

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
POSEBNOSTI VREDNOTENJA LUKE KOPER

LJUBLJANA, JANUAR 2007

JURE JELERČIČ

Študent Jure Jelerčič izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Sergeje Slapničar, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 17. 1. 2007

Podpis: _____

KAZALO

1 UVOD	5
1.1 NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA	6
1.2 STRUKTURA DELA	7
2 PREGLED METOD VREDNOTENJA	8
2.1 NA DONOSU ZASNOVAN PRISTOP K VREDNOTENJU PODJETIJ	8
2.1.1 Metoda diskontiranega denarnega toka (donosnostni način)	8
2.1.2 Metoda kapitalizacije donosov	10
2.2 METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ (TRŽNI NAČIN)	11
2.2.1 Metoda na borzi uvrščenih podjetij	11
2.2.2 Metoda primerljivih transakcij	13
3 PREDSTAVITEV PODJETJA	14
3.1 SPLOŠNO O PODJETJU	14
3.2 ZGODOVINA PODJETJA	15
3.3 DEJAVNOST PODJETJA	15
3.4 OPIS SEDANJIH IN POTENCIALNIH TRGOV	16
3.5 OPIS POSLOVODSTVA	18
3.6 ORGANIZACIJA IN KADRI	18
3.7 SESTAVA LASTNIŠTVA	20
4 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA VREDNOST PODJETJA	22
4.1 MAKROEKONOMSKI DEJAVNIKI	22
4.1.1 Aktualna gospodarska gibanja v svetu	22
4.1.2 Aktualna gospodarska gibanja v Sloveniji	23
4.1.3 Obeti in pričakovanja za leti 2007 in 2008	23
4.1.2 Napoved gospodarske rasti po letu 2008	25
4.2 DEJAVNIKI PANOGE	25
4.2.1 Splošno o logistiki	25
4.2.2 Porterjeva analiza panoge	27
4.2.3 SWOT analiza	31
4.2.4 Trendi v dejavnosti podjetja	33
4.2.5 Ključni dejavniki uspeha panoge	34
4.2.6 Faza razvoja podjetja	35
4.2.7 Konkurenca med pristanišči	36
4.3 FINANČNA ANALIZA PODJETJA LUKA KOPER	38
4.3.1 Analiza izkaza poslovnega izida	38
4.3.2 Analiza bilance stanja	41
4.3.3 Analiza kazalcev uspešnosti poslovanja	42
4.3.4 Analiza poslovnih politik	44
5 POSEBNOSTI PRI VREDNOTENJU LUKE KOPER	48
5.1 POSEBNOSTI PRI VREDNOTENJU LASTNIŠKIH DELEŽEV	48
5.1.1 Vrsta vrednosti	48
5.1.2 Nakup manjšinskega deleža kotirajočih navadnih delnic	48
5.1.3 Nakup manjšinskega deleža prednostnih delnic (brez kontrolnega vpliva)	49
5.1.4 Nakup večinskega deleža podjetja – vse prednostne delnice in dva odstotka državnih navadnih delnic ali večinski delež navadnih delnic	50
5.2 DRŽAVNO LASTNIŠTVO IN PREDNOSTNE DELNICE	52
5.2.1 Prednostne delnice	53
5.3 OMEJENE KAPACITETE	54

5.3.1 Drugi tir železniške proge Koper–Divača	54
5.3.2 Tretji pomol	55
5.4 PRISTANIŠKA UPRAVA	56
6 OCENA VREDNOSTI LUKE KOPER	58
6.1 DATUM VREDNOTENJA PODJETJA	58
6.2 INFORMACIJE O PODJETJU, KI ŠE NISO VKLJUČENE V BILANCE 2005	58
6.2.1 Nove pogodbe v letu 2006	58
6.2.2 Pomembne novice v letu 2006	59
6.3 REZULTATI VREDNOTENJA	59
6.3.1 Metoda diskontiranega denarnega toka	60
6.3.2 Metoda primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij	70
6.3.3 Metoda primerljivih transakcij	72
6.4 NEPREDVIDENE SPREMEMBE IN ANALIZA OBČUTLJIVOSTI	74
7. SKLEPNE UGOTOVITVE	77
8 LITERATURA IN VIRI	79
8.1 LITERATURA	79
8.2 VIRI	82
9 PRILOGE	84

1 UVOD

Vrednost podjetja je eden izmed bistvenih finančnih kazalcev, v katerem se zrcalijo politike podjetja: poslovne odločitve, uspešnost pretvarjanja prostih denarnih sredstev v naložbe in stopnje zadolževanja (Copeland et al., 1996, str. 3). Ugotovitve vrednosti podjetja so večplastne in namenjene različnim skupinam uporabnikov. Mali finančni vlagatelji so le ena izmed skupin, ki uporabljajo ceno podjetij pri svojih odločitvah. Poznavanje vrednosti podjetja je v interesu posloводства, potencialnih zunanjih strateških lastnikov, konkurenčnih družb in notranjih lastnikov. Vrednost podjetja se za različne skupine uporabnikov izračuna različno glede na paket upravljalskih pravic, ki jih lastnik dobi z nakupom oz. glede na likvidnost delnice, to pa vpliva na stroške prodaje lastniškega paketa. Zato so poleg osnovne notranje vrednosti delnice podjetja kot dodatek vključeni tudi popravki vrednosti – diskonti, potrebni zaradi šibke tržljivosti¹ delnic (kar zadeva prednostne delnice v lasti države), ter premije za kontrolni delež (v primeru prodaje delnic strateškimi vlagateljem).

V magistrskem delu je predstavljeno vrednotenje družbe Luka Koper. Analiza je narejena na podlagi javno dostopnih informacij in je namenjena zunanjim vlagateljem. Finančne institucije, ki svetujejo tej skupini uporabnikov, najpogosteje uporabljajo metodo diskontiranih denarnih tokov in znotraj nje model CAPM, ki se je pri ugotavljanju vrednosti ob zahtevanem strošku kapitala izkazal kot najustreznejši. Na podlagi rezultatov vrednotenja je mogoče oceniti, ali je borzna cena primerna ali pa je delnica podcenjena oz. precenjena.

Četudi je metodologija s področja vrednotenja v uporabi že več kot desetletje, se primeri iz predhodne prakse med podjetji zelo težko prenašajo. Vsako podjetje ima namreč svoje posebnosti, ki vplivajo na ocenjeno vrednost, pri čemer vrednotenje podjetja Luke Koper predstavlja svojevrsten izziv. Družba ima za sabo posebno privatizacijo, zato se je znašla v položaju, v katerem je z vidika vlagatelja naložba v delnice Luke Koper zelo negotova. Težave so tudi glede primerjav uspešnosti s konkurenti, saj je Luka monopolist ter tako nima direktnega domačega konkurenta. Tako je primerjanje možno le s tujimi pristanišči, ki pa poslujejo v precej drugačnih pogojih, dostopnost do informacij o njih je težka, saj mnoga ne kotirajo na borzi.

Značilnosti Luke Koper pri vrednotenju zahtevajo postopno in natančno obravnavo. Prva takšna lastnost je lastništvo podjetja, ki je v primerjavi s konkurenčnimi tujimi pristanišči nenavadno. Po sklenjenem dogovoru v času privatizacije je bilo nemogoče natančno določiti vrednosti zemljišča, obale, nepremičnin in že zgrajene infrastrukture. Sprejet je bil kompromis o ogromni izdaji prednostnih delnic, ki so tako del osnovnega kapitala kot tudi poseben finančni inštrument. Nimajo sicer toliko glasovalnih in odločevalskih pravic kot navadne delnice, vendar bistveno več od klasičnih prednostnih delnic (brez glasovalnih pravic), ki so pogoste pri drugih podjetjih doma in v tujini. V primeru dividend pod pragom 1

¹ Ang. Marketability.

% dividendnega donosa se spremenijo v navadne delnice. Prednostnih delnic je izjemno veliko (49 % celotnega kapitala). Ker poskusov nakupa tega deleža še ni bilo, je težko oceniti, po kolikšni ceni so jih lastniki pripravljeni ponuditi in kupci kupiti. S pojmovanjem prednostnih delnic je povezano tudi vprašanje stroška kapitala, saj je v splošnem strošek prednostnih delnic nižji kot pri navadnih.

Druga večja dilema magistrskega dela se nanaša na vprašanje, kje in kako vključiti potrebo po povečanih kapacitetah podjetja, ki vplivajo na napovedi rasti denarnih tokov. V prostorskih načrtih v preteklosti ni bila upoštevana potreba po povečevanju površin, kot posledica rasti pristanišča. Za prihodnje načrte Luke, ki bi jih glede na potrebe morali nujno izpeljati v roku treh let, so prostorski akti sicer v izdelavi, a se izvedba lahko zavleče. Tretji pomol, ki je ključnega pomena za doseganje predvidenih rasti, je tako za zdaj šele v fazi prostorskega načrtovanja. Problematična je tudi napoved financiranja teh povečanih kapacitet, kar vpliva na definiranje strukture kapitala. Zavlačevanje izgradnje drugega tira železniške proge od Divače do Kopra se prav tako lahko odrazi v nižji rasti Luke Koper. Zaradi zahtevnosti gradnje in predvsem cene se izgradnje do sedaj ni lotila še nobena vlada. Konzorcij slovenskih podjetij, med njimi Slovenske železnice, Intereuropa ter sama Luka Koper, se je pripravljen povezati, a je naložba zelo tvegana. S posodobitvijo prvega tira se je prepustnost nekoliko povečala, vendar bo v nekaj letih železniški koridor ponovno postal ozko grlo.

Omenjeni posebnosti vplivata na dva elementa vrednotenja: na izračun stroška kapitala in napovedi rasti denarnih tokov. Izračun tehtanega stroška kapitala je v primeru Luke Koper otežen in predstavlja v Sloveniji edinstven primer. Odvisen je tudi od sprememb v zadolževanju, ki so za slovenska podjetja na splošno težko napovedljive, za Luko Koper pa še toliko bolj, saj je vprašanje, v kolikšni meri bi država s kapitalom lahko financirala tolikšno povečanje kapacitet. V primeru, da tega ne bi storila, bi bila vprašljiva izguba kontrolnega deleža. Pri iskanju argumentov za posamezne posebnosti se je zato nujno obrniti na empirična dejstva s tujih trgov ter na strokovno literaturo s tega področja.

1.1 NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Namen dela je podati čim bolj verodostojno, pošteno in nepristransko sliko vrednosti podjetja, ki temelji na vseh javno dostopnih informacijah. Osnovni smoter dela je predstaviti problematiko vrednotenja delujočega podjetja, katerega donosnost je višja kot vrednost likvidiranih sredstev. Kot vsaka cenitev tudi ta temelji na predpostavkah, natančno opredeljenih v poglavju o vrednotenju Luke Koper. Predpostavke so delno osnovane na obstoječih javnih virih, predvsem pa temeljijo na avtorjevih prepričanjih o gibanju panoge, trendih in dogajanju v regiji.

Čeprav je na donosih temelječ način vrednotenja v praksi že preizkušen, posebnosti, ki jih vsebuje vrednotenje Luke Koper, niso vsakdanje. Cilj magistrske naloge je torej uporaba uveljavljenega teoretičnega pristopa vrednotenja ter vsebinski smiselni prenos na praktičen

primer slovenskega podjetja. Pri tem so utemeljeni argumenti za vsak korak cenoitve, dodan je opis alternativnih možnosti. Vrednotenje je izpeljano na podlagi načela previdnosti.

1.2 STRUKTURA DELA

Uvodni del naloge je teoretičen. Drugo poglavje vsebuje metodologijo vrednotenja podjetij in opisno razlaga postopke CAPM modeliranja, ki so bili kasneje uporabljeni na praktičnem primeru podjetja Luke Koper. Tretje poglavje je opis podjetja, saj na podlagi relevantnih informacij iz preteklih letnih poročil najprej poda splošno sliko o družbi, ki je predmet analize, nato pa podatke razdeli po posameznih področjih. Vključene so osnovne informacije o poslovanju, obstoječih in potencialnih trgih, strukturi in značilnostih lastništva idr.

Četrto in peto poglavje predstavljata dejavnike, ki vplivajo na notranjo ceno delnice družbe. Modela diskontiranih denarnih tokov ter CAPM model namreč zahtevajo čim natančnejšo utemeljitev uporabljenih števil, saj lahko minimalne razlike ali napake močno vplivajo na rezultat. Ker lahko srednjeročne ali dolgoročne napovedi temeljijo le na obstoječih informacijah iz okolja, so v teh dveh poglavjih opisane, razvrščene, ovrednotene tudi njihov realni pomen. Šele nato so bile lahko te informacije uporabljene v kvantitativni obliki.

Jedro naloge predstavlja šesto poglavje, v katerem so po korakih predstavljene predpostavke, na katerih temelji dobljena notranja ocena vrednosti. Postavke so razvrščene v enakem zaporedju, kot se pojavljajo znotraj Excelovega modela, ki je bil zgrajen z namenom cenoitve Luke Koper.

V sklepni fazi magistrskega dela so primerjane vrednosti, dobljene ob uporabi posameznih metod vrednotenja. Če se pojavijo odstopanja in razlike, so le-ta razložena. Vplivi glavnih komponent modelov diskontiranih denarnih tokov in CAPM (beta, dolgoročna rast, odstopanja od načrtovanih investicij idr.) so prikazani v analizi občutljivosti. Analiza dejavnikov notranjega in zunanjega okolja podjetja ter njihov vpliv na oceno vrednosti ob različnih predpostavkah finančnim vlagateljem pomaga pri razumevanju naložbe v Luko Koper.

2 PREGLED METOD VREDNOTENJA

Splošno sprejeta teorija vrednosti podjetja pravi, da vrednost podjetja opredeljujejo prihodnji donosi podjetja. Vrednost podjetja je enaka vsoti sedanjih vrednosti pričakovanih donosov podjetja, ki se kažejo v obliki čistih denarnih tokov, diskontiranih z diskontno mero, ki odraža časovno vrednost denarja in tveganje, povezano z ustvarjanjem donosov podjetja.

Aplikacija splošno sprejete teorije vrednosti podjetja pri vrednotenju podjetij v praksi predstavlja enega največjih izzivov ocenjevalcev vrednosti podjetij. Zaradi problematičnosti napovedovanja rezultatov poslovanja podjetja oziroma pričakovanih donosov podjetja v prihodnosti se v praksi pri vrednotenju podjetij uporabljajo tudi pristopi, ki namesto na prihodnjih rezultatih podjetja temeljijo na preteklih rezultatih, čeprav ta odstopanja ne pomenijo nujno tudi nekonsistentnosti s pojmovanjem vrednosti podjetja po splošno sprejeti teoriji vrednosti podjetja.

Ameriško združenje ocenjevalcev (ang. American Society of Appraisers (Fishman et al., 2002, str. 2–5) loči tri osnovne pristope k vrednotenju podjetij:

- Pristop, zasnovan na donosu ,
- pristop, temelječ na tržnih primerjavah,
- pristop, zasnovan na sredstvih².

2.1 NA DONOSU ZASNOVAN PRISTOP K VREDNOTENJU PODJETIJ

Na donosu zasnovan pristop k vrednotenju podjetij je najbližje pojmovanju vrednosti podjetja po splošno sprejeti teoriji vrednosti podjetja, ki pravi, da vrednost podjetja opredeljujejo pričakovani donosi podjetja. Glede na različno obravnavo tveganja, ki ga lahko upoštevamo v diskontni meri ali v pričakovanih donosih, poznamo v okviru te metode metodo diskontiranih donosov in metodo kapitalizacije donosov.

2.1.1 Metoda diskontiranega denarnega toka (donosnostni način)

Po metodi diskontiranih donosov izračunamo vrednost podjetja kot vsoto sedanjih vrednosti pričakovanih donosov podjetja. Metoda zahteva izdelavo projekcije pričakovanih donosov podjetja, običajno v obdobju od 5 do 10 let. Pri diskontiranju uporabimo diskontno mero, ki odraža časovno vrednost denarja in tveganje, povezano z ustvarjanjem donosov podjetja.

Ker se večina naložb v lastniški kapital podjetja obravnava kot trajne naložbe, je smiselno vsoti sedanjih vrednosti donosov podjetja prišteti sedanjo vrednost donosov, ki jih bo podjetje ustvarjalo v času po napovedanem obdobju – preostalo vrednost (ang. terminal value). Za

² Na sredstvih osnovan pristop je nemogoče izpeljati le na podlagi javno dostopnih informacij in brez sodelovanja s podjetjem, zato v delu ne bo uporabljen.

določanje preostale vrednosti se uporabljajo različne metode. Če ocenjujemo, da ima naložba v podjetje omejen rok trajanja, za preostalo vrednost uporabimo likvidacijsko vrednost podjetja ob koncu obdobja trajanja. Preostalo vrednost je možno določiti tudi z uporabo tržnih mnogokratnikov, kar ima lahko pomembne pomanjkljivosti.³ Običajno pa se za izračun preostale vrednosti uporablja metoda kapitalizacije donosov – Gordonov model rasti.

Vrednost podjetja je po metodi diskontiranih donosov enaka vsoti sedanjih vrednosti pričakovanih donosov podjetja v napovedanem obdobju, ki se najboljše kažejo v obliki pričakovanih čistih denarnih tokov podjetja (FCF), in sedanje vrednosti preostale vrednosti. Če se preostala vrednost izračuna z uporabo Gordonovega modela rasti, ki predpostavlja konstantno stopnjo rasti (g) normaliziranega donosa, in sicer v obliki pričakovanega normaliziranega čistega denarnega toka podjetja (FCF_N) v neskončnost, in diskontno mero (d), se lahko izračuna vrednost podjetja s formulo:

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+d)} + \frac{FCF_2}{(1+d)^2} + \frac{FCF_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+d)^n} + \frac{\frac{FCF_N \cdot (1+g)}{(d-g)}}{(1+d)^n} \quad (2.1)^4$$

Pri ocenjevanju vrednosti celotnega kapitala podjetja je donos opredeljen tako, da le-ta vključuje tako donose lastnikov kot tudi donose upnikov podjetja. Diskontna mera je v tem primeru opredeljena kot tehtano povprečje stroškov kapitala podjetja (Praznik, 2004, str. 70). Za izračun stroška lastniškega kapitala se najpogosteje uporablja model CAPM. Graham in Harvey (2001) trdita, da že več kot 80 % podjetij pri vrednotenju uporablja model CAPM za določanje stroška lastniškega kapitala.

CAPM

Model CAPM so v šestdesetih letih razvili ekonomisti Sharpe, Lintner in Mossin, ki so nadgradili Markowitzev prispevek k moderni teoriji portfeljev. Model se vseskozi uporablja za določanje teoretično primerne stopnje donosa naložbe ob upoštevanju sistematičnega in specifičnega tveganja, katerima je podvržen investitor (Markowitz, 1959 in Sharpe, 1970). Avtorja razstavita tveganje v portfelju na dva ločena dela. Sistematično tveganje je tveganje, če držimo tržni portfelj. Med trgovanjem se posamezne individualne naložbe oz. vrednostni

³ Problematično je predvsem napovedovanje tržnih mnogokratnikov.

⁴ Če predpostavljamo, da se normalizirani donos povečuje po stopnji g v neskončnost, lahko preostalo vrednost zapišemo kot:

$$PV = \frac{FCF_N \cdot (1+g)}{(1+d)} + \frac{FCF_N \cdot (1+g)^2}{(1+d)^2} + \frac{FCF_N \cdot (1+g)^3}{(1+d)^3} + \dots = FCF_N \cdot \sum_{n=1}^{\infty} \frac{(1+g)^n}{(1+d)^n}$$

Vsoto neskončne geometrijske vrste s količnikom $\frac{(1+g)}{(1+d)}$, ki konvergira, ko je $d > g$, pa kot:

$$PV = \frac{FCF_N \cdot (1+g)}{(d-g)}$$

Enačba je v literaturi poznana kot Gordonov model rasti.

papirji različno odzivajo na spremembe trga. Glede na značilnosti, kako se cena naložbe giblje v povezavi s trgom, je razvidno sistematično tveganje. Specifično tveganje pa je edino le tisti naložbi in ni korelirano s premiki trga, zato ga z diverzifikacijo investitor lahko izniči. Sistematično tveganje je v teoriji CAPM ovrednoteno v koeficientu z imenom beta (β), predstavlja pa tisti del tveganja, ki ga investitor ne more zmanjšati z diverzifikacijo svojih naložb. Beta je podana z enačbo:

$$\beta = \frac{Cov(r_a, r_m)}{Var(r_m)} \quad (2.2)$$

β sistematično tveganje ali beta
 r_a donos na naložbo (vrednostni papir)
 r_m donos tržnega portfelja

Iz enačbe 2.2 je razvidna definicija bete: njena vrednost opisuje občutljivost posamezne finančne naložbe oz. portfelja na širše premike trga. Števec enačbe tako predstavlja kovarianco med donosom finančne naložbe oz. portfelja in donosom trga, medtem ko imenoalec predstavlja varianco donosov trga. Vse količine dobimo na podlagi preteklih podatkov, za katere moramo imeti najmanj 60 opazovanj.

$$r_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta \quad (2.3)$$

r_s strošek lastniškega kapitala
 $[E(r_m) - r_f]$ tržna premija za tveganje
 r_f donos netveganih investicij
 β sistematično tveganje

Strošek lastniškega kapitala je torej odvisen od netvegane stopnje donosa ter premije za tveganje, ki je sestavljena iz absolutne cene tveganja (razlike med pričakovano donosnostjo tvegane tržne naložbe ter netveganimi donosi), ter relativnega obsega tveganja, izraženega s koeficientom beta. Rezultat enačbe je zahtevan donos lastniškega kapitala glede na vključene predpostavke. Avtorji so tržni portfelj pojmovali kot najširši možen agregat portfeljev, ki se lahko enači z celotno ekonomijo. V praksi se v ta namen uporablja indeks S&P 500, ki ima po definiciji beto 1.

2.1.2 Metoda kapitalizacije donosov

Metoda kapitalizacije donosov je skrajšana različica metode diskontiranih donosov, saj vrednotenje podjetij namesto na projekciji pričakovanih donosov podjetja temelji na pričakovanem normaliziranem donosu, za katerega se običajno predpostavlja, da narašča po neki konstantni stopnji rasti v neskončnost. Z metodo kapitalizacije donosov je izračunana vrednost podjetja tako, da je normalizirani donos podjetja deljen z mero kapitalizacije.

Vse spremembe v pričakovanih donosih podjetja so zajete v meri kapitalizacije in ne v projekciji pričakovanih donosov, kot je to značilno za metodo diskontiranih donosov. Spremembe pričakovanega normaliziranega donosa podjetja so opredeljene s povprečno stopnjo rasti (g), ki je odšteta od diskontne mere (d), tako da je mera kapitalizacije, ki je označena s c , izračunana kot:

$$c = d - g \quad (2.4)$$

V predpostavki, da se pričakovani normalizirani donos podjetja, ki se najbolje kaže v obliki pričakovanega normaliziranega čistega denarnega toka podjetja (FCF_1), v prihodnosti ne bo spreminjal, je izračunan vrednost podjetja tako, da je pričakovani normalizirani čisti denarni tok podjetja (FCF_1) deljen z mero kapitalizacije (c):

$$PV = \frac{FCF_1}{c} \quad (2.5)$$

Običajno pa se pričakuje, da bo pričakovani normalizirani čisti denarni tok podjetja (FCF_0) v prihodnosti naraščal po neki konstantni stopnji rasti (g), zato je vrednost podjetja izračunana s pomočjo enačbe Gordonovega modela rasti:

$$PV = \frac{FCF_0 \cdot (1 + g)}{(d - g)} \quad (2.6)$$

Pričakovani normalizirani čisti denarni tok podjetja (FCF_0) v tem primeru predstavlja normalizirani čisti denarni tok podjetja v letu pred datumom, na katerega se nanaša vrednost podjetja. Pričakovani normalizirani čisti denarni tok podjetja pa ni dosežen čisti denarni tok podjetja, pač pa je rezultat določenih prilagoditev, s katerimi je dejanski čisti denarni tok podjetja pretvorjen v normalizirani (Pratt, 1989, str. 91).

2.2 METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ (TRŽNI NAČIN)

2.2.1 Metoda na borzi uvrščenih podjetij

Pristop k vrednotenju podjetij, temelječ na tržnih primerjavah, je zasnovan na predpostavki, da dajejo tečaji delnice na borzi kotirajočega primerljivega podjetja zadovoljive informacije za določitev vrednosti delnice ocenjevanega podjetja. Ker je tržna analiza narejena na več primerljivih podjetjih in več različnih kazalnikih, je rezultat te analize interval vrednosti. V praksi finančnih institucij se ta način veliko uporablja, saj je časovno in metodološko najmanj obsežen. To pa je prednost pri ocenjevanju velikega števila podjetij.

Primerljiva podjetja so izbrana med podjetji s podobno dejavnostjo. Še pomembneje je izbrati podjetja s podobnimi notranjimi in zunanjimi dejavniki tveganja. Čim boljša je primerljivost ocenjevanega podjetja s primerljivimi podjetji, manj primerljivih podjetij je potrebno zajeti v vzorec. Če delnice primerljivih podjetij kotirajo na borzi, je vrednost podjetja opredeljena s produktom med določeno finančno spremenljivko podjetja in mnogokratnikom vrednotenja podjetja – razmerjem med ceno delnice in določeno finančno spremenljivko primerljivih podjetij. Za izračun mnogokratnikov primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, je upoštevana tržna cena delnice, ki velja na datum vrednotenja podjetja. Poleg časovne konsistentnosti je pri opredelitvi mnogokratnikov primerljivih podjetij in mnogokratnika vrednotenja potrebno zagotoviti tudi vsebinsko konsistentnost.

Najpogosteje se uporablja mnogokratnik cena/dobiček na delnico (angl. price/earnings ratio – P/E), ki je primeren predvsem takrat, kadar je način obračunavanja amortizacije pri ocenjevanem podjetju in primerljivih podjetjih enak in kadar imajo primerljiva podjetja podobno strukturo kapitala kot ocenjevano podjetje. Mnogokratnik cena/bruto denarni tok (angl. price/gross cash flow ratio) se uporablja v primerih, če amortizacija predstavlja velik delež stroškov podjetja ali če ocenjevano podjetje in primerljiva podjetja uporabljajo različne načine obračunavanja amortizacije. Če ima ocenjevano podjetje drugačno davčno stopnjo kot primerljiva podjetja, se za vrednotenje podjetij uporablja mnogokratnik cena/dobiček pred obdavčitvijo (angl. price/pretax income ratio). Mnogokratnik cena/prihodki od prodaje (angl. price/sales ratio) se uporablja, kadar se ocenjevano podjetje in primerljiva podjetja bistveno ne razlikujejo v operativnem delovanju, predvsem pa pri vrednotenju storitvenih podjetij, za katere je značilna stalnost kupcev. Za vrednotenje podjetij, katerih knjigovodske vrednosti sredstev temeljijo na tržnih vrednostih, to so npr. finančne institucije in podjetja, ki se ukvarjajo s trgovino na drobno, pa je upoštevan mnogokratnik cena/knjigovodska vrednost (angl. price/book value ratio (P/B)).

Vsi zgoraj omenjeni mnogokratniki vrednotenja podjetij se uporabljajo za oceno vrednosti lastniškega kapitala podjetij, medtem ko je v primerih, ko se ocenjevano podjetje razlikuje od primerljivih podjetij po strukturi kapitala, primerneje oceniti vrednost celotnega kapitala in kasneje od vrednosti celotnega kapitala podjetja odšteti vrednost dolga podjetja. Za vrednotenje celotnega kapitala podjetja pa se najpogosteje uporabljajo: mnogokratnik tržna vrednost kapitala/dobiček iz prodaje pred amortizacijo in davki (angl. market value of invested capital/earnings before interests, taxes, depreciation and amortization ratio (MVIC/EBITDA)), mnogokratnik tržna vrednost kapitala/dobiček iz prodaje pred amortizacijo (angl. market value of invested capital/earnings before interests and taxes ratio (MVIC/EBIT)) ali mnogokratnik tržna vrednost kapitala/knjigovodska vrednost kapitala (angl. market value of invested capital/book value of capital ratio (MVIC/B)).

