da je Cimos ohranil prodajne rezultate na visoki ravni, pa se je povečanje zahtev v bankah po vračilu dolga in višjih obrestih na dolg stopnjevalo vse do leta 2014. V letu 2014 so finančni problemi prešli tudi v proizvodnjo in uvedena je bila prisilna poravnava zaradi insolventnosti podjetja. Prijavljenih terjatev je bilo za 287 milijonov evrov. Danes je podjetje pod okriljem italijansko-ameriškega lastništva, ki je v podjetju skrčilo sredstva in optimiziralo proizvodnjo. Poleg Kopra ima podjetje še štiri podružnice, ki se nahajajo v Ljubljani, Mariboru, Kamniku in Senožečah (TCH, 2019).

Bonitetna ocena podjetja, ki temelji na finančnih podatkih za leto 2018, je B2, kar pomeni, da podjetje posluje dobro, v prihodnje ima napovedano stabilno poslovanje. Podjetje ima lahko manjše likvidnostne težave in obenem dosega nadpovprečno donosnost. Dodatno je dinamična ocena podjetja ++, kar pomeni manj tvegano dejavnost, regija in sedež podjetja sta bolj tvegana. Podjetje ima dolgoletno utečeno poslovanje brez neporavnanih obveznosti do FURS-a in je brez blokad v zadnjih 12 mesecih. Skupni znesek tožb zoper podjetje v zadnjih dveh letih je manj kot ca. 400€. Finančni podatki kažejo na nižjo zadolženost, majhno kreditno izpostavljenost iz poslovanja in visok koeficient likvidnosti (povzeto po GVIN, 2019).

Priloga 11: Altman Z-score rezultati

Altman Z-score: Helios	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,50	0,38
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	0,02	0,10
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	0,08	0,34
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	1,22	1,30
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	1,11	1,24
Z:	2,94	3,37

Altman Z-score: Fotona	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,35	0,32
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	0,07	0,29
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	0,11	0,76
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	4,48	4,06
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	1,09	1,33
Z:	6,09	6,75

Altman Z-score: Letrika	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,35	0,26
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	0,05	0,15
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	0,17	0,26
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	0,91	1,14
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	1,56	1,58
Z:	3,04	3,39

Altman Z-score: Aerodrom	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,01	(0,01)
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	0,06	0,11
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	0,16	0,30
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	17,26	4,77
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	0,27	0,36
Z:	17,76	5,53

Altman Z-score: Žito	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,27	0,23
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	0,02	0,06
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	0,11	0,14
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	1,72	1,57
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	0,96	1,00
Z:	3,08	3,00

Altman Z-score: NKBM	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,35	0,53
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	0,01	0,03
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	(0,17)	0,03
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	0,82	0,78
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	0,05	0,04
Z:	1,07	1,41

Altman Z-score: Elan	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,35	0,53
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	0,01	0,03
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	(0,17)	0,03
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	0,82	0,78
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	0,05	0,04
Z:	1,07	1,41

Altman Z-score: A.Tehnika	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,23	0,27
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	(0,00)	(0,03)
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	0,06	(0,03)
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	0,89	1,03
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	1,13	1,49
Z:	2,31	2,74

Altman Z-score: Adria	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	(0,42)	(0,65)
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	(0,12)	(0,34)
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	(0,22)	(0,66)
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	0,79	0,66
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	3,32	3,69
Z:	3,36	2,70

Altman Z-score: Čimos	Pred	Po
(Obratni kapital / Bilančna vsota * 1,2)	0,29	0,08
(Zadržan dobiček / Bilančna vsota * 1,4)	(0,33)	(0,31)
(EBIT / Bilančna vsota * 3,3)	(0,22)	(0,24)
(Tržna kapitalizacija / Skupaj obveznosti * 0,6)	0,49	0,99
(Celotna prodaja / Bilančna vsota * 1,1)	2,10	2,07
Z:	2,32	2,59

Priloga 12: Beneish M-score

Beneish M-score: Helios	Pred	Po
DSRI	0,93	0,93
GMI	0,98	0,95
AQI	1,96	0,91
SGI	1,02	0,95
DEPI	1,01	0,96
SGAI	0,96	1,10
TATA	0,01	(0,05)
LVGI	0,98	0,86
M:	(2,08)	(2,86)

Beneish M-score: Fotona	Pred	Po
DSRI	1,13	1,03
GMI	0,96	1,01
AQI	0,82	0,97
SGI	0,92	1,16
DEPI	1,06	1,05
SGAI	0,98	0,92
TATA	(0,04)	(0,18)
LVGI	0,79	0,91
M:	(2,61)	(3,08)

Beneish M-score: Letrika	Pred	Po
DSRI	1,12	0,98
GMI	0,99	0,95
AQI	0,92	0,90
SGI	1,02	1,08
DEPI	0,94	1,00
SGAI	1,01	0,98
TATA	0,03	0,05
LVGI	0,95	0,76
M:	(2,24)	(2,19)

Beneish M-score: Aerodrom	Pred	Po
DSRI	0,80	0,74
GMI	1,01	0,95
AQI	0,77	0,74
SGI	1,01	1,03
DEPI	0,80	1,03
SGAI	1,00	0,96
TATA	0,04	0,03
LVGI	1,14	1,08
M:	(2,63)	(2,71)

Beneish M-score: Žito	Pred	Po
DSRI	0,94	1,26
GMI	1,01	1,02
AQI	1,04	0,48
SGI	1,03	0,95
DEPI	1,03	1,13
SGAI	0,97	0,98
TATA	0,00	(0,01)
LVGI	0,95	1,15
M:	(2,46)	(2,55)

Beneish M-score: NKBM	Pred	Po
DSRI	1,12	0,82
GMI	2,36	1,10
AQI	0,89	1,13
SGI	0,95	0,93
DEPI	1,01	0,88
SGAI	0,93	1,18
TATA	(0,09)	(0,16)
LVGI	0,97	1,00
M:	(2,13)	(3,42)

Beneish M-score: Elan	Pred	Po
DSRI	0,98	0,97
GMI	1,00	1,00
AQI	1,01	1,01
SGI	1,01	1,15
DEPI	0,98	1,17
SGAI	1,00	1,10
TATA	(0,02)	(0,01)
LVGI	1,28	1,03
M:	(2,66)	(2,45)

Beneish M-score: A.Tehnika	Pred	Po
DSRI	1,11	1,36
GMI	0,99	1,00
AQI	1,20	0,93
SGI	0,89	0,99
DEPI	1,00	0,84
SGAI	1,13	1,02
TATA	0,02	0,04
LVGI	0,96	0,98
M:	(2,30)	(1,99)

Beneish M-score: Adria	Pred	Po
DSRI	1,08	0,73
GMI	0,95	1,02
AQI	1,05	0,92
SGI	1,05	1,13
DEPI	0,66	1,32
SGAI	0,99	1,07
TATA	0,10	0,04
LVGI	1,19	1,25
M:	(1,98)	(2,45)

Beneish M-score: Cimos	Pred	Po
DSRI	0,85	1,22
GMI	0,94	1,02
AQI	3,26	1,05
SGI	0,93	0,88
DEPI	1,52	0,11
SGAI	1,90	0,86
TATA	(0,01)	0,17
LVGI	0,47	0,92
M:	(1,75)	(1,62)