2.2.2 Metoda primerljivih transakcij

Tudi če delnice primerljivih podjetij ne kotirajo na borzi, so nam pri vrednotenju podjetij v pomoč podatki o nakupih oziroma prodajah podjetij. Čeprav se število nakupov oziroma prodaj podjetij, katerih delnice ne kotirajo na borzi, povečuje, je razpoložljivih podatkov o teh transakcijah manj kot razpoložljivih podatkov o nakupih oziroma prodajah podjetij, ki kotirajo na borzi. Dosegljivi podatki o nakupih oziroma prodajah podjetij, katerih delnice ne kotirajo na borzi, so pogosto tudi nepopolni in manj zanesljivi od podatkov o nakupih oziroma prodajah podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi (Praznik, 2004, str. 91–92).

Pristop k vrednotenju podjetij, temelječ na primerjalnih transakcijah, je zasnovan na predpostavki, da dajejo nakupi oziroma prodaje ocenjevanemu podjetju podobnih podjetij zadovoljive informacije za vrednotenje podjetja (Fishman et al., 2002, str. 61). Ker cene podjetij lahko vsebujejo različne motive kupcev in prodajalcev podjetij, zaradi katerih je cena nad ali pod ceno, ki odraža vrednost podjetja, je to potrebno vzeti v obzir pri izboru osnove, uporabljene za vrednotenje podjetja⁵. Primerljiva podjetja so izbrana med podjetji s podobno dejavnostjo (v našem primeru pristaniške storitve), še pomembneje je izbrati podjetja s podobnimi dejavniki tveganja (locirani v srednji in vzhodni Evropi), tako notranjih kot zunanjih dejavnikov podjetja. Čim boljša je primerljivost ocenjevanega podjetja s primerljivimi podjetji, manj primerljivih podjetij potrebujemo v vzorcu. Kljub temu pa naj vzorec primerljivih podjetij ne bi vseboval manj kot treh podjetij (Praznik, 2004, str. 86).

⁵ Zato je pomembno, da gre za transakcije med nepovezanimi družbami, da cena čim bolj odraža notranjo vrednost podjetja in ne privilegiranih vrednosti.

3 PREDSTAVITEV PODJETJA

3.1 SPLOŠNO O PODJETJU

Osnovna zmogljivost Luke Koper je večnamensko pristanišče, opremljeno in usposobljeno za pretovor vseh vrst blaga. Z univerzalno ponudbo storitev zagotavlja hitro prilagajanje željam in potrebam strank (spletna stran Luke Koper):

- pristaniška površina: 2.550.000 m²,
- vsa površina v uporabi: 4.737.000m²,
- površina vseh skladišč: 1.250.000 m²,
- površina pokritih skladišč: 300.000 m²,
- rezervoarji: 45.000 m³,
- silosi (enkratna kapaciteta): 81.000 ton,
- dolžina obale: 3.134 m,
- število privezov: 24,
- največja globina morja: 18 m.

Razvoj Luke Koper izhaja neposredno iz njenega poslanstva: s svojo lego (na najkrajši poti od Sueza do osrčja Evrope) ponuja izvoznikom in uvoznikom iz Slovenije ter zalednih držav možnosti vzpostavljanja prekomorskih trgovinskih partnerstev. Gospodarski učinki pristaniške dejavnosti se multiplikativno⁶ odražajo v ožjem in širšem okolju. Ti učinki so najbolj neposredni v dejavnostih pomorskih, cestnih in železniških prevoznikov ter v ponudnikih trgovinskih, gostinskih, turističnih, finančnih in drugih storitev.

Luka Koper je pomemben gospodarski subjekt predvsem v slovenskem prostoru, saj je edino slovensko tovarno pristanišče in kot tako zlahka dosega dominantni tržni položaj – okoli 90 % količin slovenskega prekomorskega uvoza in izvoza potuje skozi (Interno gradivo Luke Koper, 1997, str. 9), vrednostno pa je ta delež zaradi strukture tovorov nekoliko nižji.

V letu 2003 se je družba organizacijsko preoblikovala v pristaniško-logistični sistem in se na ta način odzvala zahtevam trga. Kupci namreč vse bolj povprašujejo po celoviti logistični podpori. Poleg pretovora in skladiščenja blaga nastopa kot podporni člen pri organizaciji prevozov določenih tovorov, pripravi dokumentacije, carinskem posredovanju in pri ostalih aktivnostih, ki njihovim kupcem poenostavljajo transport blaga preko njihovega pristanišča ter jim zagotavljajo prihranek časa in nižje stroške. Vizija družbe je postati vodilni ponudnik logističnih storitev za države srednje Evrope (Jakomin, 2004, str. 21). To bo upoštevano kasneje pri opredelitvi panoge in njeni analizi.

⁶ Po podatkih hrvaških strokovnjakov Luka Rijeka za vsak pretovorjeni zabojnik dobi 100 dolarjev, ostalo gospodarstvo pa na ta račun zasluži dodatnih 1070 dolarjev. Ladjarji na primer zaslužijo 270, kopenski prevozniki 600, agenti in špediterji 50 dolarjev in tako naprej. Za Luko Koper naj bi bil multiplikator 13.

3.2 ZGODOVINA PODJETJA

Koper je bil zaradi svoje ugodne geografske lege v svoji zgodovini pomembno križišče pomorskih in kopenskih trgovskih poti. Veljal je za pomembno pomorsko središče, predvsem med petstoletno vladavino Benetk. Sledila je stoletna vladavina Avstro-Ogrske in za tem tridesetletna vladavina Italije. Po drugi svetovni vojni je Koper pripadel Jugoslaviji in z osamosvojitvijo leta 1991 Sloveniji. Sloves pomorskega mesta se je Kopru povrnil z uveljavitvijo Luke Koper v mednarodnih pomorskih transportnih tokovih. Pristanišče, kot ga poznamo danes, je bilo ustanovljeno 23. maja 1957. Le dobro leto po ustanovitvi je ob obali koprskega pristanišča, ki je takrat merilo le 135 metrov, pristala prva prekooceanska ladja "Gorica". Že v prvem letu delovanja koprskega pristanišča je bilo pretovorjenih 58.000 ton različnega blaga, predvsem za potrebe slovenskega in jugoslovanskega trga. Obseg pretovora v Luki Koper je od ustanovitve stalno naraščal. Po letu 1980, ko so začeli uporabljati kontejnerski terminal, se je rast količinskega obsega pretovora še dodatno povečala in v letu 2000 so v Luki Koper pretovorili več kot 9 milijonov ton blaga. Posebej pospešeno se je rast nadaljevala v zadnjih nekaj letih, v katerih so pretovori rasli za skoraj milijon ton na leto in tako leto za letom postavljali nove rekorde. Z vstopom Slovenije v EU je Koper postal interno pristanišče Evropske unije in kot tako lažje in učinkoviteje posluje za potrebe internega trga. To se pozna tako na kazalnikih učinkovitosti kot na splošnem zanimanju tujih partnerjev za sodelovanje s pristaniščem. Nove pogodbe, ki jih je Luka Koper v zadnjih letih podpisala s partnerji iz Evrope, Zahoda in Vzhoda, ji obetajo razvoj tudi v prihodnje.

3.3 DEJAVNOST PODJETJA

Luka Koper ima v svojem statutu opisano kopico dejavnosti, v praksi pa je glavna pristaniška dejavnost. V pomorskem zakoniku RS je opisana takole "Pristaniška dejavnost je vkrcevanje in izkrcavanje tovora, vstopanje in izstopanje potnikov, skladiščenje, sortiranje, dodelava in oplemenitenje blaga, oskrba ladij in prevoznih sredstev ter njihovih posadk in potnikov, pristaniška pilotaža in vleka ladij ter druge gospodarske dejavnosti, vključno z industrijsko proizvodnjo, ki omogočajo popolnejše in gospodarnejše izkoriščanje pristanišča oziroma njegovih objektov in opreme." (Pomorski zakonik, 49/06).

V zadnjih nekaj letih prihajata v ospredje s pristaniško dejavnostjo povezana logistika in dejavnost celovitih logističnih storitev. Logistika, pojmovana v ožjem smislu, vključuje npr. transportiranje, skladiščenje, pakiranje, izbiranje vozil za določene transportne naloge, izbiranje lokacije skladišča, določanje ravni servisa in koordiniranje logističnih delnih sistemov. Tako je potrebno na eni strani, ob upoštevanju materialnih in informacijskih tokov, oblikovati delna logistična področja, na drugi strani pa vzpostaviti povezave med temi delnimi področji in drugimi področji podjetja tako, da je mogoče uresničiti celostni optimum v smislu logistike kot storitve.

Pri makrologističnem vidiku je velik poudarek na logističnih centrih (pristanišča, terminali, distribucijski centri itd.), ki pomenijo vozlišča, na katerih se izvrši koncentracija tovorov ali njihova delitev na manjše tovore. Koncentracija manjših tovorov v večje tovore je potrebna zaradi izkoristka transportnih sredstev (zlasti v železniškem, rečnem in pomorskem transportu) in nižjih prevoznih tarif na enoto blaga pri večjih tovorih. Nasprotno pa je nujna delitev velikih tovorov na manjše zaradi dostave manjših količin tovora posameznim prejemnikom, zlasti pri dostavi "do vrat". Ponudnik celovitih storitev logistike, kar si Luka Koper želi postati, mora biti sposoben ponuditi tako klasične transportne storitve kot tudi načrtovanje in outsourcing teh storitev. V zadnjih letih se v Luki Koper dodana vrednost povečuje predvsem s celovitimi logističnimi rešitvami.

3.4 OPIS SEDANJIH IN POTENCIALNIH TRGOV

Iz letnih poročil družbe je razvidno, da je daleč najpomembnejši slovenski trg, le-temu sledijo trgi sosednjih držav: Avstrije, Hrvaške, SV Italije, Z Madžarske, Bosne in Hercegovine, Srbije, Slovaške, Češke, Nemčije. Na nobenem od teh tržišč pa družba ne dosega takšnega deleža logističnih storitev kot v Sloveniji. Največjo tržno moč ima podjetje na trgih, na katerih je operativno prisotno in lahko trži svoje storitve neposredno pri končnih kupcih, na drugih trgih (v Nemčiji, Italiji, Švici idr.) pa lahko družba ponuja svoje storitve pretežno posredno, tj. preko tamkajšnjih špediterjev oz. logističnih podjetij. Tuji špediter/logistik ima pogosto takšno moč, da lahko preusmeri blagovni tok mimo Luke, ne da bi končna stranka to občutila.

Potenciali razširitve obstoječih trgov so ogromni. S svojo lego Luka Koper v osrčju Evrope predstavlja južna vrata za mednarodne trgovinske tokove med Evropo in Vzhodom. Leži na najkrajši transportni poti, ki povezuje trgovska središča v srednji in vzhodni Evropi z deželami Sredozemlja in s tistimi onkraj Sueza. Ta dejstva botrujejo razvoju Luke Koper v vedno pomembnejše logistično distribucijsko središče.

Kar zadeva potencialno območje delovanja, lahko ugotovimo, da na severnojadranski luški bazen – to je na Trst, Koper in Reko – širše gravitirajo tudi področja nekdanje Jugoslavije, vzhodne Avstrije, južne Češke, Slovaške in večji del Madžarske. Glede na razdalje po železnici je gravitacijsko območje severnojadranskih pristanišč tudi na osi Brenner–Ingolstadt–Eisenstein–Brno–madžarsko-romunska meja–Temišvar (interno gradivo Luke Koper, 1997). To je ekonomsko dokaj razvit del Evrope s prek 40 milijoni prebivalcev, z razmeroma skromnim rudnim bogastvom, gospodarske dejavnosti pa so v veliki meri vezane na uvoz in izvoz. Z usklajenim razvojem lahko Koper postane glavno pristanišče Evrope za posamezne specializirane tovore (npr. avtomobili).

Gospodarski trendi na največjih trgih Luke Koper (Evropska komisija, 2006):

SLOVENIJA

Pregled stanja na domačem trgu je osnova za predvidevanje tokov. Skozi Luko Koper gre kar 90 % domače trgovine, namenjene prekomorskim državam. Povečevanje trgovinske bilance (rast količin uvoza in izvoza) se zato direktno pretvori v posel za Luko. V prvi polovici leta 2006 je ekonomija kljub rasti cen nafte realno rasla 5 % na leto. Celotna rast se bo do konca leta nekoliko zmanjšala in dosegla 4,8 %. Pospešek za rast prihaja iz naslova zunanjega povpraševanja in izvoza. Ta trend se bo nadaljeval vzporedno s konjunkturo v trgovskih partnericah.

Za leto 2007 sta napovedana zmanjšan izvoz in uvoz zaradi manjšega domačega povpraševanja. BDP se bo v letu 2007 zmanjšal na 4,2 %, naslednje leto pa zrasel na 4,5 %. Investicije se bodo še zmanjševale. Dobri izvozni rezultati se bodo po predvidevanjih nadaljevali kot posledica stabilnih razmer na svetovnih trgih.

AVSTRIJA

Luka Koper pridobiva na pomenu za trgovsko blago na poti iz/v Avstrijo. Tako je količina blaga, namenjena na avstrijsko tržišče, skoraj dosegla količino, namenjeno na slovenski trg. Stopnje rasti pretovora so za Avstrijo najvišje. Posledično je stanje ekonomije Avstrije (predvsem trgovinske bilance) za Luko Koper zelo relevantno. Realni BDP se giblje nekje pod 1 % četrtletne rasti. V letu 2006 je ugoden izvozni cikel narekoval boljšo izrabo kapacitet. Visoko povpraševanje v euro območju je prav tako pripomoglo k večjemu izvozu v drugi polovici leta. Tako bo končna letna rast BDP okoli 3,6 %, kar je bistveno nad pričakovanji.

Rast BDP se bo umirila med leti 2007 in 2008, a ostala na ravni njegovega potenciala. Kot posledica zaviranja svetovnega gospodarstva se bo znižal izvoz.

MADŽARSKA

Luka Koper je najpomembnejše pristanišče za madžarsko blago, namenjeno na prekomorske trge (letno poročilo 2005, str. 41). Prav tako je s transportnimi potmi v smeri proti Madžarski. Rast v celotni regiji se je v preteklosti prenašala na rast Luke in se zrcalila v njenih rezultatih. Za leto 2006 je napovedana rast BDP 4 %, kar je približno na ravni iz leta 2004. Zunanja trgovina se bo še naprej dinamično povečevala in pozitivno pripomogla k rasti.

Za prihodnji dve leti se pričakuje pozitivna izvozna bilanca, saj se bo izvoz v primerjavi z uvozom povečeval (v prihodnosti ni mogoče pričakovati tako pretiranega trošenja prebivalstva kot v letu 2006). Stopnje rasti bodo nižje, v letu 2008 okoli 2,5 %.

ITALIJA

Italija ima presenetljivo nizko trgovanje z Luko, vendar so razlogi objektivni. Je pomorska država, ima večja in modernejša pristanišča, vzrok za to so tudi slabe prometne povezave. Kljub temu je po pretovorjenih količinah še vedno na tretjem mestu trgovanja. Za leto 2006 se pričakuje BDP v višini 1,7 %. Pozitivni znaki iz storitvenega sektorja kažejo, da je glavno gibalno domače povpraševanje. Prispevek gospodarske rasti na vrednost izvoza bo pozitiven. Izvoz ne bo dohiteval povpraševanja na zunanjih trgih.

Za naslednji dve leti (2007 in 2008) bo ekonomska aktivnost rasla v nekoliko zmanjšanem obsegu. Uvoz se bo prav tako zmanjšal kot posledica nižje domače potrošnje. Izvozne količine se bodo povečevale. Zaradi nizke konkurenčnosti italijanskega gospodarstva se bo izvoz postopoma zmanjševal.

3.5 OPIS POSLOVODSTVA

Uprava

Uprava družbe ima predsednika uprave, namestnika predsednika uprave, člana uprave in delavskega direktorja. Delavski direktor prvenstveno zastopa in predstavlja interese delavcev glede kadrovskih in socialnih vprašanj.

Robert Časar, predsednik uprave
mag. Aldo Babič, namestnik predsednika uprave
mag. Marjan Babič, član uprave
Pavle Krumenaker, član uprave

Nadzorni svet

Nadzorni svet Luke Koper sestavlja 9 članov. Od tega izvoli skupščina z navadno večino glasov za dobo 4 let z možnostjo ponovnega imenovanja: 3 člane, ki jih predlaga Republika Slovenija; 1 člana, ki ga predlaga občinski svet Občine Koper; 1 člana, ki ga predlagajo skladi Republike Slovenije, in 1 člana kot predstavnika drugih delničarjev. 3 člane kot predstavnike delavcev izvoli svet delavcev Luke Koper. Sedanji predsednik nadzornega sveta je mag. Marko Starman.

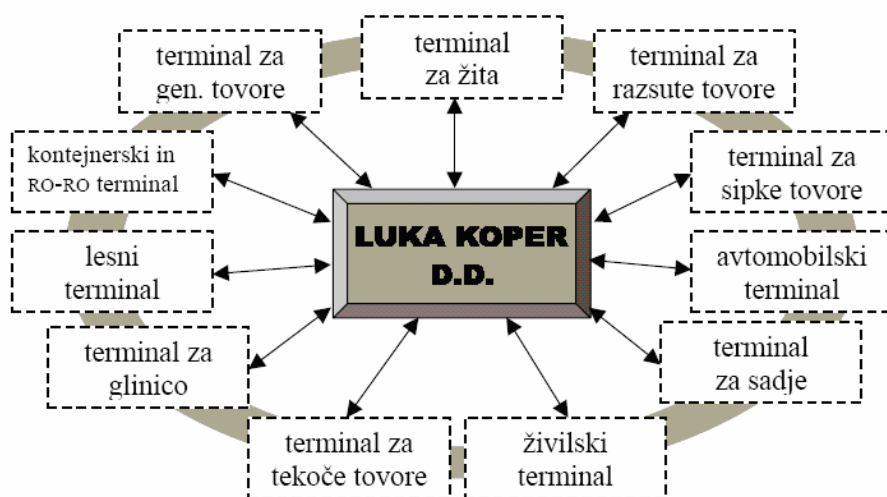
3.6 ORGANIZACIJA IN KADRI

Luka Koper, d. d., se po svoji organizaciji, načinu vodenja in poslovanja razlikuje od ostalih evropskih pristanišč. Poleg nekaterih funkcij pristaniške uprave ima v rokah upravljanje, operativno vodenje, izvajanje in trženje osnovnih (pretovornih in skladiščnih) ter dodatnih storitev v enajstih specializiranih terminalih.

Terminali so tržno-programsko in tehnično-tehnološko zaključeni deli podjetja, vključeni v profitne centre. Strokovne službe, ki so organizirane v okviru pristaniške uprave, zagotavljajo enovito pripravo in izvajanje različnih podpornih ter razvojnih aktivnosti v družbi. Luka Koper, d. d., je matična družba koncerna. Storitve, ki jih nudijo v skupini povezane družbe, zaokrožujejo celovito ponudbo storitev v koprskem pristanišču.

Tudi s stališča izobrazbe kadrov in njihove strukture je Luka Koper posebna. Da bi bila logistična podjetja na trgu konkurenčna, si morajo zagotoviti prave ljudi s pravimi kompetencami. Razvita in napredna logistična podjetja klasično kadrovsko dejavnost nadgrajujejo in jo povezujejo s celotnim procesom znotraj organizacije. Razvoja lastnih kadrov ne prepuščajo več naključju, saj bi to pomenilo nazadovanje pri uresničevanju njenih poslovnih ciljev (Veselko et al., 2004, str. 12–13). Če zaposleni niso primerno usposobljeni, je logistiko poslovanja ob srečevanju različnih poslovnih praks, kultur, jezikov in ljudi čedalje težje obvladovati.

Slika 1: Organiziranost družbe



Vir: interni akti Luke Koper, 1997.

Omenjene kompetence zato prihajajo v zdajšnji informacijsko-komunikacijski dobi močno do izraza. S pomlajevanjem in dokvalifikacijo delavcev je Luka dosegla zavidljivo izobrazbeno strukturo zaposlenih. Vsako leto se za odstotek ali dva zviša izobrazbena raven, obenem pa se znižuje povprečna starost (letno poročilo 2005, str. 47–48). To kaže na izdelano strategijo na področju zaposlovanja, ki z orodji ciljnega vodenja in individualnega pristopa k načrtovanju dela in razvoja zaposlenih (preko letnih razgovorov) postopoma preoblikuje podjetje iz delovno intenzivnega v storitveno. Da bi zagotovili optimalno kadrovsko strukturo za učinkovit, z zakonodajo usklajen potek delovnega procesa, so v letu 2005 zaposlili 53 novih delavcev. Povprečno število zaposlenih je bilo 669,4, leto prej pa 664,8. Trend rasti zaposlovanja se kaže že nekaj let.

3.7 SESTAVA LASTNIŠTVA

Luka Koper ima dokaj nenavadno lastniško strukturo, ki izhaja iz obdobja privatizacije. Vlada RS je z odločbo leta 1993 prevzela lastništvo nad pristaniško obalo in površinami, ki jih je imela v uporabi Luka Koper. Ker je bila vrednost dotedanjega javnega dobrega ocenjena na 180 milijonov USD, je v naslednjem koraku privatizacije v novoustanovljeni delniški družbi pridobila delež, enakovreden tej vrednosti ali natančno 51 % izdaje delnic. Preostali kapital je po zakonu razdelila med državna sklada (17,33 %) in občino Koper. Nekaj delnic so dobili zaposleni oz. so jih lahko odkupili pod privilegiranimi pogoji, dobrih 6 % izdaje pa je preostalo prodaji na trgu. Čeprav se je lastniška struktura kasneje nekoliko spremenila in predvsem razdrobila, pa ostaja Luka Koper neizpodbitno v državni lasti, kar se kaže pri imenovanju nadzornega sveta in uprave. Po trditvah nekaterih avtorjev (Shleifer et al. v Goud, 2002, str. 5) je državna last za gospodarsko družbo neučinkovita in posledično prinaša diskont na vrednost. V poglavju o posebnostih vrednotenja (poglavje 5.2) je predstavljeno nekaj raziskav, s katerimi je argumentirana (ne)uporaba takega diskonta v vrednotenju.

Tabela 1: Stanje celotnega kapitala dne 31. 12. 2005 (v tisoč SIT)

Osnovni kapital	14.000.000,00
Kapitalske rezerve	0,00
Zakonske rezerve	4.496.872,00
Druge rezerve iz dobička	17.671.018,00
Preneseni čisti dobiček	1.585.558,00
Čisti dobiček poslovnega leta	2.094.491,00
Splošni prevrednotovalni popravki kapitala	21.462.806,00
Posebni prevrednotovalni popravki kapitala	1.804.824,00
Skupaj kapital	63.115.569,00

Vir: letno poročilo 2005.

Posebnost lastništva podjetja je navzkrižno lastništvo z dvema družbama. Prva je Intereuropa, ki je ponudnik transportnih in logističnih storitev za Luko Koper in je bila že dvakrat na pragu združitve z podjetjem. Zaradi visokega deleža lastništva podjetja Luke Koper v Intereuropi (9. 6. 2006: 24,81 %) je možno trditi, da obstajajo možnosti za doseganje privilegirane položaja Luke pri storitvah Intereurope, in sicer tako na podlagi lastniškega vpliva kot na podlagi velikosti poslov. Še bolj pomembna z vidika ocenjevanja vrednosti je navzkrižna povezava z Banko Koper, v kateri ima družba 10% delež. Banka sicer ima tujega strateškega lastnika, vendar je potrebno upoštevati tudi možnost, da podjetje Luka Koper zaradi svojega deleža dostopa do privilegiranih posojilnih pogojev pri svojem kreditorju. Povezane osebe imajo po Pravilniku o priznani obrestni meri (Uradni list RS, št. 130/04 in 142/04) možnost sposojanja po ugodnejši obrestni meri, kar se na koncu leta pozna po višini obrestnih odhodkov, še bolj pa pri strošku dolga in posledični vrednosti podjetja.

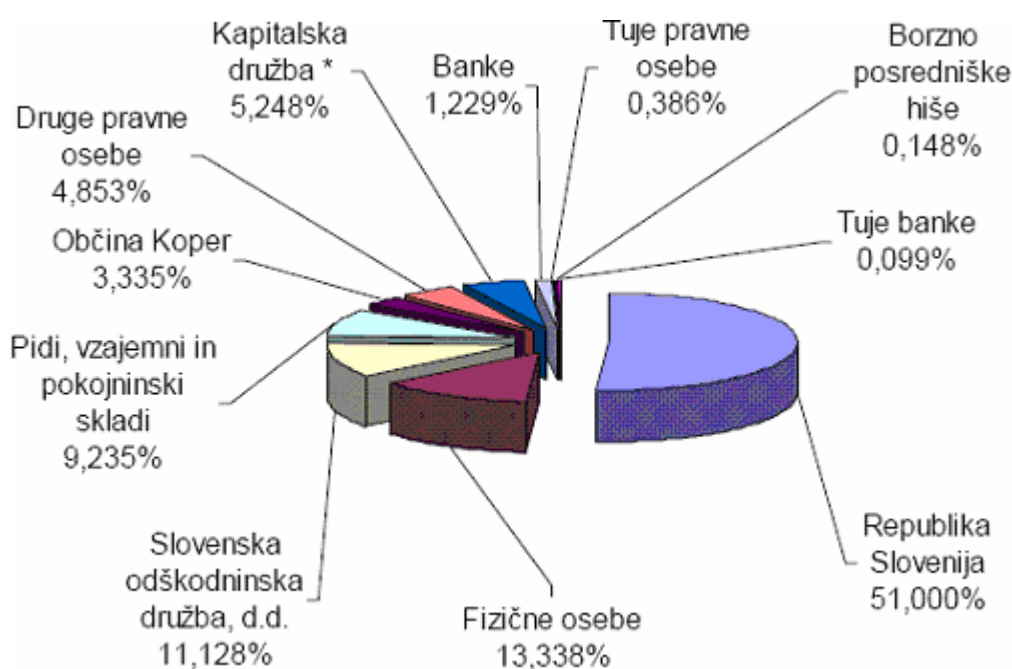
Tabela 2: Priznana obrestna mera (november 2006)

	Za posojila v RS
Do vključno 1 leta	3,39 %
Nad 1 do vključno 5 let	3,79 %
Nad 5 let	4,02 %

Vir: Uradni list, 2004.

Za obe navzkrižni povezavi je možno reči, da so njihovi vplivi že vračunani v poslovanje in vrednosti postavk izkaza uspeha in bilance stanja Luke Koper in si zato ne zaslužijo posebne obravnave pri stopnji premije ali diskonta.

Graf 1: Lastniška struktura Luke Koper na dan 30. 6. 2006 (v odstotkih)



Vir: polletno poročilo Luke Koper, 2006.

Vedno več raziskav se osredotoča na temo upravljanja podjetij (corporate governance). Gre za različne vidike pogledov na sistem upravljanja in nadziranja, vsaka raziskava pa pripomore k boljšemu razumevanju tematike. Obsežne raziskave na področju državnega lastništva prinašajo dokaj heterogene rezultate. Zaključki na vprašanja, kako državno lastništvo vpliva na vrednost podjetja, so nedokončni. Vpliv lastniške strukture Luke Koper na vrednost delnice je opisan v poglavju 5.2.

4 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA VREDNOST PODJETJA

4.1 MAKROEKONOMSKI DEJAVNIKI

4.1.1 Aktualna gospodarska gibanja v svetu

Metodologiji pristopa diskontiranih denarnih tokov ter modela CAPM, uporabljeni v tej nalogi, se naslanjata na makroekonomske kazalnike (inflacija, prihodnje rasti v državah in panogah, trendi v izvozu/uvozu). V tem poglavju je podan obširen izbor podatkov ter kazalnikov, ki lahko posredno ali neposredno vplivajo na poslovanje pristanišča, kakršno je Luka Koper.

Gospodarska rast v evro območju, ki se upočasnjuje že od druge polovice leta 2004, se je v letu 2006 nekoliko popravila. Jesenske napovedi predvidevajo gospodarsko rast v višini 2,1 odstotka, predvsem kot posledico višje rasti domačega povpraševanja – najprej se je pospešila rast zasebne potrošnje, v drugem četrtletju pa tudi rast investicij. Do konca leta se bo ob ugodnih trendih rast dvignila na 2,5 %. V drugih članicah, ki so naše pomembnejše gospodarske partnerice, so napovedi rasti za leto 2006 naslednje: v Italiji bo okoli 1,7-odstotna, v Avstriji 2,5-odstotna in v Franciji okoli 2,3-odstotna (povsod višje od prvotnih napovedi in bistveno višje od stanja v letu 2005).

V treh pomembnejših gospodarskih partnericah Slovenije iz skupine novih članic EU (na Češkem, Madžarskem, Poljskem) se pričakuje nadaljevanje relativno visokih stopenj rasti BDP, in sicer pri Češki (4,8 %) in Poljski (4,7 %), medtem ko je Madžarska edina, kjer se je rast zmanjšala glede na predhodne napovedi (2,8 %). V primerjavi z evro območjem je ostala rast relativno visoka, kar kaže na to, da lahko te države tudi ob šibki konjunkturi v starih članicah dosegajo relativno visoke gospodarske rasti.

Tabela 3: Gospodarska gibanja v mednarodnem okolju in napovedi za leto 2006 in 2007 (realna rast v odstotkih)

	2005	Napovedi	
		2006	2007
Gospodarska rast	4,9	5,1	4,9
Obseg svetovne trgovine	7,4	8,9	7,6
Svetovne cen surovin*	10,3	22,1	-4,8

Vir: IMF, World Economic Outlook, UMAR, Jesensko poročilo.

Opombe: * Brez energentov, rast v %, tehtano povprečje glede na deleže v svetovnem izvozu.

V državah nekdanje Jugoslavije, razen v Makedoniji, je bila rast v letu 2005 višja od napovedi. Pričakovanja letošnje rasti so se od jeseni izboljšala za Hrvaško (4,2 %) in ostala nespremenjena za Srbijo, medtem ko so se za BIH povzpela na 5,7 % in za Makedonijo

znižala na 3,5 %. Ključni dejavnik rasti v regiji še naprej ostaja naraščajoča zasebna potrošnja, pomemben dejavnik gospodarske aktivnosti pa je tudi zunanja trgovina.

4.1.2 Aktualna gospodarska gibanja v Sloveniji

V poglavju o sedanjih in potencialnih trgih (poglavje 3.4) je omenjen prenos (ang. pass-through) slovenske gospodarske konjunktore v rast Luke Koper. Jesenska napoved gospodarske rasti za leto 2006 je trenutno 5%, njen glavni dejavnik pa je bila ugodna mednarodna konjunktura v državah partnericah (zlasti EU). Večina kratkoročnih kazalcev gospodarskih gibanj in poslovne klime, tako v Sloveniji kot tudi v večini držav EU, nakazuje, da je bil sredi leta dosežen vrh gospodarskega cikla, ki mu bo sledilo postopno umirjanje gospodarske rasti, vendar na razmeroma visoki ravni, ki še vedno presega rezultate preteklega leta.

Tabela 4: Nekateri makroekonomski kazalci in napovedi za obdobje do leta 2008 (realna rast v odstotkih)

	2005	2006	Napovedi	
			2007	2008
BDP	4,0	4,7	4,3	4,2
Saldo tekočih transakcij (v mio EUR)	2,0	0,6	0,5	0,6
Zaposlenost po SNA	0,7	1	0,8	0,9
Stopnja brezposelnosti po ILO	0,7	0,9	0,4	0,2
Bruto plače na zaposlenega	2,2	5,0	2,5	3,0
Produktivnost dela	3,1	3,8	3,5	3,2
Zasebna potrošnja	3,4	3,3	3,6	3,6
Državna potrošnja	2,2	2,8	2,5	2,8

Vir: UMAR, Jesensko poročilo, september 2006.

Povprečna letna inflacija je bila na podlagi cen derivatov in življenjskih potrebščin povišana na 2,7 %. Rast cen neodvisno od zunanjih dejavnikov je bila stabilna. Ohranjanje sedanjih usmeritev ključnih ekonomskih politik, ki so prispevale k zniževanju inflacije na raven, ki je zadnje mesece primerljiva s povprečjem držav EU, bo tako v prihodnje omogočilo, da bo rast cen, ki je pod vplivom teh politik, ostala na dolgoročno vzdržni ravni pod 2,5 %.

4.1.3 Obeti in pričakovanja za leti 2007 in 2008

4.1.3.1 Slovenija

V letu 2007 bo slovenska gospodarska rast nekoliko nižja kot v letu 2006, vseeno pa bo spomladi presegla napovedane 4 % in se bo gibalala okoli 4,3 %. Hkrati bo v prihodnjem letu vpliv dejavnikov mednarodnega okolja, ki letos ključno vplivajo na dinamiko in strukturo gospodarske rasti in inflacije, relativno manjši, okreplil pa se bo vpliv ukrepov ekonomskih politik oziroma zakonov, ki jih je sprejela vlada v letu 2006. Ker je za razliko od jesenske

napovedi v mednarodnem okolju pričakovana rahla konjunktura upočasnitev, analitiki UMAR-ja ocenjujejo, da bo rast izvoza proizvodov in storitev v letu 2007 (8,3 %) nekoliko nižja kot v letu 2006. Realna rast BDP v letu 2008 bo znašala 4,2 % in se bo tako ohranila na podobni ravni kot v letu 2007.

Enaka povprečna rast cen kot v letu 2006 se pričakuje tudi leta 2007 (2,7 %), medtem ko se bo v letu 2008 inflacija znižala na raven okoli 2,2 %. Zaradi zmanjšanja tveganja, da bi menjava valut pomembneje vplivala na rast cen v letu 2007, se že od začetka marca 2006 obvezno dvojno označujejo cene. Poleg tega bo vlada tudi v letu 2007 po predvideni vključitvi v evropsko denarno območje (EMU) ohranila protiinflacijsko naravnost ključnih usmeritev makroekonomskih politik, saj bi relativno višja rast cen vodila v poslabšanje konkurenčnosti menjalnega sektorja. Tudi srednjeročno naj bi se inflacija gibala na ravni 2,2 %.

4.1.3.2 EU

V EU se za leti 2007 in 2008 pričakuje rahla umiritev rasti, ki ne bi bila tako občutna kot v letu 2005. Predvidene stopnje rasti so za leto 2007 naslednje: v Nemčiji 1,1 %, v Italiji 1,2 %, v Avstriji 2,3 %, v Franciji 1,9 %, v Veliki Britaniji 2,4 %. Za leto 2008 so predvidene rasti nekoliko višje, in sicer v Nemčiji 1,5 %, v Italiji 1,5 %, v Avstriji 2,3 %, v Franciji 1,9 %, v Veliki Britaniji 2,5 %. Do dviga v stopnji gospodarske rasti je prišlo predvsem zaradi višje rasti domačega povpraševanja, saj se je najprej pospešila rast zasebne potrošnje, v drugem četrtletju pa tudi rast investicij. Prihodnje leto je pričakovana upočasnitev gospodarske rasti na evrskem območju, saj bo kombinacija nadaljnje apreciacije evra proti dolarju in pričakovane upočasnitve gospodarske rasti ZDA negativno vplivala na rast evropskega izvoza. V letu 2008 se bo gospodarska rast ponovno rahlo okrepila, tako da bo tudi rast na evrskem območju rahlo višja kot leta 2007.

V treh najpomembnejših partnericah iz novih članic EU (Češke, Poljske, Madžarske) se za leti 2007 in 2008 pričakuje nadaljevanje visoke rasti. Pri tem bo zunanja trgovina še naprej igrala pomembno vlogo. Za rast bo še pomembnejše domače povpraševanje, tako zaradi pričakovane rasti zasebne potrošnje kot tudi zaradi investicij. Za Madžarsko je napoved za to obdobje popravljena navzdol, predvsem zaradi ukrepov restriktivnih makroekonomskih politik, ki jih bo država primorana sprejeti za zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja.

4.1.3.3 Ostale partnerice

Na Hrvaškem se bo v letih 2007–2008 gospodarska rast ohranjala na podobni ravni kot letos (4,0 %). V BIH se še naprej pričakuje nadaljevanje visoke rasti, in sicer 6 %. V Makedoniji za prihodnji dve leti prav tako predvidevajo 4-odstotno rast. V Srbiji je napoved za prihodnji leti nespremenjena, nekje okoli 4,0 %, in nižja od rasti v letu 2005, predvsem zaradi nižje rasti zasebne in investicijske potrošnje.

4.1.2 Napoved gospodarske rasti po letu 2008

Za napovedovanje obdobj, daljših od pet let, so ključne predpostavke, ki stojijo v ozadju. Raziskava Price WaterhouseCoopers (Economic Outlook 2006) vključuje nekaj predpostavk, predvsem socialno-ekonomske politike, ki se na dolgi rok zrcalijo v rasti BDP (npr. v politiki enega otroka na Kitajskem, v večji produktivnosti Indije in Brazilije, v nadaljevanju konstantnih stopenj na Zahodu). Tako bodo ZDA, Avstralija in Kanada rasle na ravni 2,4 do 2,7 % letno. Italija, Nemčija in Japonska bodo na dolgi rok rasle le 1,6–1,8 %, ostale OECD ekonomije pa med 1,8 in 2,2 %. Za Kitajsko in Rusijo se napoveduje zaviranje gospodarstev, prehitele ju bodo Indija in Brazilija. Splošna ugotovitev je, da se celotna krivulja svetovne gospodarske rasti pod vplivom staranja prebivalstva postopoma znižuje.

Za Slovenijo so dolgoročni gospodarski kazalci odvisni od učinkov sprejetega Okvira gospodarskih in socialnih reform. To izhaja iz ocene, ki jo je na podlagi ekonomskega modela za potrebe vlade naredil Inštitut za ekonomska raziskovanja (september 2006). Ocena je v veliki meri skladna s projekcijami ciljnega scenarija gospodarskih gibanj za obdobje do leta 2013, predstavljenimi v Izhodiščih za ciljni razvojni scenarij Strategije razvoja Slovenije (UMAR, 2005). Obdobju pospešene gospodarske rasti, ki bi se zaključilo približno leta 2010, bi sledilo obdobje relativne umiritve rasti na ravni približno 5 odstotkov, kar bi ob optimalnem uresničenju gospodarskih in socialnih reform predstavljalo novo raven potencialne rasti BDP.

Tabela 5: Scenarij rasti slovenskega gospodarstva po letu 2008 (letne stopnje rasti v odstotkih)

	Scenarij za obdobje 2009–2013	
	Ob nespremenjenih ekonomskih politikah	Izhodišča za ciljni razvojni scenarij SRS
BDP	4,0	5,3
Inflacija	2,2	2,5
Zaposlenost po SNA	0,7	1,1
Stopnja brezposelnosti po ILO	6,4	3,7
Produktivnost dela	3,3	4,1
Zasebna potrošnja	3,3	4,9
Državna potrošnja	2,4	3,4

Vir: Projekcije UMAR, september 2006.

4.2 DEJAVNIKI PANOG

4.2.1 Splošno o logistiki

Vrednost trga logistike v EU je ocenjena na približno 1.000 milijard evrov letno. Velikost obstoječega trga pogodbene logistike znaša približno 200 milijard evrov na leto, pričakovana

rast v prihodnjih letih pa je ocenjena na 15 %, kar jo uvršča med najhitreje rastoče panoge (Krajnc, 2004). Previdnost pri analizi panoge je potrebna zaradi nepredvidljivega stroškovnega vidika. Svetovni stroški logistike so leta 2005 dosegli najvišjo raven v celotni zgodovini (Doherty, 2006). Rast je bila posledica fluktuacij cen nafte, omejenih kapacitet in zahtev regulatorjev.

V Sloveniji se delež logistike in prometa v BDP giblje okoli 5 % (Kranjec, 2005, str. 18). Trg ponudnikov logističnih storitev se v Sloveniji šele razvija, že sedaj pa je možno definirati posamezna specializirana področja ponudbe teh storitev. Razlikujejo se po tem, kakšen nabor logističnih storitev ponujajo. Poleg velelogistov (3PL-podjetja, ponudniki celovite logistike) in organizatorjev poslov (področje 4PL – na katerega deloma že posegajo velika, povezana podjetja – princip nakupa vseh logističnih storitev pri enem samem ponudniku (angl. one-stop shopping)) poznamo tudi segment specialistov, v katerem deluje veliko manjših podjetij, ki ponujajo posamezne logistične storitve (npr. prevoz, carinske storitve, skladiščenje). Čeprav je slovenski trg primerjalno majhen, lahko pričakujemo enako diferenciacijo logističnih storitev kot na razvitejših evropskih ali ameriškem trgu.

Na področju logističnih storitev so bili ugotovljeni številni trendi, nekateri tudi soodvisni in z bolj ali manj izrazitimi zahtevami po spremembah, tako na strani povpraševanja kot tudi ponudbe. Ob tem so ponovno izpostavljeni le izrazitejši trendi. Globalizacija proizvodnje, krajšanje povprečnega življenjskega cikla proizvoda ipd. prinaša večplastne posledice za logistične storitve. Povprečna velikost pošiljke bo vse manjša, blago bo v povprečju pogostejše potovalo na daljše razdalje, kar nakazuje nadaljnjo rast zbirnih prevozov. Skladiščenje se bo vse bolj centraliziralo, povprečni obratni čas se bo krajšal, še posebej pri končnih proizvodih. Pri proizvajalcih in trgovcih se bo nadaljeval trend osredotočanja na osnovno dejavnost (in ključne kompetence), kar bo pri neključnih dejavnostih (npr. tudi logistiki) spodbujalo k iskanju zunanjih virov. Število členov v nabavnih verigah se bo manjšalo. Vse pomembnejši sogovorniki logističnih podjetij bodo končni trgovci in proizvajalci. Obenem to pomeni, da bo z izločanjem vmesnih členov naraščala potreba po celovitejšem asortimanu oz. celovitejši logistični storitvi, saj bodo morali kompetence »preskočenih« členov prevzeti preostali udeleženci v logistični verigi. Celovitejša ponudba vzdolž logistične verige bo torej vse bolj imperativ.

Poleg sprememb povpraševanja bodo na logistiko vplivali še drugi dejavniki. S povečevanjem prometa lahko pričakujemo tudi več zastojev. Vse bolj bo pomembna ekologija, kar bo prinašalo dodatne omejitve (bodisi glede hrupa, emisij, urnikov itd.), zmanjševalo fleksibilnost logističnih operacij (omejitve in prepovedi) in pritiskalo na stroške (cestnine, ekološke točke, takse ipd.), po drugi strani pa je pričakovati tudi subvencije za podporo intermodalnih transportov (npr. oprtne vlake, priobalne plovbe), kar bo predvsem evropske poti oz. inostradacijo tovora še bolj zapletlo. Glede na zgoraj omenjeno in na trend k liberalizaciji svetovne trgovine lahko logistična podjetja v prihodnje pričakujejo osip prihodkov iz naslova storitev carinskega posredništva. Prav tako rasti podjetja ni primerno

graditi le na cestnem transportu, saj je tu konkurenca zaradi velikega števila majhnih podjetij izjemna. Tudi sicer je logistika panoga z izrazitimi ekonomijami obsega. V prihodnje bodo slednje le še bolj pomembne in vsako podjetje bi moralo stremeti k vsaj določeni stopnji konsolidacije.

Predvidena letna rast logističnega trga v Sloveniji v prihodnjih letih je med 12 in 15 %, kar jo uvršča med najhitreje rastoče panoge (Krajnc, 2004, str. 29). Takšna rast naj bi bila posledica povečanega obsega logistike, ki jo opravijo specializirana logistična podjetja. Strokovnjaki menijo, da je razlog dvoštevilkne rasti logistične panoge v tem, da se vse več podjetij odloča za zunanje izvajanje logističnih storitev. Prav te storitve pa pospešeno trži tudi Luka Koper.

4.2.2 Porterjeva analiza panoge

V tem delu bodo s pomočjo Porterjeve analize predstavljene konkurenčne silnice v logistični panogi. Obravnavane bodo (Porter, 2000):

- 1) nevarnost vstopa novih ponudnikov,
- 2) konkurenca v panogi,
- 3) pritisk substitutov oz. nadomestkov,
- 4) pogajalska moč strank,
- 5) pogajalska moč dobaviteljev.

Najprej je potrebno čim natančneje definirati panogo. Glede na preteklo dejavnost podjetja bi jo lahko omejili na pristaniško dejavnost, vendar pa si podjetje prizadeva vključiti tudi storitve outsourcinga (ang.third party logistics) in pretovora iz ladje na ladjo (ang. transshipment). S sloganom »one stop shop« že dela prve korake v sektor celovitih logističnih rešitev, v katerem bo podjetje samo poskrbelo za dostavo od trenutka, ko tovor prispe v pristanišče, do dostave na domu. S tem ciljem Luka Koper išče partnerje in povezave. Ker je vrednotenje usmerjeno predvsem v prihodnost, bo analiza panoge zamejena s pojmom logistika – celovite logistične storitve.

4.2.2.1 Nevarnost vstopa novih ponudnikov

Pričakovati je, da je nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo tem nižja, čim višje so vstopne ovire. Zato bodo najprej predstavljene ovire za vstop novih podjetij v panogo, nato pa še možni obrambni mehanizmi Luke Koper.

Ekonomije obsega predstavljajo pomembno vstopno oviro, predvsem na ravni večjih podjetij, ki ponujajo posamezne zahtevnejše in specifične storitve: konsolidacijo tovorov, letalske in pomorske (kontejnerske) prevoze ali kombinacijo le-teh. Naložbe v informacijske sisteme, pretovorne naprave in terminale oz. skladišča, v ladje, vlake in letala so izrazito kapitalsko intenzivni podvigi z visokim deležem fiksnih stroškov. Obsega tovrstnih zmogljivosti na

kratek rok ni možno spreminjati. Za direktne cestne prevoze, v katerih prevladujejo manjša družinska podjetja, lahko trdim, da za ekonomijo obsega ne predstavljajo pomembne ovire.

Povečan pomen diferenciacije je možno pričakovati šele z nastankom velelogistov in z zaostritvijo konkurence med njimi. Prav tako je pričakovati, da bo vsako jadransko pristanišče izoblikovalo specializacijo za določen tovor. Do takrat ostaja glavna podlaga za razlikovanje med storitvami na trgu ime podjetja. Ugled Luke Koper je zelo pozitiven.

Zahteve po kapitalu se zdijo na prvi pogled precejšnje. Najmanj, kar je potrebno, je kapitalska podkrepitev ključnih strateških partnerstev, sicer lahko pride do navzkrižnih interesov, obenem pa je to varovalka pred poizkusi konkurence, da bi vskočila v partnerske povezave. Vsekakor pa lahko potrebe ponudnikov celovitih logističnih storitev po kapitalu ocenimo kot znatne, saj si že izpopolnjenega informacijskega sistema marsikatero srednje veliko podjetje ne bo moglo privoščiti.

Trenutno zmerno oviro predstavlja dostop do distribucijskih kanalov. V primeru Luke Koper deluje njej v korist, saj obvladuje koprsko pristanišče. Če bi to pristanišče obšli, bi ponudniki brez težav vstopili na trg.

Politika države je ovira za internacionalizacijo poslovanja, kar še posebej velja za države izven območja EU. Poglavje zase so železnice. Te so pogosto še v lasti države, nepregledne, toge in pogosto predstavljajo izrazit primer neučinkovitega monopolističnega podjetja. Z uveljavitvijo smernic EU o reformi in privatizaciji železniškega prometa lahko pričakujemo postopno zmanjšanje vpliva države, predvsem pa povečanje podjetniške iniciative in konkurence. Za široko geografsko prisotnost velelogistov na operativni ravni je torej politika države še vedno pomembna omejitev, čeprav je s širjenjem enotnega evropskega trga to vse manjša težava na regionalni ravni, širše prisotnim podjetjem pa še vedno opazno omejuje možnosti optimizacije poslovanja.

Ker se panoga celovitih logističnih storitev šele formira, je nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo znatna in realna, a zaradi dokaj visokih vstopnih ovir v segmentu »resnih« ponudnikov celovitih logističnih rešitev tudi zelo zahtevna. S tega vidika je logistična panoga – vsaj v delu celovitih rešitev – ***srednje privlačna***.

4.2.2.2 Konkurenca v panogi

Iz doslej navedenega je možno sklepati, da je ponudba logističnih storitev večinoma še razdrobljena. Večina ponudnikov je specializirana za eno ali dve dejavnosti: za cestni ali letalski ali železniški ali pomorski prevoz ali skladiščenje ali špedicijo. Ponudnikov celovitejših rešitev je malo in so praviloma tudi geografsko precej omejeni. Posledično je na posameznih podtrgih veliko število ponudnikov, s čimer je izpostavljenost cenovni

konkurenci precejšnja. To pa ne velja za zahtevnejše storitve, za katere prevladuje mnenje, da je kakovost in zmožnost dolgoročnega sodelovanja pomembnejša od cene (El Amin, 2006).

V panogi je precejšen delež stroškov fiksnega značaja. To velja tako za ladje, letala, železnice, računalnike, skladišča in nekoliko manj za tovornjake. Dodatno nevšečnost predstavlja stopničasto povečevanje zmogljivosti, kar je značilno predvsem za ladje, letala, skladišča, pretovorno opremo in centralne informacijske sisteme.

Osrednja sposobnost vsakega logističnega podjetja je tehnologija. Tehnološke rešitve, ki so na voljo na trgu, so teoretično dosegljive vsakemu podjetju v panogi. Zaradi hitrih sprememb in uvajanja novosti na področju tehnoloških in informacijskih potreb so konkurenčne prednosti s tega naslova razmeroma kratke. Če podjetje konstantno ne vlaga v razvoj, lahko hitro zaostane za konkurenti. Stranke tako lahko hitro začnejo dvomiti v kakovost opravljanja logističnih storitev. To pa lahko vodi do izgube strank in do zmanjšanega obsega poslovanja. Prav sloves podjetja pa je izredno pomemben.

Iz tega je možno sklepati, da je tekmovalnost po posameznih logističnih dejavnostih precejšnja in zmerna pri porajajočih se storitvah, kot npr. na segmentu celovitih logističnih storitev. Te so v Evropi pretežno v fazi uvajanja oz. zgodnje rasti. Pravih ponudnikov je še malo, tako da je marsikje konkurenca še v povojih. Iz tega sledi, da privlačnost klasičnih dejavnosti v logistični panogi ni posebej izrazita. Drugače je pri ponudbi celovitih rešitev za obvladovanje celotne logistične verige, ki jo lahko ocenimo kot *visoko privlačen* del panoge.

4.2.2.3 Pritisk substitutov (nadomestkov)

Nadomestki so proizvodi oz. storitve, ki zadovoljujejo enake oz. zelo podobne potrebe. Glede na uporabljeno definicijo panoge Luke Koper, ki se omejuje na celovite logistične storitve, je mogoče predvideti, da ima ta del logistike svoje nadomestke. Iskati jih je možno predvsem med posameznimi preprostejšimi logističnimi dejavnostmi, npr.: celotno transportno verigo se da razčleniti na posamezna zaokrožena in samostojna opravila.

Prva skupina substitutov ne izvira iz panoge z visokimi donosi, pač pa iz panog z ostro cenovno konkurenco, zelo omejeno diferenciacijo in omejenimi znanji. Predvsem slednje in povečana potreba po usklajevanju posameznih dobaviteljev storitev predstavljajo za naročnika dodatne (strokovne in človeške) napore, povečujejo tveganja, kar oboje zmanjšuje privlačnost tovrstnih nadomestkov.

Drugo skupino nadomestkov tvori opravljanje storitev v lastni režiji, tj. s strani potencialnih kupcev logističnih storitev. To zlasti velja za opravila, ki so tesno povezana z opravljanjem osnovne dejavnosti, kot je npr. upravljanje z medfaznimi zalogami in drugo notranjo logistiko pri proizvodnem podjetju. Takšna opravila potencialni kupci pogosto obvladajo, kar jim omogoča enostavno nadomeščanje zunanjih storitev z lastno dejavnostjo.

Nadomestki vsekakor so prisotni, vendar za ponudbo logistov večinoma ne predstavljajo nevarnosti, razen pri enostavnejših storitvah, ki mejijo na delo manjših, specializiranih logističnih podjetij. Trendi v industriji napovedujejo nadaljnji upad zanimanja za nadomestke. Biti ponudnik celovitih logističnih storitev je torej z vidika nadomestkov **vsaj srednje** zanimivo.

4.2.2.4 Pogajalska moč kupcev

Na tem mestu je prikazano razmerje moči med panogo in njenimi kupci, saj bi izrazita premoč slednjih lahko ogrozila zanimanje za ponujanje celovitih logističnih storitev.

Večji kupci bodo iskali pomoč pri izboljšanju obstoječih nabavnih verig in pri rokovanju s cikličnimi primanjkljaji lastnih zmogljivosti ob viških sezon. V projektih izboljšanja nabavnih verig je pričakovati individualen pristop in kupcu prilagojene rešitve, kar povečuje vzajemno povezanost in pogajalsko moč kupca. Po drugi strani naj bi bil obseg prodaje velelogista tolikšen, da tudi izguba enega večjega kupca ne bi smela povzročiti resnejših težav.

Možnost integracije nazaj (ko kupec prevzame dobavitelja) se zdi majhna. Spričo trenda osredotočanja na osnovno dejavnost, zunanje nabave storitev (angl. *outsourcing*) in specifičnih znanj, potrebnih za upravljanje velelogista, se zdi diverzifikacija po nabavni verigi nazaj sprta s sodobnimi spoznanji o poslovnih integracijah in z do sedaj obravnavanimi trendi.

Večji pomen, ki ga kupci logističnih storitev pripisujejo kakovosti, vpliva na zmanjševanje njihove pogajalske moči – potrebujejo kakovost in zanjo so pripravljeni odšteti več. Iz zgornjih ugotovitev lahko povzamem, da je pogajalska moč kupcev do velelogistov srednje močna do šibka. S tega vidika je panoga **vsaj srednje** privlačna.

4.2.2.5 Pogajalska moč dobaviteljev

Dobaviteljev logistične opreme (tovornjakov, viličarjev, regalov, kontejnerjev, itd.) je sicer številčno manj kot logističnih podjetij, a med njimi vseeno vlada zadostna mera konkurenčnosti, da je dostop do opreme neoviran.

Dobaviteljevi proizvodi se razlikujejo predvsem po tehnološki dovršenosti in sodobnosti; logistični informacijski sistemi pa še po zanesljivosti in prijaznosti uporabniku. Storitve dobaviteljev se med seboj razlikujejo po strokovnosti in zanesljivosti, sicer pa so si dokaj podobne. Predvsem pa je proizvodov in storitev dovolj in so medsebojno do neke mere zamenljivi, zato lahko pogajalsko moč dobaviteljev iz tega naslova ocenim kot zmerno.

Glede pomena, ki ga bodo dobavitelji pripisovali svojim kupcem, tj. velelogistom, je težko verjeti, da le-ti ne bi veljali za zanimive, če ne že za pomembne kupce. Velelogisti bodo kupovali predvsem tehnično napredno in zanesljivo opremo.

Stroški zamenjave dobavitelja so v očeh velelogista pretežno manj pomembni, z izjemo informacijske tehnologije⁷, v kateri ti praviloma pomembno presegajo golo vrednost opreme.

Glede na pridobljene omenjene podatke je možno sklepati, da je pogajalska moč dobaviteljev zelo omejena, razen pri zagotavljanju celovite informacijske podpore poslovanju, v katerem so stroški zamenjave dobavitelja precejšnji. Panoga je torej **privlačna**, a se je potrebno zavedati pomena kakovosti, informacijske tehnologije in njenih posebnosti.

4.2.2.6 Skupna ocena panoge s Porterjevo analizo

Skupna ugotovitev je, da se ponudnikom celovitih logističnih storitev v naslednjih nekaj letih ni bati za svoj uspeh – panoga se zdi **perspektivna z nadpovprečno možnostjo rasti**. Obenem je mogoče oceniti omenjeno panogo tudi vzporedno z možnostmi slovenskega gospodarstva, tj. majhnega odprtega gospodarstva, v katerem glavnina prihodkov združbe izvira iz storitev na mednarodnih trgih, z relativno visokimi pričakovanimi dodanimi vrednostmi na zaposlenega. Zato mora Luka Koper za dosego svoje strategije celovitih rešitev iskati podporo pri vseh deležnikih (pri občini, vladi, agenciji, razvojnem skladu, lokalnem prebivalstvu ...).

4.2.3 SWOT analiza

Glavna naloga analize SWOT je izpostaviti ključne zmožnosti podjetja, na katerih naj podjetje gradi svoj razvoj (Hunger, 1995, str. 142). Na področju prednosti in slabosti se povzemajo strateški dejavniki, ki se nanašajo na podjetje in njegovo notranje okolje, priložnosti in nevarnosti pa se nanašajo na zunanje, okoljske dejavnike, na katere podjetje na kratki rok nima neposrednega vpliva. Iz tako razdeljenih informacij se kasneje začrtajo smernice za bodočo strategijo.

⁷ Pri slednji se je Luka Koper zavarovala z lastništvom v podjetju Actual IT, ki za Luko opravlja informacijske storitve.

Tabela 6: Matrika SWOT

Prednosti: • Stranke priznavajo družbi kakovost, tradicijo, fleksibilnost. • Poznavanje blagovnih tokov na ključnih trgih (Z Balkan, Avstrija, Madžarska, Slov., Češka, Nemčija). • Finančna trdnost (finančne rezerve). • Konkurenčne cene glede na ostala Z Evropska pristanišča. • Definirani razvojni projekti. • Konkurenčna delovna sila (fleksibilni študentje). • ugled pri ceni in kakovosti avtomobilskega pretovora (Čok, 2005). • Evropsko pristanišče (hiter dostop do notranjega trga). • Sodobna tehnološka opremljenost.	Slabosti: • Podpovprečna prisotnost na področju logistike zabožnikov, ki imajo v svetu trend nadpovprečne rasti (Turk (2006): 105). • Skromna prisotnost na večjih evropskih trgih (pomanjkanje podružnic na večjih trgih). • Omejen asortiman nekaterih logističnih storitev (npr. 4PL). • Okoljska problematika. • Civilna iniciativa nasprotuje nadaljnjim širitvam.
Priložnosti: • Odpravljanje administrativnih ovir, povezanih s hitrejšo in cenejšo izvedbo poslov (v sklopu WTO). • Trend prenosa logističnih storitev od podjetij k zunanjim izvajalcem (outsourcing – 3PL, 4PL). • Povezovanje podjetij (networking). • Evropski strukturni in razvojni skladi. • Uvajanje konkurence v železniški prevoz. • Vse večja politična in ekonomska stabilnost na trgih JV Evrope. • »Evropske morske avtoceste«.	Nevarnosti: • Visoki zahtevani stroški licence za pristaniško dejavnost, zemljišče. • Državno lastništvo in s tem povezane nevarnosti (politični vplivi). • Neuvrstitev v Evropske prometne koridorje in direktive. • Privlačnost trga lahko pripelje nove ponudnike storitev, ki se odločijo za drugo pristanišče. • Trend subvencioniranja rečnih poti pomeni izbiro drugih pristanišč. • Spremembe na področju študentskega dela, ki je sedaj omogočalo fleksibilnost.

Vir: avtor na podlagi člankov (Condon, 2004; Cushman & Weikfield, 2006), diplomskih del in letnih poročil.

Iz SWOT matrike izhajajo naslednje strategije:

- Nadaljnja krepitev mreže partnerskih podjetij na širšem območju.
- Povezava različnih storitev v celoto in razvoj celovitih rešitev (vstop v segmenta 3PL, 4PL).
- Iskanje partnerjev za Transporte, kontejnerje, multimodalni transport (delno se že izvaja).
- Lobiranje za zaščito interesov (EU, Ljubljana).
- Odprodaja nenujnih kapacitet.
- Odprodaja nerentabilnih dejavnosti in finančnih naložb.
- Prenos pristaniško-upravnih stroškov na občino in državo.

Nadaljnji razvoj Luke Koper je precej odvisen od tega, kako se bo znalo podjetje odzivati na trende, ki jim sledijo logistični velikani. Eden takih je prenos osnovnih tajniških funkcij na spletni portal, na katerem lahko preko interaktivnih okenc stranka sama (z osebnim geslom) prilagaja storitev glede na specifične tovora (Šimnovec, 2005, str. 38). Prestrukturiranje zaposlenih na informacijsko tehnološka znanja bo zato nujno. Drugi tip specializiranih pravnih znanj pa bo potreben za sledenje obsežnemu volumnu spisov na področju regulativ iz EU.

4.2.4 Trendi v dejavnosti podjetja

Evropski trg distribucije in logistike se je v zadnjih nekaj letih sofisticiral, kar je posledica povečanega pomena logistike v strategiji podjetja. Čeprav se je v letu 2006 rast umirila, so trendi geografsko polarizirani. V zahodni Evropi se je rast upočasnila, v srednji in vzhodni Evropi pa se nadaljujejo visoke stopnje rasti (Cushman & Wakefield, 2006). Faktorji, ki vplivajo na dejavnost, so novi poslovni trendi, tehnologija in zakonodaja. Glavni tokovi bodo še vedno osredotočeni na pristanišča, letališča in dele avtocest, vendar bo vse pomembnejša izbira pristanišč.

Znotraj Evropske regije je največjo rast pričakovati med 10 novimi članicami, predvsem zaradi »nearshoringa«. Vse večja potreba po transportu bo prinesla nove investicije na področju logistike. Predvideva se ustanovitev novih distribucijskih središč za zadovoljitev potrebe regije in širše. Edina omejitev je kakovost transportne infrastrukture in relativna nerazvitost trga nepremičnin.

Nov zagon logistiki dajejo predvsem nove mobilne tehnologije sledenja in informacijske rešitve za celotno nabavno verigo. Obrat sredstev je za celo industrijo večji in učinkovitost se povečuje.

Čeprav je bilo v preteklosti vidno povpraševanje po nižanju cen storitev, iskalci logističnih storitev niso pripravljene odmisli kakovosti storitev. Ker podjetja vse več svoje logistike prepuščajo tretjim osebam, je za ceno storitev ključna cena delovne sile. Opazen je tudi trend povečane uporabe 4PL⁸, pri kateri sta zaupanje in kakovost še bolj ključna kot cena.

Za podpano pristanišče Svetovna banka med leti 1998–2010 napoveduje povečanje morskega prometa ter pretovora med 4 in 5 % letno (spletna stran Svetovne banke). Povečanje potreb po kontejnerskih terminalih bo v istem obdobju večja za 55 %, kar posledično pomeni izgradnjo 200 do 300 novih kontejnerskih terminalov. Koncentracija prometa, velike intermodalne platforme in ladijske povezave bodo prinesle zmanjšanje števila nespecializiranih pristanišč. Pretovor z ladje na ladjo obsega že 20 % celotnega prometa in se

⁸ Fourth-party logistics (organiziranje celotnega poteka logistike).

bo še povečeval. Marže vseh faz morskega prometa bodo padale. Morska pristanišča so se iz preteklih preprostih fizičnih mej uspešno preoblikovala v logistične in distribucijske platforme. Postajajo vozli na mednarodnih dobavnih verigah, ki so danes bistvo trgovske konkurenčnosti.

Pričakovani trendi za podpanogo pristanišč (spletna stran Svetovne banke, 2006):

- Jasna zamejitev med nadzorno in komercialno funkcijo ter vzpostavitev državno-zasebnega partnerstva na področju pristaniških dejavnosti.
- Konkurenca med pristanišči ali celo znotraj pristanišča, kjer je to mogoče. Nad tem bo postavljena baza nadzornika, ki bo preprečeval nastanek monopolov ali jih reguliral.
- Kot posledico dodeljevanja koncesij in relativno majhnega števila mednarodnih operaterjev lahko predvidevamo nevarnost dominantne pozicije tudi preko mej ene države. Situacije se bodo razreševale na ravni regionalnih zbornic.
- Nevarnost nepremišljene prodaje zasebnikom lahko povzroči dolgoročne posledice za javno dobro (izguba lastništva nad obalami).
- Večja vključenost dejavnosti luk v procese urbanega in prostorskega načrtovanja.
- Učinkovitost luških pretovorov bo še pomembnejša za izvozno konkurenčnost posamezne države.

4.2.5 Ključni dejavniki uspeha panoge

Ključni dejavniki uspeha so tisti, ki so bistveni za zagotavljanje in ohranjanje uspeha podjetij. Dejavniki uspeha v panogi luških storitev oz. logističnih storitev se prekrivajo. Identificirani so naslednji:

- prilagodljivost,
- zanesljivost,
- ustvarjanje zaupanja.

V panogi logistike je na prvem mestu prilagodljivost: ponudnik logističnih storitev mora znati izpolnjevati želje in potrebe svojih strank. Kot so si med seboj različne stranke, so različne tudi njihove zahteve. Različne stranke povprašujejo po različnih storitvah. Čeprav povprašujejo po istem tipu, zahteve posameznih strank niso identične. Zato mora biti logistično podjetje izredno prilagodljivo v hitrosti prepoznavanja potreb posameznih strank in odzivanju nanje, saj le tako lahko zagotavlja učinkovite logistične rešitve. Prilagodljivost podjetij je odvisna od njihovega know-howa, informacijske podpore, kadrov in kulture podjetja. Brez sodobnih tehnoloških rešitev zadovoljevanje kompleksnih zahtev strank ni mogoče. Enako velja v primeru pomanjkljivega znanja zaposlenih in vestnosti, ki vpliva na učinkovitost, uspešnost, zanesljivost logističnih storitev.

Prav zanesljivost pristaniških in logističnih storitev je tisti element, ki je strankam najpomembnejši. Dostava pravega blaga v pravi količini in kakovosti ob pravem času na

pravo mesto je dejavnik, ki povečuje dodano vrednost blaga. Zanesljivost izvedbe vse bolj celovitih logističnih storitev daje logističnim podjetjem ugled in prispeva k ustvarjanju zaupanja ter njegovemu ohranjanju.

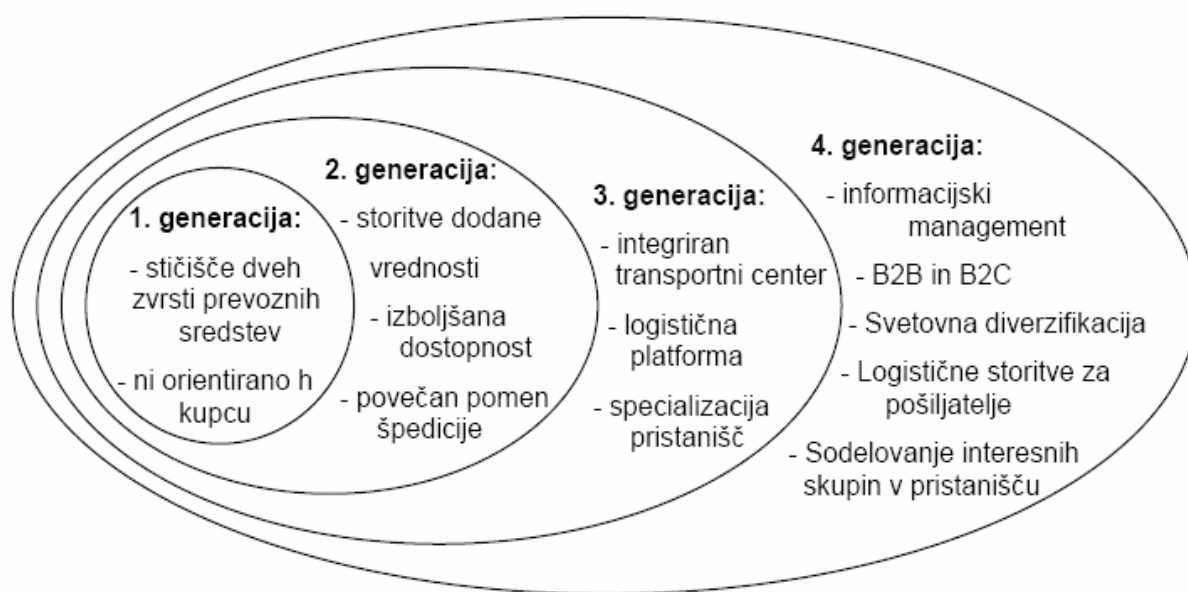
Ustvarjanje zaupanja je namreč prvi ključni dejavnik, kadar govorimo o partnerstvu med podjetji (ponudniki in kupci logističnih storitev). Zaupanje med sodelujočimi podjetji bo vplivalo na ročnost in intenzivnost njihovega odnosa (Jaklič, 1999, str. 147). Kadar v logistiki govorimo o partnerstvu med podjetji, mislimo na dolgoročno sodelovanje. Gre za t. i. odnos zavezanosti, katerega značilnosti so še široka delitev informacij, tehnologija in tudi tveganje (Jaklič, 1999, str. 149). Zaupanje pomeni, da je med partnerskimi podjetji vzpostavljen komunikacijsko-informacijski sistem, ki zagotavlja preglednost poslovanja podjetij: da imajo stranke vpogled v dogajanje logističnih procesov, ki se tičejo njihovega blaga. Informacijski sistemi in tehnologija tako zagotavljajo sledenje blagu, s tem pa zagotavljajo tudi informacije o stanju pošiljk oz. blaga.

4.2.6 Faza razvoja podjetja

Strategija Luke Koper sicer govori o zaokroženju ponudbe logističnih storitev in internacionalizaciji, vendar Luka v letu 2005 praktično ni opravljala logističnih dejavnosti, ki bi segale preko meja koprskega pristanišča (dezinvestiranje iz tržaškega kontejnerskega terminala). Svojim strankam in potencialnim strankam lahko Luka nudi le okvirne informacije o zalednih tržiščih. Pri iskanju povratnih tovarov Luka ni posebej aktivna, prav tako ni opaziti kake posebne strategije za uravnoteženje tovarov v prihodu in odhodu. Koprsko pristanišče »obdaja« več deset špediterjev, ki pretežno organizirajo transportne, carinske in druge aktivnosti od pristanišča do zaledja in obratno. V letih 2000 in 2003 je s poskusom združitve z Intereuropo želela v transportne storitve vstopiti tudi Luka neposredno, a združitvi nista uspeli. Pristanišče Luka Koper lahko torej postavimo na prelom med drugo in tretjo generacijo pristanišč (slika 2).

Luka Koper izvaja oz. organizira izvedbo številnih dodatnih storitev na blagu, a pri tem pri posameznih tipih blaga ne dosega kritične mase tovara, ki bi omogočala nabavo specializirane opreme (kar praviloma vodi do večje produktivnosti in tudi konkurenčnejših cen). Kljub zagovarjanju univerzalnosti ponudbe koprskega pristanišča je mogoče v stopnji opremljenosti oz. neopremljenosti za rokovanje s posameznimi tipi tovarov že videti zametek praktične specializacije.

Slika 2: Shema razvojnih stadijev pristanišč



Vir: IEDC, 2001, str. 6.

Koprsko pristanišče ima v naslednjih letih še kar nekaj prostora za rast. Zаметki specializacije (tretje faze razvoja) so že vidni, prav tako so vidni zаметki transporta in logistike. Vendar je z morebitno izgradnjo tretjega pomola vidna počasna omejitev širitve, prav tako pa ustavitev rasti. Uspešna severnoevropska pristanišča zagovarjajo tezo, da se najkasneje v dvajsetih letih fizični promet pristanišča podvoji, tj. povprečna letna stopnja rasti znaša med 4 in 5 odstotki. Promet v koprskem pristanišču se je v preteklih sedmih letih povečal skoraj enkrat. Z upoštevanjem gornje logike bo vprašanje četrtega pomola oz. nadaljnje širitve pristanišča predmet javnih razprav čez približno 10 let. Pri napovedovanju rasti prihodkov se velja osredotočiti na zgoraj omenjene teze o razvoju pristanišč. Luka Koper ima pred sabo še dobrih pet let solidne rasti, preden se bo ustalila pri dolgoročno vzdržni stopnji.

4.2.7 Konkurenca med pristanišči

V dejavnosti pristaniških storitev, ki bi jih bilo mogoče nadgraditi s celotno paletto logističnih storitev, sta v severnem Jadranu, poleg Luke Koper, le dve pristanišči, in sicer Luka Trst in Luka Rijeka. To sta bili pristanišči, ki sta vseskozi konkurirali Kopru v pretovoru osnovnih tovorov. Luka Rijeka je po izgubi prometa med vojno na Hrvaškem glede pomembnosti nekoliko zaostala, vendar pa bi s finančnimi injekcijami Svetovne banke in Hrvaške vlade kaj lahko ponovno posegla po deležu trga, ki ga trenutno drži Luka Koper. Luka Trst je nekoliko bolj zrelo pristanišče in je logistiko delno že vneslo v svoje poslovanje. V prilogi je vključena primerjava med sedanjimi kapacitetami obeh luk v primerjavi z Luko Koper (poglavje 9 – tabela AD 1).

Tabela 9: Pretovor Luke Koper

	2004	2005	razlika (%)
Generalni tovari	927.222	1.087.303	17,3 %
Razsuti tovari	7.411.224	7.702.234	3,9 %
Tekoči tovari	1.998.159	2.030.570	1,6 %
Skupaj	12.402.607	13.066.102	5,3 %
Kontejnerji (teu)	153.347	179.745	17,2 %
Avtomobili (št.)	472.568	483.426	2,3 %
Število ladij	1.890	2.038	7,8 %

Vir: www.luka-kp.si.

Luka Rijeka je trenutno polovico manjša od Kopra, vendar ima v načrtu razširitev in modernizacijo pristanišča, za katerega je dobila odobren ugoden kredit Svetovne banke.

Tabela 8: Pretovor Luke Rijeka

	2004	2005	razlika (%)
Generalni tovari	553.387	586.731	3,0 %
Razsuti tovari	1.224.658	1.302.533	3,0 %
Les	72.304	89.766	21,0 %
Tekoči tovari	2.749.651	2.870.970	2,0 %
Skupaj	4.600.000	4.850.000	3,0 %
Kontejnerji (teu)	60.864	76.258	25,0 %

Vir: Vjesti – Zagrebačka burza (17. 11. 2006).

Pristaniške dejavnosti si lahko konkurirajo na več načinov (World Bank, 2006b, str. 12):

- inter-port konkurenca (za iste storitve),
- intra-port konkurenca (za iste trge),
- intra-terminal konkurenca (za iste storitve na istem terminalu).

Slednjih na severnem Jadranu še ni. Direktna konkurenca so pristanišča Trst in Rijeka, delni konkurent je tudi luka v Benetkah. Stroški zamenjave so za partnerje kar visoki in prestop med enim in drugim pristaniščem ni tako lahek. Ne gre namreč samo za usmeritev ladje, ampak za celoten splet logistike, ki ga je potrebno spremeniti. Ladjarji se za spremembe odločajo le ob večjih pretresih. Cenovno je najugodnejša Luka Rijeka, zlasti zaradi cenejše delovne sile. V panogi pa so v ospredju predvsem storitve in njihova kakovost, pri čemer je Koper zelo uspešen in prepoznaven. Je trenutno največje pristanišče, če odštejemo 40 milijonov ton pretovorjene nafte v Trstu. Trst postaja vse bolj resen konkurent Luki na področju kontejnerjev. Tržaška pristaniška uprava napoveduje, da se bo blagovni pretovor do leta 2020 več kot podvojil in dosegel 21 milijonov ton (Delo, 2006). Stavijo na to, da bi nov

kontejnerski terminal zgradili, preden bi to uspelo Kopru. Rimska vlada jim je v ta namen že odobrila 272 milijonov evrov.

Tabela 7: Pretovor Luke Trst

	2004	2005	razlika (%)
Generalni tovari	8.356.064	7.785.074	-6,8 %
Razsuti tovari	1.677.149	1.962.944	17,0 %
Tekoči tovari	36.850.047	37.970.313	3,0 %
Skupaj	46.883.260	47.718.331	1,8 %
Kontejnerji (teu)	174.729	198.319	13,5 %
Avtomobili (št.)	303.462	90.523	-70,2 %
Število ladij	4.258	3.791	-11,0 %

Vir: www.portoditrieste.it.

Dejstvo, da severnojadranska pristanišča nudijo podobne pristaniške storitve – univerzalne luke s specializiranimi terminali – glede nadaljnjega razvoja narekuje dva možna scenarija: ali naporno konkurenčno tekmo med njimi ali pogodbo o sodelovanju in delitvi dela ter s tem specializacijo za posamezne tipe tovorov. Ta vprašanja bodo še bolj relevantna ob morebitni vključitvi Hrvaške v EU, saj bi bila vsa tri pristanišča interna pristanišča Evropske unije. Dolgoročno bi bilo zato bolje, če se ustvari velik celinski sistem pristanišč, ki gravitira na vsa zaledja (na srednjo in vzhodno Evropo), in je kot tak v posameznih segmentih sposoben konkurirati tudi Hamburgu in Rotterdamu. Razdalja, ki nekatere celinske države (Češko, Slovaško, severno Avstrijo, južno Nemčijo) loči od najbližjega pristanišča, je približno enaka. Velike razlike se pojavljajo v prometnih povezavah in ponudbi logističnih storitev. Koper zaradi cen teh storitev in slabe infrastrukture izgublja konkurenčnost v primerjavi s severnimi pristanišči.

4.3 FINANČNA ANALIZA PODJETJA LUKA KOPER

4.3.1 Analiza izkaza poslovnega izida

Pri ocenjevanju poslovanja podjetja Luka Koper je uporabljen pristop, ki začenja opazovanje pri poslovnem uspehu in nato nadaljuje analizo do poslovnih funkcij podjetja. Pristop, ki izhaja iz ocenjevanja poslovnega uspeha, je izbran zaradi narave pristaniške dejavnosti, ki ni klasična proizvodna dejavnost (Bizjak, 2002, str. 5).

Tabela 10: Razdelitev poslovnih prihodkov za obdobje 2003–2005 (v tisoč SIT)

Poslovni prihodki	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Prihodki od prodaje na domačem tržišču	2.293.214	8,16	2.480.326	14,35	2.836.369
Prihodki od prodaje na tujih trgih	12.511.353	17,68	14.722.813	19,89	17.651.029
Prihodki od prodaje blaga in storitev – doma in na tujem	394	931,73	4.065	-12,13	3.572
Prihodki od prenehanja dolgoročnih rezervacij	52.321	-30,55	36.339	-0,06	36.317
Prihodki od rent	594.027	-2,58	578.677	22,36	708.059
Ostali prihodki povezani s prodajo blaga in storitev	101.490	192,08	296.435	13,16	335.454
Prevrednotovalni prihodki	64.286	-86,54	8.650	7.091,75	622.086

Vir: letno poročilo 2005.

Prihodki

V letu 2005 se je nadaljeval trend rasti tako domačega kot tujega pretovora. Predvsem slednji je že drugo leto zapored rasel nadpovprečno. Eden izmed pomembnejših razlogov so nove pogodbe, ki jih je Luka pridobila po vstopu v EU in po zagotovljenem statusu notranjega pristanišča Evropske unije. Povečanje števila ladjarjev, posli z Boschom, Volkswagnom in COSCO-m so rast prihodkov od tujih strank v obdobju 2004/2005 pripeljali na skoraj dvajset odstotkov. Pomemben vpliv je imelo tudi počasno, a uspešno prestrukturiranje tovora na tistega z višjo dodano vrednostjo. Potrebno je upoštevati obrnjen trend v rasti ekonomij srednje in zahodne Evrope ter nadaljevanje visokih stopenj rasti v državah vzhodne Evrope. Kapacitete pristanišča še nekaj let niso omejitvev, ker lahko dosežejo 20 milijonov ton (interni viri Publikum BPH). Večji problem so infrastrukturna ozka grla, ki lahko že 2008 dosežejo zasičenost (interni viri Publikum BPH). Zato je Luka resno začela prestrukturirati strukturo tovora – več prihodkov za isto tonažo.

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Finančni prihodki	3.155.743	69,33	5.343.581	-57,72	2.259.335

Skupni finančni prihodki so dosegli 2,26 milijarde tolarjev, kar je za 57,7 odstotkov manj kot v letu 2004. Nižji finančni prihodki so odraz občutno nižjih prihodkov od prodaje naložb kot v letu 2004. Največji vpliv na finančne prihodke je imela postavka prihodki od dividend in drugih deležev v višini 838 milijonov tolarjev, v kateri so vključeni učinki od dividend Banke Koper, Intereurope, Krke in Probanke. Podpostavka prihodki od obresti se je znižala tudi kot posledica prestrukturiranja nekaterih naložb podjetja in zniževanja obrestnih mer na trgu.

Odhodki

Stroški storitev in stroški dela sta najpomembnejši postavki skupnih stroškov. Stroški dela so se v obeh obdobjih večali zaradi novih zaposlitev in skladno z rastjo BDP ter ne predstavljajo problematične postavke. Natančneje pa si je treba pogledati skok v stroških storitev in materiala. Stroški materiala so večji kot posledica prestrukturiranja tovora (več sadja in

zelenjave, ki imajo velik delež stroškov materiala) in vključitve dodatnih logističnih storitev v svojo ponudbo. V letu 2005 je sledil skok cen bencina, ki se izkazuje v tej postavki.

Tabela 11: Razdelitev poslovnih odhodkov za obdobje 2003–2005 (v tisoč SIT)

Poslovni odhodki	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Stroški materiala	855.906	13,67	972.946	21,62	1.183.270
Stroški storitev	4.112.326	32,87	5.463.871	14,32	6.246.531
Odpis obratnih sredstev/Amortizacija	2.466.295	32,51	3.268.177	4,93	3.429.237
Rezervacije	0		116.300	-100,00	0
Stroški dela	5.182.560	4,92	5.437.576	4,63	5.689.439
Drugi stroški	1.019.316	20,19	1.225.108	1,95	1.249.025
Stroški blaga in storitev	2.761	25,35	3.461	-30,63	2.401

Vir: letno poročilo 2005.

Posebnost pa so gotovo stroški storitev, ki se nanašajo predvsem na področje logističnih storitev in so v celotnem obdobju rasli vzporedno s svetovnim trendom (Doherty, 2006). Kot je opisano v poglavju o logistiki (poglavje 4.1), so stroški logističnih podjetij v svetu leta 2005 rasli še hitreje od povprečja panoge in marsikateremu podjetju znižali poslovni rezultat. Tako tudi Luka Koper v letnem poročilu omenja povečanje stroškov podpogodbenega dela za 20 %, kar je posledica povečane potrebe po transportnih in drugi specializiranih storitvah.

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Finančni odhodki	1.175.463	-25,91	870.952	-4,66	830.402

Zaradi prestrukturiranja posojil v ugodnejša posojila v evrih in z nižjo obrestno mero so v letu 2005 znižali odhodke za obresti za 39 odstotkov. Poleg finančnih odhodkov za obresti je odliv posledica prevrednotovanja naložbe v Medicor in Bonifika zaradi oslabitve.

Dobiček

Tabela 12: Dobiček iz poslovanja za obdobje 2003–2005 (v tisoč SIT)

Dobiček	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Dobiček iz poslovanja	1.977.921	-17,09	1.639.866	167,89	4.392.983
Dobiček iz rednega delovanja	3.958.201	-14,33	6.112.495	-4,75	5.821.916
Čisti dobiček po davkih	4.008.227	34,71	5.399.624	-10,83	4.815.087

Vir: letno poročilo 2005.

Dobiček iz poslovanja v obeh obdobjih se giblje zelo nepredvidljivo. Leta 2004 se je zmanjšal za 17 odstotkov, leto kasneje se je povečal za 167 odstotkov. Rezultat v letu 2004 je v pretežni meri posledica povečanja nadomestila za uporabo stavbnega zemljišča, višje amortizacije in stroškov materiala ter storitev. Na povečanje slednjih so vplivali predvsem vzdrževanje pristaniške infrastrukture in višje cene energentov. Negativno rast iz poslovanja je podjetje nadoknadilo z visokimi donosi na dolgoročne naložbe ter odprodajo nekaterih

naložb. Doseglo je rast čistega dobička po davkih, ki pa se je v letu 2005 znižal. Razlog je v več kot polovici manjših prihodkih iz naslova financiranja.

4.3.2 Analiza bilance stanja

Luka Koper je kot podjetje na borzi pričela z letom 2005 vrednotiti svoja sredstva in obveznosti na podlagi Mednarodnih računovodskih standardov. Spremembe pri pretvorbi učinkov iz SRS na MRS so vključene v bilanco pod postavko prevrednotovalni prihodki ali odhodki oz. zadržanemu dobičku (letno poročilo 2005: 122).

Analiza financiranja

Tabela 13: Analiza financiranja za obdobje 2003–2005

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Stopnja zadolženosti	0,15	10,4	0,17	-9,5	0,15
Stopnja pokritja obresti	11,77	-66,8	3,90	340,6	17,20
Kratkoročni koeficient	1,00	53,7	1,53	182,7	4,33
Pospešeni koeficient	0,55	79,0	0,98	212,1	3,07

Vir: avtor na podlagi letnih poročil.

Podjetje Luka Koper ima glede zadolževanja zelo konzervativno politiko, zato so naložbe v to podjetje za upnika ali investitorja zelo varne. Delež kapitala se je med leti 2003 in 2005 le malo spremenil in znaša 85 %. To bi se dalo razložiti z dejstvom, da je večinski lastnik podjetja država in da podjetje še vedno čaka na odločitev države o morebitni prodaji svojega deleža. To je lahko posledica odsotnosti večjih naložb, saj kupujejo finančne naložbe, lastniki pa ne zahtevajo izplačevanja dividend oziroma so mogoče te zahteve omiljene zaradi pričakovanih večjih naložb v prihodnosti.

Stopnja pokritja obresti je razmerje med dobičkom iz poslovanja in odhodki za obresti. Zaradi nizke zadolženosti ima Luka Koper zelo visoke stopnje tega kazalca. Upad je opazen le za leto 2004 zaradi vplivov prestrukturiranja kreditov in posledično višjih odhodkov za obresti.

Luka Koper dosega v letu 2005 zelo visoko stopnjo kratkoročnega koeficienta (kratkoročna sredstva/kratkoročne obveznosti), čeprav je bil koeficient v preteklosti nižji. Pospešeni koeficient, ki je najzahtevnejši preizkus likvidnosti in vsebuje le kratkoročne naložbe in bančno stanje, je bil trikrat večji od kratkoročnih poslovnih in finančnih obveznosti. Med leti sta se oba količnika precej povečala, kar je posledica povečevanja kratkoročnih investicij v števcu enačbe ter zmanjševanja kratkoročnih poslovnih in finančnih obveznosti v imenovalcu.

4.3.3 Analiza kazalcev uspešnosti poslovanja

Merilo za uspešnost poslovanja ne more biti samo poslovni uspeh. Le-tega je potrebno primerjati z vlaganji, ki so bila potrebna za doseg tega uspeha. Pri ugotavljanju uspešnosti poslovanja nas ne zanima absolutna vrednost rezultata, ampak rezultat poslovanja v primerjavi s sredstvi, potrebnimi za njegovo doseganje. Najlažje je dejansko uspešnost razbrati iz kazalnikov, ki merijo posamezne kategorije, in jih primerjati s povprečjem panoge (glej prilogo AD4 – Finančno-računovodski kazalci). Za primerjavo je izbrana panoga transport in sektor storitve v transportu. Pod to kategorijo spadajo vsa pristanišča, uvrščena na Reuters. Vsi kazalniki so izračunani po enačbah iz literature za vrednotenje podjetij (White et al., 2003).

Produktivnost dela

Produktivnost dela primerja količino ustvarjenih poslovnih učinkov s porabo zanjo potrebnega delovnega časa. Najbolje je produktivnost primerjati z referenčnimi podatki – v ta namen so bili pridobljeni statistični podatki Svetovne banke. V primerjavi z največjim operaterjem terminalov v Evropi – BLG, ki dosega produktivnost čez 20.000 ton/zaposlenega letno (letno poročilo BLG 2005), Luka Koper še nekoliko zaostaja, je pa bistveno nad povprečjem, ki ga Svetovna banka priporoča za pristanišča v prestrukturiranju (čez 5.000 ton/zaposlenega) (Trujillo, 2003).

Tabela 14: Analiza produktivnosti za obdobje 2003–2005

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Obseg pretovora (ton)	11.036.458	12,4	12.402.607	5,3	13.066.102
Prihodki od poslovanja (v tisoč SIT)	15.617.085	16,0	18.127.305	22,4	22.192.886
Število zaposlenih	647	0,8	652	4,1	679
Produktivnost dela (ton/zaposlenega)	17.058	11,5	19.022	1,2	19.243
Produktivnost dela (000 SIT/zaposlenega)	24.137	15,2	27.802	17,6	32.684

Vir: letno poročilo 2005, izračuni: avtor.

Obseg pretovora se letno povečuje. V zadnjem obdobju je bila rast nekoliko manjša zaradi prestrukturiranja tovora. Število zaposlenih se ni bistveno povečalo, so se pa povečali prihodki. Razmerje med količino pretovorjenega tovora in številom delavcev kaže na zmerno rast. Ključna je struktura tovora, ki na tono pretovorjene teže prinese višje prihodke. Delež prihodkov iz poslovanja na zaposlenega se tako bistveno povečuje, kar kaže na višanje dodane vrednosti tovorov. Če želi Luka Koper še naprej obdržati rast, mora iskati predvsem takšne tovore, saj bodo drugače kapacitete prehitro zapolnjene.

Analiza gospodarnosti

Gospodarnost primerja ustvarjene poslovne učinke s porabo vseh poslovnih prvin. Načelo ekonomičnosti je doseganje čim nižjih stroškov na enoto proizvoda (v primeru Luke Koper pretovora).

Tabela 15: Analiza gospodarnosti za obdobje 2003–2005

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Celotna gospodarnost	1,27	6,7	1,35	-2,9	1,31
Gospodarnost iz poslovanja	1,15	-4,0	1,10	13,4	1,25

Negativna sprememba gospodarnosti poslovanja v letu 2004 je posledica skoka v stroških, ki so bistveno znižali dobiček iz poslovanja. Skok v stroških je odraz prehoda na bolj zahtevne oblike tovorov (avtomobili, sadje itd.). V letu 2005 se je bistveno popravila. Celotna gospodarnost pa je pod vplivom finančnih prihodkov v letu 2004, ki so uravnotežili poslovni rezultat tistega leta. Na temelju obeh let je možno sklepati, da Luka Koper skrbi za vidik učinkovitosti v svojih aktivnostih.

Analiza dobičkonosnosti

Dobičkonosnost je opredeljena kot razmerje med doseženim čistim rezultatom poslovanja in vloženimi sredstvi oziroma kapitalom v poslovanje. Lastnike zanima primerjava poslovnega rezultata z vloženim kapitalom. Prav tako jih zanimajo spremembe in medletni trendi.

Tabela 16: Analiza dobičkonosnosti za obdobje 2003–2005

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Dobičkonosnost kapitala (ROE)	6,9 %	25,6	8,7 %	-15,0	7,4 %
Dobičkonosnost sredstev (ROA)	5,7 %	22,3	7,0 %	-13,4	6,1 %
Neto marža	25,7 %	16,1	29,8 %	-27,2	21,7 %

Čeprav so se kazalci dobičkonosnosti v obdobju 2004/2005 znižali, je treba ponovno upoštevati korekturo poslovnega rezultata v letu 2004 s pomočjo finančnih prihodkov. Marža iz poslovanja se je povišala, prav tako tudi dobičkonosnost sredstev, kar kaže, da so iz enote sredstev iztisnili več dobička. Nujen obrazložitev se zdi trend nižanja neto marže, ki se dogaja že pet let zapored. Razloge je možno najti v splošnem nižanju cen v panogi pristaniških storitev in storitev logistike. V tej smeri se gibajo tudi cene Luke Koper, ki se jim prilagaja, da ostane konkurenčna. Vprašanje je, kje je meja nižanja marže glede na omejene kapacitete, ki jih družba premore. Konkurenčni boj na področju kontejnerjev bi se lahko zelo zaostрил, posebej pri večjih pristaniških. Četudi so sedaj nekateri tovari zelo donosni (kontejnerji, sadje), se lahko to spremeni. Cena, ki so jo ladjarji pripravljeni plačati za raztovor kontejnerja,

je namreč iz leta v leto nižja (World bank, 2006a, str. 14). Kljub temu zgornji kazalci kažejo na zdravo podjetje.

Analiza finančnih kazalnikov

V tabeli so opisani rezultati, ki jih je v letih 2003, 2004 in 2005 dosegala redna delnica podjetja Luka Koper. Iz podatkov o preteklih tečajih je možno povzeti, kako trg vrednoti poslovanje podjetja in njegovo prihodnost.

Tabela 17: Predstavitev finančnih kazalnikov za obdobje 2003–2005

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Povprečna tržna cena	5.290,79	50,6	7.966,15	-3,8	7.664,76
P/E	18,48	11,8	20,65	7,9	22,29
P/CF	0,82	11,0	0,91	2,5	0,93
Knjig. vrednost na delnico	4.123,11	7,2	4.420,75	4,9	4.637,67
P/B	1,28	40,4	1,80	-8,3	1,65
EPS – dobiček na delnico	555,25	33,8	742,87	-10,6	664,21
EPS (dilluted ⁹)	286,30	34,7	385,69	-10,8	343,93

Vir: avtor

Povprečna letna rast tečaja delnice sledi izsledkom finančne analize. Čeprav je Luka v letu 2005 poslovala pozitivno in z vidika operativnih prihodkov bolje kot predhodno leto, pa so ostali kazalci nižji zaradi nižjega čistega dobička in posledično nižjih kazalnikov EPS, ROE, ROA itd. Če se kazalniki za leto 2004 zgladijo in če se pogledajo cene delnic na knjigovodski vrednosti podjetja ter na denarnih tokovih, se odraža veliko bolj stabilna rast. Cena delnice na tolar dobička (P/E) kaže na stalno rast, ki se bo po pričakovanju ustavila nekje na povprečju sektorja (33). Z višjimi dodanimi vrednostmi in boljšo produktivnostjo, opisanimi v prejšnjih analizah, se bodo popravljale tudi osnovne kategorije, ki bodo investitorje prepričale v nakupe delnic, in zviševale ceno.

4.3.4 Analiza poslovnih politik

Dividendna politika

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Dividendna donosnost	4,6 %	-33,6	3,1 %	10,3	3,4 %

Dividendna donosnost je v preteklih letih realno padala z manjšo korekcijo leta 2005. Podjetje polovico letnega dobička nameni za dividende in ima glede na povprečje slovenskega trga kapitala nadpovprečno dividendno donosnost z vidika deleža dobička, ki se nameni za dividende, glede na vrednost delnice. Dividendna politika sicer stremi k rastočim dividendam v absolutnem smislu, a je mogoče pričakovati precedens pri izplačilih v posameznih

⁹ Ob upoštevanju vseh delnic, tudi prednostnih.

prihodnjih letih, ko bo zaradi visokih stopenj investiranja v sredstva poslovni izid nezadosten za ohranjanje rastoče dividende. To se je skoraj že zgodilo v letih 2002 in 2004, a so bili končni rezultati pod izrazitim vplivom odprodaje finančnih naložb, čemur so sledile tudi rastoče dividende. Ker imajo dovolj rezerv, se lastnikom ni potrebno bati za dividende vsaj v prihodnjih nekaj letih. Mogoče lahko padec povzroči ogromen obseg naložb v prihodnje.

Naložbena politika

Za Luko Koper je značilno, da pomemben del zadržanih dobičkov naloži v finančne naložbe, ki pa niso nujne za poslovanje Luke Koper. Vprašljivo je torej, ali ni bolj smiselno ta sredstva izplačati delničarjem Luke, ki bi poskrbeli za njihovo investiranje po svoji presoji oz. v skladu s svojo portfeljsko politiko. Leta 2005 je postavka dolgoročne naložbe predstavljala kar 33 odstotkov vseh sredstev (26,2 milijard SIT). Ostale finančne naložbe vsebujejo delnice podjetij Krka, Gorenje in Petrol. Kratkoročne naložbe pa predstavljajo še dodatnih 13 % (10,5 milijard SIT). Po drugi strani so hitro unovčljive finančne naložbe Luke Koper lahko svojevrsten magnet za prevzemnike. Kdor bi se lotil prevzema Luke in bi mu to, kljub vlogi države, celo uspelo, bi se lahko v veliki meri zadolžil, saj bi lahko del dolga poplačal z odprodajo finančnega premoženja prevzetega podjetja, tj. Luke. Tak način ravnanja finančnega oddelka pa lahko kaže tudi na pomanjkanje donosnih investicijskih priložnosti znotraj podjetja. Najverjetneje Luka ta sredstva kopiči za odprodajo, ko se bodo pojavili obsežni investicijski projekti (obnova prvega in gradnja tretjega pomola, partnerstvo pri drugem tiru itd.).

Kadri

Za uresničevanje ciljev podjetja so zaposleni zelo pomembni. Zato je z vidika kadrovskega oddelka ključno, da se zaposlene spremlja in ocenjuje, tako da je jasen njihov vpliv na uspešnost poslovanja. Zaposlene je smiselno ocenjevati po:

- Obsegu.

	2003	% spr.	2004	% spr.	2005
Število zaposlenih	647	0,8	652	4,1	679

Zadnji dan leta 2005 je bilo v Luko Koper, d. d., zaposlenih 679 delavcev, kar je za štiri odstotke več kot leta 2004. Trend rasti števila zaposlenih se je leta 2005 nadaljeval, podobno kot v letu 2004.

- Strukturi.

Izobrazbena struktura zaposlenih se je delno spremenila. Opazen je prirast zaposlenih s peto in sedmo stopnjo izobrazbe, zmanjšalo pa se je število delavcev z drugo stopnjo izobrazbe. To je posledica fluktuacije in izobraževanja ob delu. Več kot polovica ima četrto ali peto stopnjo

izobrazbe, kar je značilno za dejavnost, v kateri podjetje posluje. Bolj kot se bo podjetje usmerjalo v celovite logistične rešitve, večji delež v celotni izobrazbeni strukturi zaposlenih bodo imeli tisti s sedmo stopnjo izobrazbe.

- Dinamiki.

Fluktuacija v Luki Koper je predvsem posledica upokojevanja in sporazumnih prenehanj delovnih razmerij na eni strani in povečanih potreb po delovni sili na drugi strani.

Informacijska tehnologija

Že iz posameznih definicij logistike izvira, da ima informatika v tej dejavnosti pomembno vlogo, pri idealu logističnega podjetja pa je bilo ugotovljeno, da bo prav učinkovit informacijski sistem ena temeljnih konkurenčnih prednosti velelogista. Tako preseneča dejstvo, da podjetje izloči dejavnost informacijske podpore iz matičnega podjetja: Luka Koper je celotno informatiko in strojno opremo prenesla na specializirano podjetje, v katerega je vstopila tudi lastniško, tj. na Actual IT. Pri tem preseneča predvsem to, da ni določeno posamezno delovno mesto, na katerem bi informatik bedel nad strukturo informacijskih procesov v podjetju in bil sogovornik in strokovni odločevalec za zunanje izvajalce s področja računalniške opreme in informacijskih sistemov oz. storitev (Čok, 2005, str. 84). Trenutno stanje lahko pomaga oklestiti kak strošek informatike na kratek rok, na dolgi rok pa postavlja vprašanje, kako zagotoviti proaktiven pristop k zagotavljanju »e-poslovanja« tako s kupci kot dobavitelji v realnem času. To pa je potrebna osnova za optimizacijo nabavnih procesov, ki zahteva vrsto obravnavanih trendov s področja logistike.

Davki

Posebnost v poslovanju skupine so tudi efektivne stopnje davka od dobička pravnih oseb, ki so načeloma precej nižje od splošne stopnje 25 %, saj je družba registrirana v ekonomski coni koprskega pristanišča, v kateri je osnovna stopnja od dobička 10 % (2. čl. ZEC-A). Ne obstaja pa nikakršna možnost olajšave na omenjeno stopnjo davka na dobiček pravnih oseb. Obstoječi Zakon o ekonomskih conah zagotavlja obstoj con do konca leta 2009. Davčnih prihrankov iz tega naslova bo takrat verjetno konec. Iz izračuna na podlagi letnih poročil izhaja, da je skupna efektivna stopnja davka na dobiček približno 18%.

Prednostne delnice

Vlada RS ocenjuje prednostne delnice kot povsem enakovredne navadnim delnicam, za kar pa ne najde somišljenika med potencialnimi kupci prednostnih delnic. Temu vprašanju bi se bilo mogoče izogniti oz. ga preložiti z nakupom navadnih luških delnic. Glede na strukturo lastništva navadnih delnic Luke (Vlada, občina ipd.) pa je le malo verjetno, da bi potencialni

lastnik uspel zbrati večinski del vseh delnic oz. vse navadne delnice, saj vlada po tihem pogojuje prodajo svojih navadnih delnic (delnic obeh skladov) z rešitvijo vprašanja prednostnih delnic. Vprašanje vrednosti prednostnih delnic Luke je velika ovira v strateških prizadevanjih Luke. Zaradi vladnih stališč bo to vprašanje stalna grožnja za investitorje v delnice Luke Koper. To vprašanje v vsakem primeru zasluži ustrezno pozornost in odgovor, ki se bo gotovo odražal v diskontni stopnji.

Okolje

Podjetja se srečujejo z vse večjimi pritiski družbenega okolja, ki jih sili v varovanje naravnega okolja. Z namenom trajnega zmanjševanja in preprečevanja negativnih vplivov na okolje na območju pristanišča in v okolici je bil uveden sistem ravnanja z okoljem v skladu s standardom ISO 14001. Izvajanje ekološko usmerjenih projektov podjetju preko učinkovite rabe naravnih virov zagotavlja neposredne finančne koristi in posredno dobrososedske odnose. Podjetje Luka Koper ima vzpostavljen monitoring okolja, pri čemer aktivno sodeluje s strokovnimi institucijami, ki imajo pooblastilo Ministrstva za okolje in prostor Republike Slovenije. Z njihovo pomočjo in nadzorom se redno opravlja nadzor okolja na področju emisij – emisij snovi in hrupa, ki so posledica opravljanja dejavnosti podjetja. Slednje (merjene v decibelih) sicer ne upadajo, vendar pa dodatna aktivnost ne prinaša večje obremenitve. Na podlagi opravljenih meritev izhaja, da so stopnje letne povprečne koncentracije inhalabilnega¹⁰ prahu pod zakonsko določeno maksimalno koncentracijo. Cilj Luke Koper je do leta 2010 prepoloviti omenjeno vrednost, kar zahteva tudi Kjotski protokol, ki je obvezujoč za vse članice Evropske unije.

Družba se uvršča med največje odjemalce pitne vode v sistemu Rižanskega vodovoda. Z namenom znižanja porabe pitne vode je družba leta 1997 vzpostavila sistem stalnega nadzora nad porabo vode. Od takrat poraba kubičnega metra vode na tono tovara vseskozi upada in se vztrajno bliža številki 0,01 (m/t). To je bistveno pod priporočeno mejo v ISO standardih. Podobno je tudi s fosilnimi gorivi.

¹⁰ Vdihljivega.

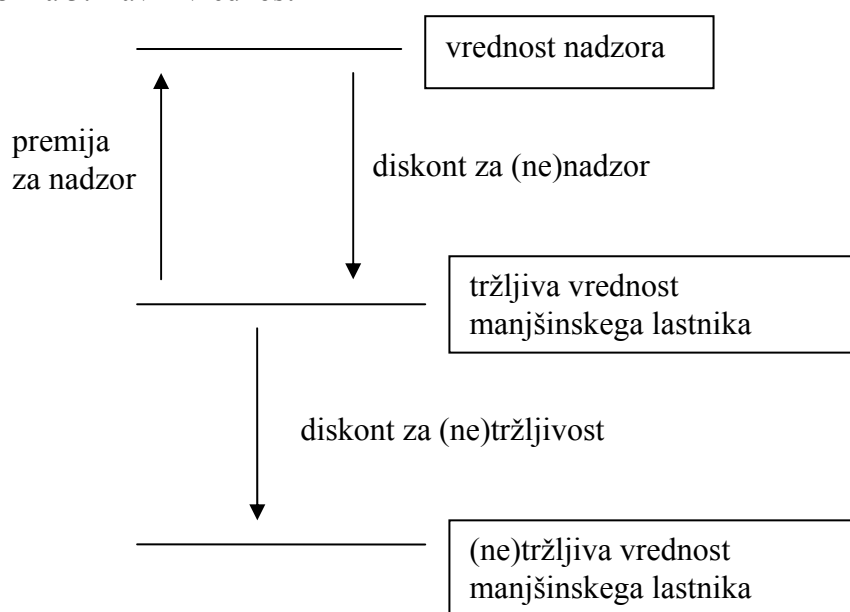
5 POSEBNOSTI PRI VREDNOTENJU LUKE KOPER

5.1 POSEBNOSTI PRI VREDNOTENJU LASTNIŠKIH DELEŽEV

5.1.1 Vrsta vrednosti

Ocenjujemo vrednost kapitala za delujoče podjetje Luka Koper. Metoda diskontiranih denarnih tokov (DCF) je ena izmed dveh, na donosih temelječih načinov vrednotenja podjetij. Rezultati metode so primerjani z rezultati po metodi primerljivih podjetij, po kateri je ocenjen interval vrednosti glede na podobna podjetja. Vrsta vrednosti, ki jo dobimo s temi metodami, je cena delnice tržljivega deleža brez nadzora kapitala podjetja Luka Koper. Kot razširitev te metode podajamo tudi oceno diskonta za netržljivi delež prednostnih delnic in oceno premije za nadzor pri prodaji večinskega deleža v podjetju. Na osnovno notranjo ceno delnice (po metodi DCF) obračunamo specifični diskont za netržljivost manjšinskega deleža prednostnih delnic oz. v drugem primeru prištejemo premijo za nadzor. Opisan postopek prikazuje slika 3.

Slika 3: Ravni vrednosti



Vir: Mercer, 2003 ter Fishman, 2002.

5.1.2 Nakup manjšinskega deleža kotirajočih navadnih delnic

Luka Koper od leta 1996 ponuja svoje delnice na borzi, od dne 1. 12. 2006 pa le-te kotirajo v borzni kotaciji A Ljubljanske borze, najbolj likvidnem delu slovenskega trga kapitala. Rezultat metode diskontiranih denarnih tokov na osnovi predvidevanja prihodnjih donosov je notranja cena delnice (ang. intrinsic value), pridobljena na podlagi temeljne analize podjetja (Mercer, 2003, str. 66).

5.1.3 Nakup manjšinskega deleža prednostnih delnic (brez kontrolnega vpliva)

Ker te delnice ne kotirajo (so manj tržljive – ang. marketable) in imajo nižje dividendne donose kot navadne delnice, morajo vsebovati določen diskont. V navadne delnice se lahko spremenijo le v primeru, da Luka Koper ne zagotavlja donosnosti 1 % na delnico oz. s spremembo statuta, ki je ni pričakovati (Matos, 2003). V tej analizi bo, na podlagi teorije in empiričnih raziskav, podan poskus, kako dobiti pravo velikost diskonta, ki ga lahko pričakuje lastnik (država), v primeru da bi prodal nekontrolni delež podjetja.

Vidik tržljivosti

Za delnice, ki kotirajo na borzi, ni razloga za kakršnekoli popravke na podlagi tržljivosti (ang. marketability). Obstajajo pa zadržki pri prodaji prednostnih delnic (le-te imajo določene značilnosti omejenih delnic), ki ne kotirajo na borzi in lastnik ne more v vsakem trenutku ugotoviti, kako investitorji vrednotijo njegovo naložbo ter kakšen je interes za nakup deležev.

Podjetje, ki kotira na borzi, lahko del svoje izdaje pod posebnimi pogoji omeji ter ga ne ponudi v sklopu ostalega kotirajočega deleža. To še ne pomeni, da ga lastnik ne more prodati. Lastniki omejenih delnic najdejo kupce, vendar morajo zaradi nepreglednosti nad trenutnimi cenami biti pripravljeni sprejeti nižjo ceno. Raziskave preteklih podobnih prodaj vodijo do ugotovitve, kako naj se ta delež vrednoti. Rezultat je temeljil na razliki med ceno delnice, ki kotira na borzi, in tisto, ki jo je dosegel prodajalec pri prodaji mimo borze. Standardna razlika, ki jo nekateri (Paschall, 2005) imenujejo »stara šola«, uporablja diskont 30–35 %. Vendar je v zadnjih nekaj pravnih postopkih davčno sodišče v ZDA odločilo, da so smiselne prilagoditve vrednosti, ki so jih naredili cenilci, in tako priznalo možnost odmika od »standardne« vrednosti. Zanimivo je, kako še vedno ogromno cenilcev brez tehtnega premisleka vključi 35% diskont. Ta isti odstotek vključijo tudi za nadzorne deleže, čeprav se ti dokazano prodajajo nad cenami manjšinskih deležev (Wessinger, 2005, str. 14). Tako za večinske deleže diskont mogoče sploh ni potreben. V preteklosti se je naslanjalo na stare empirične raziskave omejenih delnic (SEC, Gelman, Trout, Morony and Maher v Fishman), leta 2002 pa za določitev tržljivostnega diskonta. Celoten interval diskontov je bil med 26,4 in 35,6 odstotki (Thomson, 2000).

Spodaj so zbrani vsi popravki, ki jih različni avtorji vključujejo pri argumentaciji diskontov:

- Diskont na prodajo deleža, ki ne kotira na borzi, je po nekaterih predvidevanjih (med drugimi tudi Warrena Buffeta) okoli 5 %. Od tega so 4 % povprečni stroški investicijske banke, 1 % je povprečna podcenjenost, ker prodaja ni javna (Murphy et al., 1997, str. 249).
- Dostop do alternativnih virov kapitala značilno vpliva na prevzemne diskonte nekotirajočih podjetij. Povprečni prevzemni diskont je 25 %, če je višina dolga v

tistem trenutku pod mediano določenega obdobja (ohlapnejša kreditna situacija), in 34 % (ostrejša kreditna situacija) (Officer, 2006).

- Če ima podjetje, katerega delež se prodaja, krovno družbo, je tudi od nje odvisno, kolikšen bo diskont. Če je holding v slabšem finančnem položaju, je diskont večji (36 %) kot v boljšem položaju (25 %). Če se krovno podjetje odreže slabše od povprečja na borzi, to lahko pomeni 10% višji diskont kot pri zdravem podjetju. Če ima krovno podjetje likvidnostne težave, dokazano proda delež v odvisnem podjetju z diskontom, samo da ga prej unovči. Možna razlaga je večja potreba po likvidnosti (večina prevzemov se plača v gotovini) (Officer, 2006).
- Moderne raziskave kažejo že nekoliko nižje diskonte, ki se porazdelijo med 15 in 30 odstotki glede na kotirajoče podjetje (Officer, 2006).
- Prva prodaja manjšinskega dela netržljivih delnic zniža vrednost za 5 %, naslednje nelikvidne prodaje pa za dodatnih 10 % (Murphy et al., 1997, str. 250).

5.1.4 Nakup večinskega deleža podjetja – vse prednostne delnice in dva odstotka državnih navadnih delnic ali večinski delež navadnih delnic

V strokovni literaturi (Gaughan, 2002; Jarell, 1988; Weston, 2001) je največji obseg nakupnih premij (ki lahko izvira iz kontrolnega motiva, sinergijskega prihranka strateškega lastnika ali drugih pozitivnih eksternalij) dokazan prav na nakupih podjetij, ki imajo delnice na borzi. Četudi delež prednostnih delnic ne kotira, pa je z modernimi metodami vrednotenja lažje ovrednotiti bodoči donos novemu lastniku. V naslednjem podpoglavju je vključena literatura, ki dokazuje primere premij nad tržno ceno in priporoča višine premij. Ker so prodaje v tujini veliko bolj pogoste, so spodaj opisane predvsem tuje izkušnje.

Vidik (ne)obvladovanja

Najpogostejše premije oz. diskonti na vrednost, dobljeni iz temeljnih analiz, so prav tisti, ki vključijo vrednost nadzora nad odločitvami nadzornega sveta, imenovanjem uprave in glasovanjem na skupščinah podjetja. Investitorji ta vpliv zelo visoko vrednotijo. Glede na namen nakupa delnic lahko govorimo o strateškem kupcu (zanj je nadzor nujen in mu le-ta omogoča sinergijske učinke pri nakupu) in finančnem kupcu (ki nakup argumentira s finančnimi koristmi, ki sledijo iz lastništva) (Fishman et al., 2002, str. 346). Lease, McConnell in Mikkelsen (1983) so ugotovili, da delnice, ki imajo glasovalne pravice, kotirajo povprečno 3,8 % nad ceno istega razreda delnic, ki teh pravic nimajo. Raziskava DeAngela (1985) nakazuje, da so premije delnic z glasovalnimi pravicami lahko posledica špekulacij o prihodnjem razvoju podjetja in bodo pridobile na vrednosti v primeru prevzema, zato je po njegovem dejanska vrednost glasovalnih pravic le 1 % (Paschall, 2003). Od tipa lastnika je odvisna tudi vrednost podjetja. James Hitchner, avtor učbenika *Financial Valuation Workbook*, je ravni nadzora razdelal takole (Wessinger, 2005, str.12):

- Strateški nadzor (zaprto podjetje ali tisto na borzi).

Vključuje vse premije – ovrednoti sinergijske učinke za lastnika.

- Manjšinski/nadzorni tržljivi delež (podjetje z borze).

Raven vrednosti, do katere pridemo z metodami primerljivih podjetij in DCF analizami (Mercer, 2003).

- Samo tržljiv nadzor (zaprto podjetje).

Uporabljajo se iste metode kot zgoraj (brez normalizacije za dodatne donose na osnovi nadzora).

- Samo nadzor (privatno podjetje).

To je vrsta vrednosti, ki jo dobimo, če uporabljamo metodo diskontiranih denarnih tokov (DCF) in jo diskontiramo za pomanjkanje tržljivosti v primerjavi z delnico, ki kotira na borzi.

- Manjšinski netržljivi nadzor (privatno podjetje).

To je tisto, kar ostane po uporabi vseh diskontov. Nekateri priporočajo normalizacijo za manjšinske deleže.

Kako se opisane ravni nadzora v praksi izkažejo, je odvisno od tržne situacije (lahko so v drugačnem vrstnem redu). Posebnost Luke Koper je vključenost države, kar se kaže pri pričakovanih premijah. Bolj kot so investitorji dolgoročni, višje premije zahtevajo – država lahko zahteva zelo visoke premije za predajo nadzora. Institucionalni investitorji (npr. KAD, SOD) imajo drugačne horizonte za svoje portfelje zaradi demografskih značilnosti strank, potrebe po likvidnosti, posebnih interesov. Iz raziskav izhaja naslednje (Gaspara et al., 2002):

- ročnost naložbe določa, koliko bo investitor nadzoroval poslovodstvo. Dolgoročni lastnik bo bolj dosleden kot kratkoročni lastnik;
- ročnost vpliva na pogajalsko moč strank, vključenih v prodajo podjetja. Dolgoročni investitor ima večji interes zavlčevanja kot kratkoročni.

Oba učinka sta povezana. Zaključki raziskave potrjujejo, da kratkoročni investitor pričakuje nižjo premijo in je pripravljen prodati v krajšem času. Verjetnost, da se bo prevzem izpeljal, je večja. Lahko se zgodi celo, da bodo dolgoročni investitorji pomagali poslovodstvu braniti podjetje pred prevzemom.

Nekateri ocenjevalci vrednosti verjamejo, da je za vrednotenje manjšinskega deleža potrebno delati popravke za poplačilo lastnikov, popravke za pogodbe s povezanimi podjetji, netržnih rentah itd. Mnenje teh ocenjevalcev je naslednje – popravki znižajo denarne tokove na raven manjšinskih lastnikov, medtem ko so ti denarni tokovi v osnovi nastali na podlagi finančnega nadzora nad poslovodstvom. To utemeljijo kot posledico nesposobnosti ukrepanja manjšinskih delničarjev, da bi take poslovne odločitve ustavili. Vendar se lahko slednji umaknejo in sprožijo padec cene delnice. V preteklosti je bila zgornja trditev glede potrebe po normalizaciji denarnih tokov bolj razširjena, dandanes pa je splošno priznано, da statistične kalkulacije premij in diskontov (npr. Mergerstat) odražajo tudi strateško raven nadzora (sinergije), ne le večinskega nadzora. Tako normalizacija nekaterih stroškov ne pripomore k popravku pravilne vrednosti za delnice z omejitvami (ki so relativno netržljive, vendar uživajo delni kontrolni denarni tok – zaradi možnosti uporabe pri nadzoru, če se prodaja vse enemu

kupcu). V realnem svetu je borza likvidnostni faktor, ki povečuje vrednost delnicam manjšinskih lastnikov (Wessinger, 2005, str. 14).

Opaženi diskonti pri delnicah z omejenimi¹¹ pravicami prodaje (ang. restricted) se pojavljajo zaradi specifičnih faktorjev (glede tveganja, tržljivosti in obdobja ročnosti), ne pa toliko zaradi različnih denarnih tokov, na katerih temeljijo analize. Prav na teh delnicah se je v preteklosti uporabljala metoda normalizacije (prilagoditve) denarnih tokov za potrebe manjšinskih lastnikov. Nove raziskave (Mercer, 2003) priporočajo, da se normalizacije denarnih tokov ne vključi že v fazi temeljne analize, ampak naknadno s subjektivnim popravkom, če je le-ta potreben.

5.2 DRŽAVNO LASTNIŠTVO IN PREDNOSTNE DELNICE

V preteklih raziskavah nadzora v srednjih in velikih podjetjih je bilo pokazano, da se nadzor ne poslabša ali izboljša glede na skupino, ki opravlja nadzor (notranji lastniki, mali delničarji, državni skladi ...) (Gregorič et al., Domadenik et al., Simoneti et al. v Damijan et al, 2003). Verodostojnejše so raziskave, ki kot bazo podatkov jemljejo podjetja v letih (1998–2002), ko so že uspešno prešla fazo privatizacije. Čeprav razlike niso značilne, obstajajo dokazi, da podjetja, katerih največji lastnik je zunanji nefinančni holding, z vidika finančnih kazalnikov uspešnosti delujejo bolje kot podjetja, katerih večinski lastniki so državni skladi. Še slabše so se izkazala podjetja, katerih večinski lastniki so PID-i in državni razvojni skladi. Raziskavo omejuje neupoštevanje razlogov, zaradi katerih so nekatera podjetja v rokah določenih notranjih lastnikov (predvsem dobra izvozna podjetja), druga pa so ostala v rokah države. Stanje lastništva vzame kot dano. Obstoj večjih blokov lastnikov znotraj enega podjetja v Sloveniji ni redek pojav, v okviru evropskih ekonomij pa je posebnost. Ugotovitve so, da je zelo pomemben tudi drugi največji lastnik, ki lahko pripomore k nadzoru, če se ustvari primerna koalicija, ali pa znižuje vrednost podjetja, če nastajajo nesoglasja med bloki nadzornikov. Raziskovalna teza raziskave (Damijan et al., 2003, str. 5) se glasi: Državni skladi ali PID-i so bolj nagnjeni k izrabi privatnih interesov v podjetjih kot večji posamezniki, nefinančna podjetja in tujci. Zaključki so naslednji: ni nujno, da podjetje dosega visoko uspešnost le na podlagi notranjega nadzora, dejavniki uspešnosti lahko izvirajo pri človeškem kapitalu in znanju. Direktne povezave med vplivom koncentracije nadzora in uspešnostjo ni mogoče potrditi. Bolj značilna je posledica nasprotovanja (boj za nadzor) med bloki lastnikov, ki se kaže v nižji produktivnosti.

Če se zgoraj omenjena raziskava izvede na primer podjetja Luka Koper in na značilnosti njegovega lastništva, je možno trditi naslednje: državno lastništvo je tako trdno v rokah države, ostalo lastništvo pa tako razpršeno, da boja med bloki lastnikov ni (tudi v preteklosti ni podatkov o tem). Ker rasti ne omejujejo boji za nadzor, se je podjetje lahko razvijalo (in se

¹¹ Prednostne delnice Luke Koper imajo večino glasovalnih pravic in so zato zelo podobne delnicam z omejenimi pravicami prodaje.

razvija) v skladu z optimalnimi zmožnostmi. Država si je izbrala obliko pasivnega nadzora in pobirala rente od dobička podjetja brez poseganja v upravljanje podjetja. Slednje je skozi izboljševanje človeških virov in znanja ter povezovanja z drugimi podjetji (vstopanjem v nove, bolj zahtevne panoge) moralo poslovati z visoko mero učinkovitosti. Zato je na podlagi obstoječih informacij in raziskav možno trditi, da ni razloga za diskont na državno lastništvo.

Po veljavnem statutu ima država z vsemi svojimi delnicami pravico glasovanja o vseh strateških odločitvah: o sprejetju in spremembi statuta, dokapitalizaciji podjetja, prodaji deležev podjetja, imenovanju revizorja, imenovanju svojih članov nadzornega sveta, glasovanju o koncesijski pogodbi, razvojnem programu itd. Res pa je, da nima glasovalne pravice o čistih poslovnih odločitvah, ker je to stvar nadzornega sveta in uprave. Izhajajoč iz tega, da je država lastnica zemljišč in akvatorija in ima skupaj s paradržavnimi skladi in podjetji, v katerih je stoddstotna lastnica, več kot 75 odstotkov kapitala Luke, je s tem absolutno zaščiten javni interes. Luka se vseskozi trudi razmerja urediti, a je bilo napredovanje v pogajanjih zavirano s strani države.

5.2.1 Prednostne delnice

Po veljavnem statutu lahko država svoje prednostne delnice po določenem postopku spremeni v navadne. Če na primer Luka v daljšem časovnem obdobju ne zagotavlja fiksnega donosa prednostnih delnic v višini najmanj enega odstotka, se te lahko spremenijo v navadne, ne glede na to, ali Luka posluje z izgubo ali z dobičkom. Druga možnost je, da to naredi s posebnim zakonom, kar pa je glede na zakon o gospodarskih družbah pravno vprašljivo.

Donos na prednostno delnico je bil v preteklosti bistveno nižji (68 SIT na delnico) kot na navadno delnico (260 SIT na delnico). To pri tujih podjetjih pomeni, da so prednostne delnice približno štirikrat cenejše ($260/68 = 3,8$). Vendar je zaradi glasovalnih pravic, ki jih imajo prednostne delnice, njihova vrednost za lastnika lahko bistveno večja. Bolj previdno je predvidevati, da je prednostna delnica enako vredna kot navadna in nosi enak strošek kapitala. Ta teza je vključena tudi v izračune.

Nekateri predstavniki države trdijo, da je uprava Luke Koper sistematično prikrajšala državo za višje dividende na prednostne delnice (Matos, 2003a). Luka Koper je z ogromnimi naložbami v delnice na slovenskem kapitalskem trgu v prejšnjih letih nižala odliv likvidnih finančnih sredstev državi, s čimer so bili zmanjšani proračunski prihodki. Pozitivna razlika iz tega naslova se je posredno večinoma prelivala v dividende navadnih delnic.

5.3 OMEJENE KAPACITETE

5.3.1 Drugi tir železniške proge Koper–Divača

Problematika tako imenovanega drugega tira proge Koper–Divača ostaja nerešena že od zaključka gradnje prvega tira. Pokazalo se je namreč, da en tir ne zadošča za potrebe primorskega gospodarstva.

Državna agencija za železnice načrtuje, da bo modernizacija obstoječe proge do Divače zaključena do leta 2008, navezava na Madžarsko naj bi bila posodobljena do leta 2013, nova proga med Koprom in Divačo pa naj bi bila končana do leta 2015. Vendar takšne napovedi niso objektivne. Če bi namreč drugi tir zares hoteli zgraditi do leta 2012 (kot so bile prve trditve) ali vsaj do leta 2015, bi morali imeti v naslednjih treh letih v celoti pripravljeno vso projektno dokumentacijo, razmišljati pa bi morali tudi o denarnih virih. Znano je namreč, da je predvidena trasa drugega tira zelo draga, saj naj bi šla skozi dva tunela v skupni dolžini dobrih 13 kilometrov. Glede na dosedanje financiranje železniške infrastrukture iz proračunskih sredstev bi težko verjeli v napovedane časovne roke.

Že sama obnova in modernizacija obstoječe proge med Koprom in Divačo bo povečala njeno propustnost za 30 %, kar bi morale zadostovati za prihodnjih šest let. Šele nova proga pa bo problem dokončno razrešila, saj bo zmogljivosti več kot podvojila in hkrati omogočila tudi bistveno večjo hitrost prevozov. Z njo bo dolgoročno rešen problem železniške povezave Luke Koper in vsega obalnega gospodarstva z zaledjem. Problem je finančni zalogaj, ki bo za gradnjo potreben, saj investicija znaša 376 milijonov evrov (90 milijard SIT). Treba bo torej iskati dodatne vire. Eden takšnih je na primer uvedba ekonomske uporabnine na železnicah¹², drugo možnost pa predstavljajo sredstva iz evropskih skladov, vendar Evropska komisija daje prednost čezmejnemu projektu, kot je povezava Trsta z Divačo. Ta naj bi bila nared do leta 2020, v veliki meri financirana prav z denarjem iz Bruslja.

Pri analizi prihodnje rasti tovorov so vključena pričakovanja o izgradnji drugega tira, saj je z modernizacijo proge problem omejenih kapacitet samo začasno rešen. Po predvidevanjih bo Luka nadaljevala z izboljšanjem strukture pretovora, kar pomeni višjo dodano vrednost na pretovorjeno tono. Tako bi lahko Luka Koper finančno rasla, medtem ko se letni pretovor ne bi bistveno povečeval. Omenjena strukturna sprememba je upoštevana v napovedih za prihodnjih deset let. Dolgoročno omejene kapacitete pa so upoštevane tudi pri dokaj konservativni predpostavki rasti v neskončnost ($g = 2,9 \%$), kar je realno le 0,7 odstotka nad inflacijo. To je po ocenah vzdržna raven.

¹² Za zdaj se namreč zaračunava le simbolična uporabnina, s katero pa se nabere premalo denarja za večje investicije.

5.3.2 Tretji pomol

Gradnja tretjega pomola je upoštevana pri vseh analizah, čeprav se v realnosti še ni začela. Tako v gospodarskih krogih kot v vladi je podpora gradnji soglasna. Potrebo po novih terminalih je treba nazorno predstaviti tudi civilni iniciativi, saj bo njihovo soglasje dokončno odpravilo ovire za gradnjo. Omejitev s finančnega vidika ni, saj Luka Koper že leta kopiči kratkoročne in dolgoročne naložbe, ki so dokaj likvidne in ji letno prinašajo visoke donose. Realno je pričakovati, da bo Luka finančne naložbe v pravem trenutku zamenjala za poslovne investicije v nove nujne kapacitete.

Luka Koper namerava še letos začeti z investicijami, s katerimi bo v sorazmerno kratkem času precej povečala pristaniške pretovorne zmogljivosti. Razvojni načrt pristanišča v prihodnjih letih predvideva za približno 400 milijonov evrov (48 milijard SIT) vlaganj. Najprej se bodo lotili prvega pomola, ki je najbližji mestu in na katerem že zdaj pretovarjajo predvsem zabojnike (leta 2006 so jih pretovorili okoli 250.000). Podaljšali naj bi ga za 350 metrov, kar bi omogočilo letni pretovor 500.000 zabojnikov in tudi večji pretovor avtomobilov. Naložba v prvi pomol je ocenjena na 110 milijonov evrov (26,2 milijard SIT). Kasneje naj bi se lotili gradnje tretjega pomola, dolgega 1050 metrov in z 41 hektari površine, na katerem bi lahko pretovarjali 600.000 zabojnikov, v zaledju pa še 450.000. V Kopru nameravajo pred letom 2020 pretovoriti milijon zabojnikov na leto (Delo, 22. 6. 2006). Investicije so tako nujne, da za podjetje ni smiselno čakati na sprejetje celovitega skupnega lokacijskega načrta za celotno območje Luke Koper, temveč se bo družba podaljšanja pomolov in gradnje tretjega pomola lotila na podlagi obstoječe in že sprejete prostorske dokumentacije. V začetku leta 2007 se pričakuje sprejetje lokacijskega načrta za tretji pomol. Čeprav ji nasprotuje okoliško prebivalstvo, predvsem iz Ankarana, pa podpora na Ministrstvu za okolje ne podpira dvomov, da do gradnje ne bi prišlo.

Naložba v tretji pomol je ocenjena na 180 milijonov evrov (43,2 milijard SIT). Na tretji pomol nameravajo preseliti vse zabojnike s prvega pomola, prvi pomol pa bodo namenili avtomobilom in generalnemu tovoru. Po dokončanju tretjega pomola bodo za približno 150 metrov podaljšali še drugega. To podaljšanje bo namenjeno predvsem pretovoru avtomobilov in tekočih tovorov. Naložbo so ocenili na 115 milijonov evrov (27,6 milijard SIT). Tu naj bi imeli prostora za 5500 avtomobilov.

V času pisanja magistrskega dela je bilo najavljeno srečanje medresorske komisije, a brez konkretnih datumov. Takoj ko bosta pristojna medresorska komisija in Vlada RS potrdili strategijo razvoja Luke Koper, bodo pristojna ministrstva lahko izdala dovoljenja, na podlagi katerih bo mogoče začeti gradnjo. Gradbena stroka meni, da je vse projekte mogoče zaključiti v dveh do treh letih (Delo, 22. 6. 2006). Podpora za gradnjo je takšna, da se lahko v predvidevanjih prihodkov predpostavi gradnja tretjega pomola. Omejitve v kapacitetah, ki bi lahko nastale zaradi pomanjkanja prostora na terminalih, ni pričakovati.

5.4 PRISTANIŠKA UPRAVA

Pogodbeno razmerje z Republiko Slovenijo je od leta 2000 urejeno z najemno pogodbo in vključuje operativne obale in zemljišča v lasti Republike Slovenije v koprskem pristanišču. V skladu s to pogodbo so v letu 2005 znašali stroški najema 224.459 tisoč SIT, v letu 2004 pa 210.935 tisoč SIT¹³. Za naložbe v pristaniško infrastrukturo so v letu 2005 namenili 385 milijonov SIT, v letu 2004 pa 1.032 milijonov SIT. Ker še ni bila sklenjena koncesijska pogodba za upravljanje, vodenje, razvoj in redno vzdrževanje pristaniške infrastrukture v koprskem tovornem pristanišču, Luka Koper še vedno uporablja operativne obale in zemljišča v lasti Republike Slovenije v koprskem pristanišču na osnovi najemne pogodbe iz leta 2000. Pravice in obveznosti so podobne tistim, ki bi morale biti urejene s koncesijsko pogodbo.

V Luki Koper so zaradi izmikajočega dogovora oblikovali službo za pristaniško infrastrukturo in s tem notranjo organizacijo prilagodili predvidenim spremembam. Služba za upravljanje s pristaniško infrastrukturo upravlja z infrastrukturo v dolgoročnem najemu od države in z infrastrukturo v lasti Luke Koper, d. d. Prihodki od ladijskih in luških pristojbin so v obdobju januar–junij 2006 znašali 697 milijonov SIT, kar je 18 % več kot v enakem lanskem obdobju. Skupni stroški upravljanja s pristaniško infrastrukturo so znašali 798 milijonov SIT. Vzpostavljena organizacija in sistem računovodstva bosta naknadno omogočila, da bo družba na osnovi sklenjene koncesijske pogodbe sestavljala računovodske izkaze in poročala v skladu z določili računovodskih standardov.

Predstavljena organizacija in predpostavka podjetja, da bo koncesija tudi v prihodnje njihova, je sicer upravičena, ker gre za edino specializirano podjetje v Sloveniji. Na osnovi direktiv EU pa bo v prihodnje mogoče vzpostaviti konkurenco za koncesijo na istem delu obale in zviševanje cene koncesije glede na povpraševanje. Sedanji strošek je za slovensko¹⁴ pristanišče dovolj nizek, da ne vpliva bistveno na cene storitev družbe.

Za sedmi pomol v Trstu je Luka Koper plačevala koncesijo milijon evrov, torej približno toliko, kot plačuje v Kopru. Pri tem ne gre zanemariti tamkajšnjih boljših razmer, skupaj z opremo. V Kopru to ceno plačujejo za zemljišče, ki ni komunalno opremljeno, in za obalo, ki so jo zgradili sami. Višina najemnine se bistveno ne razlikuje niti, če jo primerjamo z najemninami v drugih evropskih pristaniščih, na primer v Hamburgu ali Rotterdamu. Pristaniška oblast v Rotterdamu za podoben denar v najem ne daje le golega zemljišča, ampak tudi ceste, železnice, komunalne objekte, platoje in drugo infrastrukturo, ki jo zgradi država. Če bo država kot večinska lastnica hotela imeti konkurenčno pristanišče, bo morala predpisati takšno koncesijsko dajatev, kot je v navadi pri drugih evropskih pristaniščih. Če se bo

¹³ Po pogodbi Luka plačuje 20 SIT na tono pretovorjenega blaga brez pretovorjenih naftnih derivatov.

¹⁴ Nekatera pristanišča v tujini imajo to drugače urejeno, tako da v cene svojega delovanja in cenik, namenjen ladjarjem in logistom, vračunavajo uporabnino obale.

odločila za poldrugo milijardo tolarjev (Matos, 2003), noben investitor ne bo pokazal interesa za koncesijo, ker se mu ekonomsko gledano izračun enostavno ne bo izšel.

Eden od argumentov poznavalcev (Matos, 2003), ki lobirajo za pristaniško upravo, je, da sedanji sistem ne dopušča konkurence. Skratka, Luka naj bi imela monopol nad odločanjem o pomorskem gospodarstvu, krojila naj bi usodo vsem udeležencem v pristaniški dejavnosti – od špediterjev, pomorskih agentov do prevoznikov.

V Evropi obstajajo trije glavni modeli organizacije in lastništva pristanišč. Model, ki je trenutno v veljavi pri nas (pogodba o najemu), je precej razširjen, saj velja tudi za ekonomsko najuspešnejšega. Poznajo ga v Italiji, Angliji in Franciji. Komercialni del, gradnja in vzdrževanje infrastrukture ter njeno upravljanje so združeni v enem gospodarskem subjektu, ki ima z državo sklenjeno koncesijsko pogodbo. Pristaniška uprava pa pomeni, da ima upravljanje, vzdrževanje in investicije v infrastrukturo v rokah državna institucija, ta pa razpisuje koncesije podjetjem, ki jemljejo v najem posamezne terminale. Prvi argument sistemov javnih pristaniških uprav je konkurenčnost, ki bi jo obstoj več upravljavcev povečal. To je po klasifikaciji Svetovne banke (poglavje 4.2.7 o konkurenci med pristanišči) tip konkurence znotraj luk ali terminalov, ki mu je naklonjena tudi Evropska unija. Vendar med obstoječimi terminali Luke Koper konkurenca ni možna, ker je vsak terminal zase specifičen. Terminal za živino ne more konkurirati kontejnerskemu terminalu. To sta dve popolnoma ločeni tehnologiji. Drugi argument za pristaniško upravo je zaščita javnih interesov. Ta argument je sicer pomemben, vendar v primeru Luke Koper nekoliko zavajajoč, saj država posredno nadzira skoraj 75 % kapitala. Brez odločitve države se namreč ne more zgoditi nobena odprodaja zemljišč, obale in morja. Prav tako pristaniške uprave ni mogoče ne teoretično ne praktično ustanoviti, ne da bi država odkupila luško infrastrukturo. Obale ne more dati v koncesijo, če zraven nima cest, železnice, telefonije, elektrike, itd. Vse to je danes v lasti Luke. Klasična javna pristaniška uprava tako ne more nastati, razen če bo država pripravljena investirati veliko denarja v vzdrževanje in upravljanje infrastrukture ter odkup delnic. Država bi morala za odkup infrastrukture Luki plačati več kot 50 milijard tolarjev, pri čemer se odraža dvom, da bi Luka v takšno prodajo privolila, saj brez tega ne bi mogla poslovati in bi se torej samoukinila. Država se lahko odloči za odkup 49 odstotkov navadnih delnic na trgu in postane 100% lastnik – upravitelj in izvajalec v eni osebi. Vendar to pomeni, da bi morala kupiti približno sedem milijonov delnic, ki so bile po povprečnem tečaju 2005 vredne čez osem tisoč tolarjev na delnico. Tako bi jo nakup stal približno 56 milijard tolarjev. V Luki zato predlagajo, da bi javni del nadzora nad sedanjo interno službo pristaniške uprave, ki je del Luke Koper, d. d., lahko opravljala pristaniška uprava, ki je del ministrstva za promet in ima sedež v Kopru.

V zvezi z višino koncesije je v izračunih še nadalje upoštevana relativno enaka višina prispevka kot do sedaj (20 SIT na tono pretovora brez upoštevanja naftnih derivatov) in je vključena v postavko Drugi stroški.

6 OCENA VREDNOSTI LUKE KOPER

6.1 DATUM VREDNOTENJA PODJETJA

Vrednotenje je bilo narejeno na informacijah in virih, ki so bili javno dosegljivi v novembru in decembru 2006.

6.2 INFORMACIJE O PODJETJU, KI ŠE NISO VKLJUČENE V BILANCE 2005

V letu 2006 so se v zvezi s poslovanjem družbe pojavile pogodbe in informacije, ki bi lahko vplivale na ceno. V nadaljevanju so navedene v časovnem zaporedju (od najnovejše do najstarejše). Pogodbe kažejo, da načrti za leto 2006 in tudi za prihodnja leta prehajajo v prakso in da so napovedi o rasti tovorov pod točko 6.3.1 realne.

6.2.1 Nove pogodbe v letu 2006

- Podpisani sporazum s Port Klangom (15. november 2006)

Največje malezijsko pristanišče (13. na svetu) in Luka Koper sta podpisala sporazum za izboljšanje prepoznavanja obeh kot »gateway« za tržišča, ki jih pokrivata. Pričakovati je strmo rast prometa med obema pristaniščema. Le-ta bo leta 2010 dosegel 100.000 zabojnikov letno.

- Podpisana pogodba z južnokorejskim ponudnikom logistike Glovisom (20. julij 2006)
Podpisan je bil sporazum za uporabo pristanišča Koper pri transportu vozil (KIA, Hyundai) iz dveh novih tovarn na Slovaškem in Češkem. Nov posel bo povečal tako število avtomobilov kot kontejnerjev, ki potujejo skozi pristanišče.

- Sodelovanje na področju logistike (6. julij 2006)
Predsednik uprave Luke Koper Robert Časar je podpisal pismo o nameri skupnega poslovnega sodelovanja na področju logistike z družbami Holding Slovenske železnice, d. o. o., Intereuropo, d. d., in Pošto Slovenije, d. o. o. Cilj poslovnega sodelovanja je v zagotavljanju kupnih mednarodno konkurenčnih in kakovostnih globalnih logističnih storitev za učinkovitejše in bolj enakovredno vključevanje v mednarodne blagovne tokove.

- Sodelovanje z izraelskima podjetjema Agrexo in Arava (junij 2006)
To sodelovanje za Koper predstavlja sodelovanje z največjima izvoznikoma sadja in zelenjave iz Izraela.

- Sodelovanje z ZIM in MSC iz Izraela (maj, junij 2006)
S sodelovanjem s tema dvema ponudnikoma ladjarskih storitev si je Koper zagotovil pomembno vlogo pri distribuciji izraelskega blaga.

- Mitsui O. S. K. (april 2006)

Od začetka aprila 2006 deluje v Kopru nova pomorska agencija Multi-Shipping, d. o. o., ki na slovenskem trgu ter na trgih Hrvaške, Bosne in Hercegovine ter Srbije in Črne Gore zastopa kontejnerskega ladjarja Mitsui O. S. K. Lines (MOL). Trenutno nudijo servis iz Kopra preko pretovornega pristanišča Gioia Tauro na Bližnji in Dalnji vzhod, Japonsko, v Avstralijo ter vzhodno Afriko.

6.2.2 Pomembne novice v letu 2006

- Premog za ljubljansko toplarno se bo morda namesto skozi Koper preusmeril na Rijeko, kar bi pomenilo 8,5 % manj razsutega tovora za Luko Koper (Slovenska Istra, 2006)
- Rusko zanimanje za Luko Koper (med 18. in 21. septembrom 2006): Ruski minister Levitin se je zanimal za možnost povečanja pretovora ruskih tovorov preko Luke Koper, in sicer avtomobilov, sadja, kontejnerjev, lesa.
- Beluga Shipping je začela poslovanje v Kopru (februar 2006): Družba je specializirana za specialne in težke tovore in pomeni za Koper rast na tem področju.

6.3 REZULTATI VREDNOTENJA

V tem poglavju so natančno opisane vse predpostavke, ki so uporabljene pri vrednotenju podjetja Luka Koper. Najprej pa je treba pojasniti nekaj posebnosti, ki so se pojavile pri vrednotenju podjetja. Družba je primer specifične privatizacije, ko je Vlada RS v fazi določanja vrednosti sebi vpisala prednostne delnice v vrednosti 180 milijonov USD. Le-te so nadomestilo za vključitev obale, zemlje in komunalnih priključkov v sredstva podjetja. Skladno z zakonom o privatizaciji je na paradržavna sklada (Kapitalsko družbo in Slovensko odškodninsko družbo) prenesla dodatnih 16 % kapitala.

Druga posebnost, ki se pojavlja pri tem vrednotenju, je omejenost kapacitet. Determinirati kapacitete pristanišča in iz nje izhajajoče prihodnje rasti so ključni že na samem začetku vrednotenja. Ker so viri glede omejenosti kapacitet zelo pristranski, so v projekcijah upoštevane cene izgradnje kapacitet, ki so vključene v bilance, kamor glede na zaznane potrebe po zmogljivostih spadajo (podaljšanje prvega pomola leta 2009 in izgradnja tretjega 2013). Vzporedno je predpostavljeno, da se bodo infrastrukturne kapacitete dogradile pravočasno ter tako ne bodo zavirale razvoja družbe.

Vse vrednosti, ki so vključene v analizo, so podane v nominalni obliki, saj so bili vsi finančni izkazi, obrestne in diskontne mere ter drugi podatki podani v nominalni obliki. Druga

možnost, ki pa jo praktiki vrednotenja podjetij odsvetujejo (Copeland, 1996, str. 153), je pristop, temelječ na realnih denarnih tokovih. V tem primeru je potrebno vse vrednosti preračunati na konstantno osnovno leto, a bi to v primeru izkazov Luke Koper povzročilo obilo težav in zmede. Ker so analize bazirane na podatkih iz let z zmernimi oz. nizkimi inflacijskimi stopnjami, je edini smiselni pristop prav nominalni.

6.3.1 Metoda diskontiranega denarnega toka

Vsaka analiza temelji na predpostavkah, ki kasneje sooblikujejo vrednost. Nekatere so le odsev pričakovanj trga (inflacija itd.), medtem ko so druge povsem odprte in se njihova utemeljitev opira na analize panog, trgov. Tudi podjetje samo skozi letna poročila in novice sporoča svoje videnje prihodnosti. Vsa sporočila za javnost pa niso nujno verodostojna. Spodaj bodo korak za korakom predstavljene predpostavke, uporabljene v tej analizi.

Napovedi tovorov

V finančnih poročilih Luke Koper so prihodki porazdeljeni na domači in tuji trg. Vendar je takšno napovedovanje prihodkov lahko dokaj nenatančno. Težko je namreč napovedati, kako se rast BDP v posamezni državi prenese v rast prihodkov Luke Koper. Bistveno lažje je na podlagi informacij v letnih poročilih predvidevati rast ter strukturo pretovora. Prehod k bolj donosnim oblikam tovorov (in s tem višji dodani vrednosti na pretovorjeno tono) je trend, ki mu Luka sledi zadnja leta. Natančna analiza skupnega pretovora kaže, da je celotni tovor zadnjih nekaj let rasel za približno milijon ton letno. Znotraj dela splošnih tovorov pa je opazen prehod na bolj donosne kategorije (sadje, zelenjava, itd.). Zadnji dve leti se opazi postopen prehod k večjemu številu avtomobilov in kontejnerskih tovorov, ki so zaradi svoje specializacije tudi najbolj donosni. Slednji bodo po napovedih logistov in ladjarjev rasli med 9,6 in 10,2 odstotka. Taka rast je pričakovana tudi v prihodnje (Čok, 2005: 22 in 102).

Iz polletnega poročila 2006 (Luka Koper):

- sipki tovari so načrtovane količine prekoračili za 141 %,
- generalni tovari beležijo ladijski pretovor v okviru načrtovanih količin, čeprav so nekatere blagovne vrste (papir, železovi proizvodi) presegle načrtovani obseg pretovora – za sadje je to odraz trenda rasti preteklih let,
- presežene so načrtovane količine pretovora kontejnerskih enot za 12 odstotkov,
- za tekoče tovore se nadaljuje trend stabilnega pretovora,
- za avtomobile je presežen načrtovan in lanskoletni pretovor.

Lastna predvidevanja (na podlagi prej omenjenih virov) omogočajo, da se trendi iz preteklosti projicirajo v prihodnost, pri čemer je dobljena struktura tovorov za celo desetletje. Podobno strukturo je nato pričakovati še vsaj za nekaj let, saj se bo zmanjševanje pretovora razsutih tovorov v večjem obsegu začelo šele po letu 2020, ko potečejo nekatere pomembne

dolgoročne pogodbe in ko se bo Evropski energetski terminal uporabljal le za zadovoljevanje internih potreb Slovenije po energentih.

Tabela 18: Predvidena sprememba strukture tovora med 2006 in 2016 (odstotek v celotni strukturi letnega pretovora)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Suhi razsuti tovor	57,8 %	56,6 %	55,8 %	54,9 %	54,1 %	53,2 %	52,5 %	51,5 %	50,7 %	49,9 %	49,1 %
Tekoči tovari	15,4 %	15,1 %	14,7 %	14,3 %	14,0 %	13,6 %	13,3 %	13,1 %	13,0 %	12,8 %	12,7 %
Kontejnerji	15,2 %	16,6 %	17,8 %	19,1 %	20,3 %	21,5 %	22,5 %	23,5 %	24,4 %	25,3 %	26,2 %
Generalni tovari	7,9 %	7,6 %	7,4 %	7,1 %	6,9 %	6,7 %	6,5 %	6,4 %	6,4 %	6,3 %	6,2 %
Avtomobili	3,7 %	4,1 %	4,3 %	4,5 %	4,8 %	5,0 %	5,2 %	5,4 %	5,6 %	5,7 %	5,8 %

V tabeli 18 je viden trend prehoda k bolj donosnim tovorom. Razen kontejnerjev, za katere Svetovna banka napoveduje gotov padec cen s prihodom ogromnih post-panamax¹⁵ ladij, se v ostalih kategorijah tovorov išče bolj donosne tovore (sojo na razsutih tovorih, kemikalije in nafto na tekočih, sadje, zelenjavo na generalnih in vse več dodatnih storitev v povezavi z avtomobili – čiščenje, zavarovanje, parkiranje).

Celotna rast tovora je nekoliko višja kot v preteklosti napovedana s strani podjetja, vendar so v preteklosti tako bistveno presegali napovedi, da bi bilo upoštevanje napovedi Luke preveč konservativno. Tako za leto 2006 trdijo, da bo pretovor ostal na isti ravni kot v letu 2005 (in se bo spremenila le struktura), a je v devetih mesecih rast že dosegla 9 odstotkov.

Tabela 19: Rast pretovora v odstotkih

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
6,1 %	5,1 %	4,5 %	4,6 %	4,6 %	3,7 %	3,4 %	2,3 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %

Iz načela previdnosti so predvidene stopnje rasti nekoliko zmanjšane in postopoma pripeljane do 2,2 % dolgoročne rasti pretovora. V letu 2015 tako pretovor znaša dobrih 19 milijonov ton, medtem ko v poročilu 2005 uprava napoveduje, da bo pretovor za približno milijon ton manjši (letno poročilo 2005). Na podlagi teh ocen se bo število kontejnerskih enot (TEU)¹⁶ do leta 2016 povečalo na približno 500.000 enot¹⁷ (v decembru 2006 so presegli 200.000 enot, kar je skladno z našimi napovedmi). Število avtomobilov se bo povzpelo na okoli 700.000 avtomobilov letno¹⁸, kar je zelo optimistična napoved. Z novim načrtovanim specializiranim terminalom bo gotovo dosegljiva. Tako bo Koper obdržal primat največjega južnega pristanišča v Evropi za pretovor avtomobilov. Pretovor tekočih tovorov, večina je nafte, se bo

¹⁵ Ladje so preširoke za panamski prekop, a lahko tovorijo vse večje število kontejnerjev.

¹⁶ Za pretvorbo količin v tonah v število enot TEU je uporabljen prilagojen koeficient ton/TEU (10,6).

¹⁷ Po izvedbi naložbe v pristaniške zmogljivosti in ureditev multimodalnega in kontejnerskega terminala za 450.000 TEU na pomolu III do leta 2008.

¹⁸ Za pretvorbo količin v tonah v število avtomobilov je uporabljena povprečna tonaža avtomobila v preteklih letih (1,6 tone).

nadaljeval v istem količinskem (absolutnem) obsegu, a posledično relativno izgubljal v celotni strukturi tovorov.

Napovedi prihodkov

Prihodki direktno sledijo iz napovedi tovorov. Nekoliko problematičen in potreben osvetlitve je način pretvarjanja tovorov v poslovne prihodke. Direktne informacije so nedostopne in so poslovna skrivnost. Kljub temu pa je na podlagi cenika, ki opisuje vrste tovorov, ter na podlagi podatkov prejšnjih let mogoče narediti prerez in se približati dejanskemu prehodu (ang. pass-through) tovorov v strukturo prihodkov. Trendi, kako se bodo cene gibale v prihodnje, so zajeti iz poročil Svetovne banke (World bank, 2006a, str. 14) ter analize panoge.

Tabela 20: Uporabljeni pretvorni koeficienti za tono tovora (prihodek na tono)

		2005	2006	2016
Suhi razsuti tovor	v EUR/t	4,5	5	5
Tekoči tovari	v EUR/t	6	7	8
Kontejnerji	v \$/TEU	140	140	120
Generalni tovari	v EUR/t	7	8	10
Avtomobili	v EUR/t	45	50	60

Vir: www.luka-kp.si, Svetovna banka, 2006.

Tabela 21: Prihodki glede na kategorijo tovora (v deležu glede na celotne prihodke)

	2005	2016
Suhi razsuti tovor	40,7 %	29,4 %
Tekoči tovari	10,7 %	9,1 %
Kontejnerji	22,2 %	27,8 %
Generalni tovari	8,9 %	7,5 %
Avtomobili	17,5 %	26,2 %

Zanimiv je pogled na delež, ki ga v celotne prihodke prispevajo kontejnerski in avtomobilski tovari (tabela 21). Čeprav je razsuti tovor najobsežnejši, prispeva le slabo tretjino k celotnim prihodkom. Razlog je v ceni pretovorjene tone enih in drugih tovorov. Kljub temu pa v nadaljevanju sledi soočenje z dejstvom, da so stroški razsutega tovora minimalni, medtem ko so tovari z višjimi prihodki zaradi vključenih cen storitev dražji.

Tabela 22: Celotna letna rast prihodkov (v odstotkih)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nominalna rast	15,0 %	10,3 %	7,1 %	6,1 %	6,0 %	5,2 %	4,7 %	3,5 %	3,1 %	3,2 %	3,0 %
Inflacija	2,7 %	2,5 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Realna rast	12,3 %	7,8 %	4,9 %	3,9 %	3,8 %	3,0 %	2,5 %	1,3 %	0,9 %	1,0 %	0,8 %

Nominalna rast prihodkov postopoma pada od sedanjih visokih stopenj do dolgoročno vzdržnih. Inflacija je upoštevana in se bazira na poročilo UMAR-ja (jesen 2006) ter kaže realno rast poslovnih prihodkov čez 3 odstotke še naslednjih pet let¹⁹, nato pa postopen upad na dolgoročno raven 0,8 % realne letne rasti prihodkov. Po tem scenariju se bodo do leta 2016 količine povečale za 40 %, medtem ko se bodo prihodki povečali za 65 %, kar je direktna posledica prestrukturiranja tovorov.

Napovedi stroškov

Stroške je na podlagi tovorov zelo težko napovedovati. Zaradi možnosti zlorabe so natančnejši podatki poslovna skrivnost. V tem poročilu so stroški napovedani glede na odstotek poslovnega prihodka in prilagojeni na povečanje stroškov v panogi logistike.

Stroški storitev v zadnjem letu so tako prilagojeni na 29 % (delež v letnih poslovnih prihodkih) kot posledica rekordnih skokov v panogi (Doherty, 2006). Visoke stroške storitev lahko pričakujemo tudi v prihodnje, a je z vključitvijo lastne ponudbe storitev kljub temu strošek nižji – na ravni odstotka poslovnih prihodkov iz preteklosti – oz. natančno 27 %.

Tako je za stroške materiala vzeto povprečje iz preteklih let, za stroške storitev pa navzgor popravljen odstotek iz leta 2005. Odpisi vrednosti (amortizacija in odpisi obratnih sredstev) ostajajo na isti ravni kot v preteklem letu (poročilo Luke Koper, september 2006, str. 7). Efektivna stopnja amortizacije 9 odstotkov je predvidena tudi za naslednja leta. Kasneje se bo zaradi vse večjega pponderja nepremičnin (ki imajo nižje amortizacijske stopnje) znižal odstotek odpisa vrednosti z 9 % na 7 %.

Specifični problem vrednotenja pristanišč v razvijajočih se državah so strukture stroškov dela, ki jim je zelo težko napovedati, kako se bodo obnašali v primeru privatizacije. Povprečje zadnjih nekaj let je sicer 30 odstotkov poslovnih prihodkov, iz previdnosti pa je povprečje popravljeno navzgor (31 %), predvsem zaradi višjih cen bolj izobražene delovne sile, potrebne za izpeljavo kompleksnejših nalog v celoviti logistiki. Kasneje se bodo tudi ti stroški stabilizirali na dolgoletno povprečje.

Postavka Ostali stroški je prav tako ostala na isti ravni kot v preteklosti, a je za leto 2006 popravljen zaradi kazni iz naslova neporavnanih davkov, ki jo zahteva Ministrstvo za finance. Ker je kazen sorazmerno visoka (okoli 600 milijonov SIT), bo bistveno vplivala na poslovne rezultate podjetja v letu 2006. Zaradi upoštevanja načela previdnosti je bila vključena v polletno poročilo Luke Koper (2006, str. 7).

¹⁹ Predvidevanje sledi iz poglavja 5.1 o fazah razvoja pristanišč.

Neto marža, ki izhaja iz izkaza uspeha, je 20 odstotkov poslovnih prihodkov, kar je rahlo nad predvidevanji Luke Koper (letno poročilo 2005). V prihodnje se bo zviševala, saj bo produktivnost, podana z dodano vrednostjo na zaposlenega, vseskozi rasla.

Napovedi sprememb vrednosti naložb in njihovega financiranja v bilanci stanja

Postavke bilance stanja lahko zanihajo glede na uporabljene predpostavke. Najpomembnejše za celotno analizo so investicije. Investicije v fiksna sredstva so v panogi pomembna postavka, še toliko bolj pa za Luko Koper, ki je v fazi izgradnje najosnovnejših kapacitet, ki ji bodo omogočile rast v prihodnje. Posebnosti, opisane v posebnem poglavju tega magistrskega dela, tokrat ne bodo ponovljene, podan bo le finančni izračun, ki izhaja iz tako velikih projektov. To so projekti, ki se jih glede na velikost ne more preprosto vnesti v bilanco. Delno bodo sicer financirani iz notranjih sredstev in razvojnih skladov EU, a večinoma verjetno z dolgom ali dokapitalizacijo. Ker v poročilih, medijih in nasploh strategiji Luke Koper ni mogoče najti nobenega podatka o dokapitalizaciji, le-ta v model ni vključena (tudi bivši predsednik uprave Bruno Korelič je na direktno vprašanje odgovoril, da v bližnji prihodnosti dokapitalizacije ne pričakuje – Matos, 2003). Tako je upoštevano, da so investicije v celoti financirane z dolgom. V tem primeru gre pričakovati bistvene spremembe v razmerju dolga do kapitala, ki je bil v preteklosti zelo konservativen in bistveno pod povprečji panoge. Take spremembe so možne, če funkcijo nastopi novi predsednik uprave (kar se je v primeru Luke Koper zgodilo v letu 2005). Kratkoročno se dolg glede na obveznosti do virov sredstev ne bo bistveno povečeval, srednjeročno pa se bo razmerje med dolgom in kapitalom povečalo na približno 0,8. S posodobitvijo drugega pomola in sofinanciranjem drugega tira pa bo dolg v primerjavi s kapitalom gotovo še večji.

Luka Koper ima pri bankah še veliko maneverskega prostora in četudi so projekti (razširitev prvega pomola, gradnja tretjega pomola, sodelovanje v konzorciju za drugi železniški tir) finančno zelo zahtevni, so izvedljivi. Predpostavljene so naslednje strukture financiranja: prva rezerva so kratkoročne naložbe. Nato bo podjetje investicije financiralo s postopno odprodajo dolgoročnih finančnih naložb v gospodarskih družbah, v katerih nima interesov (Gorenje, Krka itd.). Sledilo bo najemanje sindiciranih posojil in s tem pridobitev glavnine sredstev, potrebnih za nova osnovna sredstva, preostanek pa bo namenjen financiraju skozi razvojne sklade EU.

Družba ima dolgoročnih naložb v višini 140 % poslovnih prihodkov, v letu 2005 in 2006 okoli 120 %, v času prenosa investicije v osnovna sredstva pa je napovedana odprodaja naložb, ki bodo v letu 2009 znižale obseg naložb z 28 milijard SIT na 18 milijard SIT. S prodajo vrednostnih papirjev bo mogoče financirati poslovne investicije. Kratkoročne naložbe v višini 11 milijard SIT bodo prav tako odprodali v celoti in tako brez dodatnega zadolževanja financirali prvi pomol v vrednosti okoli 100 milijonov evrov. Naslednja investicija, vredna okoli 180 milijonov evrov oz. več kot 43 milijard tolarjev, bo v celoti financirana z dolgom

ter prostimi denarnimi tokovi. V bilance bo vpisana v letu 2013 in bo bistveno spremenila finančno sliko podjetja, saj bodo letne obresti presegale 2 milijardi SIT.

Model, ki omogoča vse opisane parametre združiti v vrednost kapitala podjetja, je metoda diskontiranega denarnega toka. V analizo je vključeno desetletno obdobje, ker pa je poslovno leto 2006 že skoraj pri koncu, analiza vsebuje podatke vse do leta 2016. Za enako obdobje so upoštevane tudi nekatere napovedi s strani podjetja, UMAR-ja in analize panoge. Daljša obdobja so že preveč oddaljena. Za preostalo vrednost je uporabljen Gordonov model rasti, za katerega je predvidena 2,9%²⁰ nominalna rast v neskončnost (približno 0,7 % realno), kar je dokaj realistična predpostavka.

Večina postavk v bilanci stanja bo rasla vzporedno s poslovnimi prihodki in omogočala nadaljnjo rast le-teh. Zato je njihov obseg prilagojen glede na odstotek od omenjenih prihodkov. Ostali deli bilance, ki izhajajo iz potreb notranje (organske) rasti kapacitet ter prestrukturiranja obstoječih postavk, pa zahtevajo posebno obravnavo.

EBIT (dobiček iz poslovanja)

Dobiček iz poslovanja je direkten odraz prihodkov na eni strani (ki bodo na podlagi utemeljenih predvidevanj bistveno zrasli) in stroškov, ki se bodo ohranjali na relativno isti ravni. Pomemben vpliv na poslovni dobiček ima amortizacija. Po letih 2009 in 2013 bo odpis vrednosti narasel, kar bo znižalo dobiček iz poslovanja. Čistega poslovnega izida ne bodo več izboljševali ogromni finančni prihodki, saj se bodo kratkoročne finančne naložbe odprodale, prav tako tudi postavka druge dolgoročne naložbe. Za uporabnost poslovnega izida v formuli za vrednotenje prostih denarnih tokov ga je potrebno zmanjšati za davčni odtegljaj, ki je vsakoletno breme denarnih tokov. V magistrskem delu je uporabljena efektivna davčna stopnja 18 %, ki izhaja iz prejšnjih let, ko se je sicer zelo spreminjala, vendar predvsem zaradi spreminjajočega dobička in davčnih politik. V prihodnje naj bi se ustalila nekoliko pod odstotkom iz leta 2005 (18,5 %). To se potrjuje tudi v polletnem poročilu 2006. Po odbitku davčnih obveznosti dobimo poslovni izid iz poslovanja po davkih (ang. NOPAT oz. Net Operating Profit After Tax).

Odpisi vrednosti

Naslednji korak je popravek NOPAT-a za vse nedenarne pribitke in odbitke. To so amortizacija (Fishman, 2002: 189), ki jo je potrebno prišteti, in prevrednotovalni prihodki, ki jih je potrebno odšteti. Od tako pridobljene vrednosti je potrebno odšteti investicije v obratna sredstva in investicije v osnovna sredstva, ki se financirajo iz denarnih tokov iz poslovanja. Gre za medletne spremembe teh kategorij.

²⁰ Na strani Damodaran.com je za razvijajoče se regije predlagana rast panoge 3,29 %.

Tabela 23: Primer računanja neto sprememb obratnih sredstev za leto 2006

		2005	2006
+	Zaloge	995	722
+	Kratkoročne terjatve	3.663.701	5.297.633
+	Dobroimetje pri bankah	362.274	288.962
+	Aktivne časovne razmejitve	18.847	24.080
-	Kratkoročne obveznosti	3.190.122	4.334.427
-	Pasivne časovne razmejitve	226.070	240.801
	Neto sprememba gibljivih sredstev	629.625	1.036.169
	Sprememba		406.544

Tabela 24: Primer računanja investicij v osnovna in neopredmetena sredstva za leto 2006

	2005	2006
Neopredmetena dolgoročna sredstva	261.983	602.004
Opredmetena stalna sredstva	37.376.616	37.661.175
Odpisi vrednosti	3.429.237	3.425.113
Investicije v osnovna sredstva	41.067.836	41.688.291
Sprememba		620.455

TEHTAN STROŠEK KAPITALA (WACC)

Predstavljeni denarni tokovi morajo biti diskontirani z diskontnim faktorjem, ki odraža povprečen strošek financiranja sredstev oziroma je praviloma enak zahtevani stopnji donosa kapitala in predstavlja tisto diskontno stopnjo, ki služi za pretvorbo napovedanih prostih denarnih tokov podjetja v sedanost.

$$WACC = r_D * W_D + r_{PS} * W_{PS} + r_S * W_S$$

r_D strošek dolga

r_{PS} strošek prednostnega kapitala

r_S strošek lastniškega kapitala

W_D utež dolga

W_{PS} utež prednostnega kapitala

W_S utež lastniškega kapitala

Tehtani strošek kapitala ali WACC je donos, ki ga zahtevajo lastniki in upniki na podlagi svojih oportunitetnih stroškov in tveganja podjetja (npr. zadolženost podjetja). V tabeli 25 so predstavljeni rezultati izračunov tehtanega stroška kapitala, kasneje pa so po korakih pojasnjene uporabljene predpostavke.

Tabela 25: Tehtani strošek kapitala

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
$r_d(1-T)$	3,70 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %
r_s	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %	11,05 %
w_d	0,20	0,22	0,21	0,18	0,22	0,22	0,21	0,42	0,47	0,48	0,48
w_s	0,80	0,78	0,79	0,82	0,78	0,78	0,79	0,58	0,53	0,52	0,52
WACC	9,6 %	9,4 %	9,5 %	9,7 %	9,4 %	9,4 %	9,5 %	7,9 %	7,6 %	7,5 %	7,5 %

Struktura financiranja

Strošek kapitala je sestavljeni strošek, ki vsebuje tako strošek dolga kot strošek lastniškega kapitala, skladno z njuno težo, ki ga imata v strukturi kapitala podjetja. Povprečno razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom v preteklosti je bilo 17,7 %. V prihodnosti se bo razmerje zvišalo v prid dolgu, posebno če se bo uresničila domneva o ohranjanju iste ravni lastniškega kapitala. Tako bo Luka svoje investicije financirala iz notranjih virov, s kratkoročnimi naložbami in predvsem dolgom. Čeprav se ponavadi v utežeh strukture financiranja znotraj tehtanega stroška kapitala ohranja razmerje iz preteklosti oz. optimalna struktura kapitala (Brigham, 2004, str. 310), bi bilo to v primeru Luke Koper napačno. V Brighamu priporočen način je statičen, iz teorije vrstnega reda (ang. pecking order, Myers in Majluf, 1984) pa sledi, da se podjetja dinamično prilagajajo stroškom virov financiranja in najprej izrabijo notranje vire, nato dolg (do optimalne ravni za panogo²¹) in nazadnje lastniški kapital. Ker se z vedno večjimi stopnjami zadolženosti tehtani strošek kapitala (WACC) znižuje, je to vključeno v model. Tako so uteži znotraj enačbe za tehtani strošek kapitala take, kot je letno razmerje med dolgom/(dolg + lastniški kapital) in kapitalom/(dolg + lastniški kapital).

Strošek dolga Luke Koper

Strošek dolga, izračunan iz bilance Luke Koper:

2002	2003	2004	2005
4,99 %	2,38 %	5,11 %	2,96 %

Kot je razvidno iz preteklih podatkov, se obrestna mera na dolg, izračunana iz količnika med plačanimi obrestmi in kratkoročnimi ter dolgoročnimi finančnimi obveznostmi, letno močno spreminja. Pričakovano je padec obrestne mere kot posledica refinanciranja dolga, vendar dejanski strošek dolga iz bilanc ni jasno razviden.

²¹ Iz podatkov Damodaran.com ter bizstats.com izhaja, da je v panogah maritime ter water transportation povprečno razmerje med dolgom in kapitalom 1.

Strošek dolga mora predstavljati obrestno mero, po kateri se lahko podjetje zadolžuje v prihodnje. Napačno bi bilo upoštevati pretekle obrestne mere (Brigham, 2004, str. 300). Splošno je strošek dolga vsota netvegane in tvegane dela dolga. Osnovna netvegana kratkoročna obrestna mera za ta trenutek je trimesečna obveznica ECB, ki je osnova za bančne kredite. V času te analize (26. 11. 2006) je bil EURIBOR na ravni 3,61 %. To je temeljna obrestna mera za evro območje, na katero naknadno dodamo deželno tveganje za Slovenijo. Na spletni strani Damodaran.com ta znaša 0,9 %. Skupni strošek netvegane dolga in premija za Slovenijo je torej 4,51 %. Po upoštevanju davčnega štita pa se ta zniža na 3,7 %. To je nekje na povprečju obrestnih mer iz prejšnjih let.

Kar se tiče zadolževanja, bo družba tudi v prihodnje poskušala najemati predvsem dolgoročne kredite (za financiranje dolgoročnih sredstev), in sicer v razmerju kratkoročni krediti 30 %, dolgoročni pa 70 %. Ta politika je zapisana tako v letnem poročilu 2005 (str. 147) kot tudi v polletnem poročilu 2006. Tako strukturo je možno pričakovati tudi v prihodnje. Obrestne mere za kratkoročne kredite lahko dobijo po približno 0,4–0,5 % nad EURIBOR (letno poročilo Luke Koper 2005, str. 144), medtem ko je za dolgoročne predvidena še kakšna desetinka več, odvisno od tega, kako se bo obrnila krivulja donosa na obveznice ECB²². V analizi za dolgoročne kredite je uporabljena obrestna mera 4,5 %. Predvidevanja, da zaradi kapitalske povezanosti z Banko Koper Luka lahko najema kredite tudi po nižjih obrestnih merah, ki veljajo za povezane družbe, v nalogi ni bilo možno potrditi z obstoječimi viri.

Strošek prednostnega kapitala

Posebno poglavje v tem vrednotenju so prednostne delnice. Ker imajo donos le 65 SIT/delnico, kar je približno štirikrat manj kot navadna delnica, bi bila teoretično njihova vrednost štirikrat nižja. Ker nosijo večino glasovalnih pravic in imajo posledično možnost spreminjanja v navadne delnice, kalkulacija njihove vrednosti ni več tako preprosta. V poročilu so izenačene z navadnimi delnicami, kar pomeni, da je njihov strošek kapitala enak. Če bi bil izračunan po enačbi za trajno rento (ang. perpetuity), bi bil strošek prednostnih delnic zaradi nizkega dividendnega donosa bistveno nižji.

Strošek lastniškega kapitala – model CAPM

S CAPM modelom je strošek lastniškega kapitala izračunan kot vsota netvegane obrestne mere, ki ji je dodana premija za tržno tveganje, pomnoženo z beto podjetja.

Beta

Beta je količnik, ki meri sistematično tveganje donosov posameznega podjetja. Prikazuje variabilnost donosa posameznega vrednostnega papirja glede na variabilnost donosov trga, ki

²² V naš model je vključena najnovejša javno dosegljiva krivulja donosa (april 2006).

mora biti čim bolj široko definiran. Podatki o beti so pridobljeni na strani reuters.com, na kateri program avtomatično izvaja regresijo med donosi delnice Luke Koper in fluktuacijo trga S&P 500. Ponujena beta je 1,09 (dne 20. 12. 2006).

Netvegana obrestna mera

Ker se v krivulji donosnosti za evro območje odraža prepričanje finančne javnosti o netvegani obrestni meri za prihodnjih 30 let, jo je možno uporabiti v izračunih netvegane obrestne mere. Naložba v podjetje je dolgoročen tip naložbe, zato je vključena obrestna mera na obveznico z najdaljšo dospelostjo. Po podatkih Fidelity za november 2006 je bila obrestna mera na 30-letno euro obveznico 3,84 %²³.

Premija za tveganje

Premija za tržno tveganje predstavlja oportunitetni strošek, ki ga je investitor pripravljen prevzeti, če se odloči za investiranje v lastniške finančne inštrumente in ne v obveznice. Netvegano obrestno mero je najlažje napovedati na osnovi krivulje donosa euroobveznic, medtem ko je premija za tveganje veliko bolj subjektivna. Pri izbiri premije za tveganje je bil za zgled Brigham (2004, str. 305), ki za zadnje desetletje dokazuje vse nižje premije na trgih razvitih kapitala (S&P 500). Tako naj bi bila primerna premija na intervalu med 3 in 6 % nad netvegano obrestno mero, v tem primeru 4,5 % (prihodnja (ang. forward-looking) premija za tveganje). Tej osnovni premiji za tveganje lastniškega kapitala je v nadaljevanju dodanih še 0,9 % za državno tveganje ter 1,4 % zaradi velikosti (tveganje za mala ali srednje velika podjetja).

$$r_s = r_f + \text{RPM} \cdot \beta + \text{CR} + \text{SmallCAP}$$

r_s strošek lastniškega kapitala

RPM tržna premija za tveganje lastniškega kapitala

r_f donos netveganih investicij

CRdržavno tveganje

SmallCAPtveganje za mala in srednja podjetja

β sistematično tveganje

Za leto 2006 je izračun sledeč:

$$r_s = 3,61 \% + (4,5 \% \cdot 1,09) + 0,9 \% + 1,4 \% = 11,05 \%$$

²³ Fidelity.com (<https://www.fidelity.com.hk/en/newsviews/bond/pdf/FixedIncUpdatesDec06.pdf>)

Za panogo Maritime v ZDA, ki je po opisu najbolj podobna dejavnosti Luke Koper, je zahtevan donos na lastniški kapital 8,95 % (Damodaran). Ob upoštevanju višje bete pri Luki Koper in dodatnih faktorjev tveganja se zdi izračunan strošek lastniškega kapitala ustrezen.

VREDNOST LUKE KOPER PO METODI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Vrednost podjetja je torej izračunana na podlagi prostih denarnih tokov za podjetje, ki vključujejo donose operativnih sredstev. Ker bo Luka Koper neoperativna sredstva (kratkoročne naložbe in ostale dolgoročne naložbe v vrednostne papirje, kjer podjetje nima interesov) ob povečevanju zmogljivosti pretvorila v osnovna sredstva, jih v zaključni fazi vrednotenja ni potrebno prišteti k vrednosti podjetja. Ugotovljena vrednost celotnega kapitala je 153.368.068,84 SIT. Vrednosti poslovnih sredstev so bile naknadno prištete vrednosti preostalih neoperativnih naložb v pridružena in povezana podjetja v vrednosti 15 milijard SIT. Od tega je bilo potrebno odšteti še knjigovodsko vrednost dolga v zadnjem letu, in sicer 12,25 milijard SIT (2005). Tako dobljeno vrednost lastniškega kapitala si je najlažje predstavljati, če je razdeljena na posamezno delnico (14 milijonov delnic). Izhajajoč iz analize, natančneje predstavljene v prilogi 9.5, je cena za delnico Luke Koper 10.079,49 SIT.

6.3.2 Metoda primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij

Metoda primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij, lahko primerja samo podjetja, katerih delnice kotirajo na borzi in za katere lahko dobimo podatke o P/E, MVIC oz. EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales, P/B, P/Sales, P/EBITDA ipd. Njena omejitev je dejstvo, da niso vsa podobna in primerljiva podjetja uvrščena na borze. Kljub temu vzorec predvsem logističnih podjetij in luk iz zahodne Evrope omogoča izpeljavo analize. Našteti so kazalniki za večino od naslednjih podjetij: Forth Ports Plc, Simon Group Plc, Luka Rijeka, d. d., Luka Ploče, d. d., Euro-Kai KGaA, Shanghai International Port Group Co Ltd, Tertir-Terminais de Portugal, Bremer Lagerhaus-Gesellschaft AG. Nekatera izmed podjetij so tako odstopala od povprečnih kazalnikov panoge, da bi popolnoma pokvarila metodo. Tako je zaradi previsokih kazalnikov izključena Luka Rijeka, zaradi prenizkih pa Eurokai in BLG.

Tabela 28: Borzni kazalniki Luke Koper²⁴ in primerljivih podjetij

	Luka Koper 2005	Luka Koper 2006	Forth Ports Plc	Simon Group	Luka Ploče DD	Shanghai Port	Tertir
P/E	22,29	24,69	21,71	27,69	42,83	55,98	/
P/B	1,65	1,72	6,16	3,77	3,58	11,44	0,63
EV/turnover	4,84	4,94	6,16	3,77	3,58	11,44	0,63
EV/EBITDA	13,72	16,00	15,23	24,07	25,89	/	/
EV/EBIT	24,43	29,65	18,04	52,62	58,32	37,38	/

²⁴ Za Luko Koper so vsi izračuni bazirani na 14 milijonov delnic (navadne in prednostne skupaj).

Rezultati, dobljeni na podlagi teh primerljivih podjetij, so predstavljeni v naslednji tabeli.

Tabela 29: Rezultati vrednotenja po metodi na borzi kotirajočih primerljivih podjetij (podatki Luke Koper za leto 2005)

	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Sales	P/B	P/Sales	P/EBITDA
Forth Ports	7.090,86	8.509,46	5.660,67	11.698,82	19.060,81	9.764,87	7.101,46
Simon Group	9.044,03	13.448,63	16.511,34	7.260,24	8.162,29	5.976,23	11.079,62
Luka Ploce	13.989,01	14.465,52	18.299,91	5.342,14	13.170,97	5.675,04	15.387,42
Shanghai Port	18.284,02	/	11.729,26	21.431,99	29.588,31	18.134,76	/
Tertir	/	/	/	/	7.466,64	998,68	2.396,95

Povprečja in mediane vrednosti delnic:

Povprečje	12.101,98	12.141,20	13.050,30	11.433,30	15.489,80	8.109,91	8.991,36
Mediana	12.101,98	12.794,92	13.050,30	11.433,30	14.330,39	7.043,07	8.991,36

Povprečje vrednosti Luke Koper je na intervalu med 11.392,19 in 11.616,84 SIT.

Tabela 30: Rezultati vrednotenja po metodi na borzi kotirajočih primerljivih podjetij (podatki Luke Koper za leto 2006)

	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Sales	P/B	P/Sales	P/EBITDA
Forth Ports	7.475,54	7.087,85	3.982,09	12.693,68	20.308,54	10.595,27	6.753,14
Simon Group	9.534,67	11.201,88	11.615,17	7.877,65	8.696,60	6.484,44	10.536,18
Luka Ploce	14.747,91	12.048,89	12.873,37	5.796,44	14.033,15	6.157,64	14.632,70
Shanghai Port	19.275,93		8.251,14	23.254,54	31.525,18	19.676,92	
Tertir					7.955,41	1.083,61	2.279,38

Povprečja in mediane:

Povprečje	12.758,51	10.112,87	9.180,44	12.405,58	16.503,78	8.799,57	8.550,35
Mediana	12.141,29	11.201,88	9.933,15	10.285,66	14.033,15	6.484,44	8.644,66

Povprečje vrednosti Luke Koper je na intervalu med 10.389,18 in 11.187,30 SIT.

Kot dodatek so lahko vključene ocene borzne cene delnice na podlagi iste metode, vendar brez upoštevanja kazni Ministrstva za finance zaradi neplačanih davkov. Omenjena kazen je bila v glavni analizi iz previdnosti vključena v izkaz uspeha, saj zmanjšuje dobiček iz poslovanja. Ker je kazen v takem obsegu neponovljiva, je v drugem stolpcu tabele 31 izključena.

Tabela 31: Primerjava finančnih podatkov z vključeno kaznijo ali brez nje (leto 2006)

	2006 – vključena kazen	2006 – brez kazni
EBIT	3.090.314	3.690.314
EBITDA	6.515.427	7.115.427
Čisti dobiček	4.326.963	4.827.623

Tabela 32: Rezultati vrednotenja po metodi na borzi kotirajočih primerljivih podjetij (za leto 2006) z neupoštevanjem kazni za neplačane davke

	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/EBITDA
Forth Ports	7.475,54	7.740,57	4.755,23	6.753,14
Simon Group	9.534,67	12.233,45	13.870,31	10.536,18
Luka Ploče	14.747,91	13.158,46	15.372,80	14.632,70
Shanghai Port	19.275,93	/	9.853,14	/
Tertir	/	/	/	2.279,38

Analiza srednjih vrednosti prinaša naslednje vrednosti:

Povprečje	12.758,51	11.044,16	10.962,87	8.550,35
Mediana	12.141,29	12.233,45	11.861,72	8.644,66

Intervali so relativno široki, med 8.550 in 12.758 SIT na podlagi povprečij, in med 8.644 in 12.233 SIT na podlagi median. Povprečje zgornjih vrednosti je približno med 10.828,97 in 11.220,28 SIT za delnico.

6.3.3 Metoda primerljivih transakcij

Po metodi primerljivih transakcij se ovrednoti tisti del kapitala, ki se je prodajal v podobnih transakcijah. To so prodaje podjetij, lahko tudi večjih deležev, vendar ne nadzornih. Izbrana so podjetja iz vzhodne in srednje Evrope, ki se ukvarjajo s panogo logistike, terminalov za kontejnerje in raztovarjanjem blaga. Primerjana podjetja so naslednja: Simon Group (dve transakciji), PD Ports (dve transakciji), Nakhodkinski, Romportmet in Terminal catalunya. Interval med vrednostmi kapitala, ki se je prodajal, je med 15.000 EUR in 270.000 EUR.

Iz te baze podjetij je bilo potrebno izbrati tiste, ki imajo kazalnike približno v rangi vrednosti Luke Koper.

	EV/Posl. prihodki	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Čisti dobiček	EV (000 EUR)
Luka Koper	4,94	16	29,65	24,69	496.578,20

Tabela 33: Nekateri kazalniki transakcij, ki so primerljivi s kazalniki Luke Koper

	EV/Posl. prihodki	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Čisti dobiček	EV (000 EUR)	Leto transakcije
PD ports	4,25	13,48	30,63	/	228.669,00	dec. '05
Terminal catalunya	3,06	11,84	18,66	24,54	127.219,00	jun. '06
PD ports	3,36	12,98	20,46	26,9	141.327,00	jun. '06
povprečje	3,56	12,77	23,25	36,52	165.738,33	
mediana	3,36	12,98	20,46	26,90	141.327,00	

Tabela 34: Metoda primerljivih transakcij (za finančne podatke 2005)

	Prihodki	EBITDA	EBIT	Čisti dobiček
	22.192.886	7.822.220	4.392.983	4.815.087
Luka Koper	2,47	7,00	12,46	11,37
Povprečje	3,56	12,77	23,25	36,52
Mediana	3,36	12,98	20,46	26,90
EV iz povpr.	78.932.698	99.863.675	102.136.855	175.846.977
EV iz mediane	74.568.097	101.532.416	89.880.432	129.525.840
Borzna cena	5.638	7.133	7.295	12.560
	5.326	7.252	6.420	9.252

Na podlagi primerjav s temi podjetji dobimo za leto 2005 interval borznih cen med 7.063 in 8.157 SIT. Dejanska povprečna letna cena 2005 je bila 7.664,76 SIT.

Tabela 35: Metoda primerljivih transakcij (za finančne podatke 2006)

	Posl. prihodki	EBITDA	EBIT	Čisti dobiček
Luka Koper	24.080.148	7.332.998	3.851.049	4.801.038
Luka brez kazni		7.115.427	3.690.314	4.827.623
Povprečje	3,56	12,77	23,25	36,52
Mediana	3,36	12,98	20,46	26,90
EV	85.645.060	93.617.946	89.536.891	175.333.926
	80.909.298	95.182.319	78.792.464	129.147.935
EV brez kazni		90.840.282	85.799.808	176.304.803
		92.358.240	75.503.831	129.863.067
Borzna cena iz povpr.	6.118	6.687	6.395	12.524
Iz mediane	5.779	6.799	5.628	9.225
Borzna cena brez kazni		6.489	6.129	12.593
Iz mediane		6.597	5.393	9.276

Za leto 2006 je izračun nekoliko bolj zapleten, možna sta dva scenarija: prvi z dejanskimi podatki iz predračunskega izkaza poslovnega izida in bilance stanja, drugi pa s popravkom. Ker je kazen za neplačane davke enkratna zadeva in se ne bo ponovila v naslednjem letu, je možno narediti poskus, kakšna bi po metodi primerljivih transakcij izgledala cena brez te kazni. Po prvem scenariju je interval vrednosti med 6.858 in 7.931 SIT. Po drugem, ki kaže dejansko poslovno sposobnost podjetja, pa med 7.089 in 8.403 SIT za delnico. Za primerjavo, enotni tečaj septembra 2006 je bil 8.943,53 SIT, vendar se je v zadnjih mesecih leta 2006 bistveno dvignil in je bil sredi decembra 2006 blizu 12 tisoč tolarjev.

6.4 NEPREDVIDENE SPREMEMBE IN ANALIZA OBČUTLJIVOSTI

Utemeljitev parametrov vrednotenja je le ena izmed možnih. Temelji na razpoložljivih posrednih in neposrednih informacijah v modele vrednotenja podjetij. Vsaka uporaba modelov pa je a priori subjektivna. Prav zato so odsvetovana nepremišljena borzna trgovanja izključno na podlagi ugotovitev te naloge. Vsakdo, ki se odloča za investiranje v delnico Luke Koper, bi moral pretehtati, kako sam vrednoti opisane dejavnike tveganja ter koliko jim verjame. Najzahtevnejše dileme ter njihov vpliv na vrednost podjetja so torej naslednje:

- Investicije v osnovna sredstva: vključena je investicija za prvi pomol v letu 2009 (v vrednosti okoli 20 milijard SIT) in investicija v tretji pomol leta 2013 (v vrednosti okoli 40 milijard SIT).

Če se izkaže, da v zgoraj predvidenih rokih in finančnih obsegih investicij ni mogoče izpeljati, to lahko poslabša sliko zadolženosti podjetja.

- Omejene kapacitete: v izračunih niso predvideni omejitve in zaostanki pri posodobitvi prvega tira in gradnji pristaniških zmogljivosti na vseh treh pomolih.

Če bi se izkazalo, da roki zaostajajo in da prihaja do odmikov od predvidevanj, bi to pomenilo manjše potencialne prihodke in primanjkljaj glede na poslovne načrte.

- Pristaniška uprava: v analize je vključena koncesija po sedanji najemni pogodbi.

Če bi država zahtevala bistveno večjo koncesijo za uporabo obal, bi to pomenilo drastičen upad v razpoložljivih denarnih tokovih in bi posledično vplivalo na zmanjšanje vrednosti podjetja.

- Pojmovanje prednostnih delnic: v nalogi so izenačene prednostne delnice z navadnimi (tako kot v poročilih uprave podjetja).

Če bi kot drugo skrajnost sprejeli dejstvo, da 3,8-krat manjše dividende prednostnih delnic pomenijo 3,8-krat nižjo vrednost teh delnic (približno 2.800 SIT), potem bi iz izračunov dobili vrednost navadne delnice, in sicer 17.342 SIT. Ker pa imajo Lukine prednostne delnice skoraj vse glasovalne pravice, je ta skrajna vrednost neprimerna. Pošteno vrednost

prednostnih delnic je zelo težko argumentirati, zato so v vseh analizah izenačene navadne in prednostne delnice.

- Vrsta vrednosti: vse izračunane vrednosti se nanašajo na tržljive manjšinske navadne delnice.

Malega delničarja zanima prav ta osnovna raven vrednosti. Ob upoštevanju 21%²⁵ diskonta na slabo tržljivost prednostnih delnic je potrebno njihovo vrednost znižati na 8.005 SIT. Strateški investitor pa je pripravljen plačati premijo nad tržno vrednostjo podjetja. Z vključeno 20% premijo za nadzorni delež v podjetju bi cena delnice zrasla na 12.159 SIT.

Zadnja faza analize je pregled vsega narejenega. Ker je nekatere spremenljivke težje napovedati kot druge, je potrebno izpeljati analizo občutljivosti. Ta nam pokaže, kako se vrednost podjetja spremeni v primeru, da se posamezna spremenljivka spremeni za določen odstotek v pozitivno ali negativno smer.

Tabela 26: Analiza občutljivosti za beto Luke Koper

1	10.652,71
1,09	10.079,49
1,17	9.613,81

Beta Luke Koper je računana na podlagi regresije, vendar se bo čez čas, na podlagi daljšega obdobja opazovanja, lahko spremenila. Ker se na strani Damodaran.com nahajajo podatki o beti za razvijajoče se trge 1,17 (maritime industry) in za razvite trge (beta = 1) za isto panogo, so v analizo vključene te vrednosti, ki so gotovo skrajne vrednosti. Po dosedanjih predvidevanjih je beta gotovo nekje vmes. Uporabljena vrednost, prenesena s spletne strani reuters.com, izgleda zato realna. Pri vrednosti beta = 1 je možno razbrati, da je vrednost delnice podjetja 10.652 SIT. Pri višji beti (1,17) pa se vrednost zniža na 9.613 SIT.

Tabela 27: Analiza občutljivosti za napake v predvidevanju investicij in dolgoročne rasti

	Nepredvidene spremembe investicij (odmik od predvidenih cen osnovnih sredstev v odstotkih)							
		20 %	15 %	10 %	5 %	0 %	-5 %	-10 %
Dolg. rast g	0,50 %	6.585,49	6.735,36	6.885,16	7.034,87	7.184,51	7.334,06	7.483,54
	1 %	7.025,62	7.172,24	7.318,82	7.465,35	7.611,83	7.758,25	7.904,62
	1,50 %	7.539,73	7.682,35	7.824,96	7.967,56	8.110,15	8.252,72	8.395,27
	2 %	8.148,20	8.285,78	8.423,40	8.561,07	8.698,77	8.836,51	8.974,28
	2,50 %	8.879,62	9.010,72	9.141,93	9.273,26	9.404,69	9.536,24	9.667,88
	2,90 %	9.580,54	9.704,98	9.829,63	9.954,46	10.079,49	10.204,70	10.330,09
	3,50 %	10.898,17	11.008,95	11.120,12	11.231,67	11.343,58	11.455,85	11.568,47
	4 %	12.346,42	12.440,46	12.535,13	12.630,43	12.726,34	12.822,86	12.919,96

²⁵ Na podlagi QMDM modela, razloženega v prilogi AD2.

Najzahtevnejše pri vrednotenju se je izkazalo predvidevanje naložb v osnovna sredstva. Ker je izvedba teh naložb predpogoj za predvidene stopnje rasti, je bila izdelana podatkovna tabela, v kateri je izračunan vpliv napak pri napovedi naložb (izraženih v odstotkih) in sprememb dolgoročne rasti (g). Pri enaki stopnji dolgoročne rasti lahko 20 % višji strošek naložb v osnovna sredstva povzroči padec cene delnice na 9.580 SIT, medtem ko bi 10 odstotkov nižja vrednost naložb ceno dvignila na 10.330 SIT. Iz tabele se vidi velik pomen dolgoročne rasti na ceno delnice. Dolgoročna rast 4 % dvigne ceno delnice Luke Koper na raven 12.726 SIT. Pri nominalni rasti 0,5 % (nižja od inflacije) je delnica podjetja vredna le 7.184 SIT.

7. SKLEPNE UGOTOVITVE

Osnovni namen magistrskega dela je ugotoviti, kolikšna je cena delnice podjetja ob uporabi različnih metod vrednotenja. Izračun temelji na številnih predpostavkah, ki so v tem delu čim bolj natančno razdelane. Najprej je opisano splošno stanje podjetja, nato je natančneje predstavljena makroekonomska situacija na slovenskem in ostalih relevantnih trgih, ki utegnejo vplivati na rast prihodkov, sledijo analiza panoge, v kateri deluje Luka, v posebnem poglavju pa še posebnosti podjetja, ki vplivajo na parametre modela diskontiranih denarnih tokov.

Četudi je scenarij razvoja panoge in makroekonomskega okolja zelo perspektiven, pa je potrebno upoštevati, da je Luka Koper pred velikimi izzivi, ki lahko ob neugodnem izidu zaostajajo za napovedanimi stopnjami rasti. Posledično bi to pomenilo nižjo vrednost podjetja. Tveganja je potrebno znotraj temeljne analize nekako ovrednotiti. V iskanju odgovorov na posebnosti lastniške strukture, omejenih kapacitet in posebnih razmer slovenske birokracije se je bilo nemogoče obrniti na primere tujih podjetij, saj primerni podatki niso javno dostopni. Tudi če bi določeni podatki obstajali, bi se bilo nanje zmotno naslanjati, saj so razmere v tujini drugače urejene. Zato večina ugotovitev temelji na unikatnem primeru podjetja Luke Koper in jih ni smiselno prenašati v bodoča vrednotenja drugih podjetij v večinski državni lasti.

V teoriji in v praksi vrednotenja se ocene za tržljiv manjšinski delež podjetja pričakovano razlikujejo glede na uporabljene metode. V tabeli 36 so predstavljeni rezultati, dobljeni na podlagi različnih metod vrednotenja.

Tabela 36: Rezultati vrednotenj

	Vrednost (SIT/delnico²⁶)	
Metoda diskontiranih denarnih tokov	10.079	
Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij	10.389–11.187	10.828–11.220**
Metoda primerljivih transakcij	6.858–7.931	7.089–8.403**
Povprečje vseh treh metod	9.436	9.624**

**Opomba: v desnem stolpcu so finančni podatki Luke Koper brez upoštevanja kazni zaradi neplačanih davkov.

Dobljena vrednost podjetja iz metod, primerljivih na borzi uvrščenih podjetij, je nekje v okviru trenutne tržne cene (dne 20. 12. 2006). Verjetno je vzrok v tem, da so uporabljena primerljiva podjetja temelj za podobne primerjave med vlagatelji. Notranja vrednost, ugotovljena z metodo diskontiranih denarnih tokov, je nekoliko nižja. Razlaga je v ogromnih naložbah v osnovna sredstva, za katere je še negotovo, kako bodo lahko osnovale rast v prihodnje in v drugih metodah niso upoštevane. Ogromne potrebe po financiranju, predvsem

²⁶ V vseh izračunih je upoštevanih vseh 14 milijonov delnic.

za tretji pomol, bodo povzročale nižje dobičke in dividendne donose. Je pa potrebno dodati, da je ugotovljen rezultat posledica dejstva, da se prednostne delnice vrednoti enako kot navadne. Ob upoštevanju nižjih donosov prednostnih delnic ali njihove netržljivosti bi dobili bistveno drugačne rezultate. Možnosti popravljanja vrednosti prednostnih delnic so predstavljene v prilogi²⁷. Priložen je namreč izračun diskontov in premij v primeru posebnega primera prodaje.

V času pisanja magistrske naloge (december 2006) se je z delnico Luke Koper nadpovprečno trgovalo. V dobrem tednu dni je zrasla za več kot dvajset odstotkov. Razlog za to so tudi izjemno dobri rezultati, ki jih je objavilo podjetje, vendar je mogoče rast interpretirati tudi s trgovanjem na podlagi notranjih informacij ali špekulacij. Ker notranji prevzemi in konsolidacije logistične panoge niso nič novega tudi v Sloveniji, se pojavlja vprašanje, ali niso skoki tečaja povezani z dogajanjem v ozadju. V prvem devetmesečju 2006 se je tečaj delnice gibal pod 9.000 SIT, nato pa se je proti koncu leta povzdignil na raven med enajst in dvanajst tisoč tolarji. Na osnovi ugotovitev te analize je možno sklepati, da je na podlagi javno dosegljivih informacij poštena cena navadnih in prednostnih delnic Luke Koper nekoliko nad deset tisoč tolarji in je nižja od trenutne tržne cene (dne 19. 1. 2007 je tržna cena 49,84 €/11.934 SIT).

²⁷ Tolmačenje tega vprašanja in vrednosti je razkrito v prilogi AD2.

8 LITERATURA IN VIRI

8.1 LITERATURA

1. Bizjak Andrej: Analiza poslovanja podjetja Luka Koper d.d. v letih 1999 in 2000. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 44 str.
2. Bodie Zvi, Kane Alex in Marcus Alan J.: Investments. 6th ed. New York: McGraw Hill, 2005. 1093 str.
3. Brigham Eugene F., Daves Philip R.: Intermediate Financial Management. Ohio : Thomson South-Western, 2004, 974 str.
4. Copeland Tom, Kollerin Tim in Murrin Jack: Valuation : measuring and managing the value of companies. 3rd ed. Danvers: Willey Publishing, 1996. 485 str.
5. Čok Borut: Strateški načrt združene Intereurope in Luke Koper. Magistrsko delo, Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2005. 114 str.
6. Damijan Jože P., Gregorič Aleksandra in Prašnikar Janez: Ownership concentration and firm performance in Slovenia. Working Paper, Lueven: Katholieke universiteit Leuven, 2004. 26 str.
7. Fishman J.E., Pratt S.P., Griffith J.C., Wilson D.K.: Guide to Business Valuation. Twelfth Edition, Fort Worth: Practitioners Publishing Company, 2002.
8. Gaspara Jose - Miguel, Massab Massimo in Matos Pedro: Shareholder investment horizons and the market for corporate control. Journal of Financial Economics 76 (2005). str. 136-165
9. Gaughan A. Patrick: Mergers, acquisitions and corporate restructuring. 3rd edition. New York: Willey, 2002. 620 str.
10. Goud Richard B.: Ownership and Firm Performance: Evidence from 25 Countries in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union, EconWPA 0207002 (2002). 18 str.
11. Graham John R. in Harvey Cambell: The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. Journal of fianncial economics, vol. 60, št. 1, 2001.

12. Hunger J. David in Wheelen Thomas L.: Strategic management, 5th ed., Reading (MA): Addison-Wesley Publishing Company, 1995. 441 str.
13. Jaklič Marko: Poslovno okolje podjetja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 353 str.
14. Jakomin Livio: Luka Koper. Koper, 2004. 179 str.
15. Jarrell Gregg, Brickley James in Netter Jeffry: Market for corporate control: the empirical evidence since 1980. Journal of economic perspectives. Nashville. 2(1988), 1. str. 49-68.
16. Koletnik Franc: Vrednotenje podjetij. Ljubljana: Inštitut za revizijo, 2002.
17. Kos Dejan: Transformacija Luke Koper v sodobni logistični center. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 104 str.
18. Krajnc Breda: Intereuropa dobro pripravljena na EU. Ljubljana: GV Logistika in transport, 9 (2004), str. 12-13.
19. Kranjec Samo: Kljub dragi nafti gre dejavnosti dobro. Ljubljana: Finance, 12.6.2005. str. 18
20. Markowitz, H. M. (1959), Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, Wiley, Yale University Press, 1970, Basil Blackwell, 1991.
21. Matos Urša: Intervju Korelič Bruno. Mladina, 21. marec 2003.
22. Matos Urša: Slepo črevo Evrope. Mladina 43, 27. oktober 2003. str. 4
23. Mercer Christopher: A primer on the quantitative marketability discount model. The CPA Journal, julij 2003. 73 str.
24. Murphy Austin, Neiman Robert in Kemn Nathan: The value of convertible preferred stock in transactions with »relationship investors« like Warren Buffett. International Review of Financial Analysis, Vol. 6, številka 3, 1997. str. 241-256
25. Myers, S. and N. Majluf, 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics, 187-221.

26. Officer Micah S.: The price of corporate liquidity: acquisition discounts for unlisted targets. *Journal of Financial Economics*, januar 2006. 28 str.
27. Paschall Michael A.: Discounts for lack of marketability: A review of studies and factors to be considered, *Fair Value*, september 1994. 3 str.
28. Paschall Michael A.: The 35% "standard" marketability discount: R.I.P., *ponatis*, Vol. 14, številka 1, zima/pomlad 2005. 6 str.
29. Porter Michael: How competitive forces shape strategy. Boston: *Harvard business review*, 2000. str. 137-145
30. Pratt Shannon P., Reilly Robert F., Schweihs Robert P.: *Valuing a business : the analysis and appraisal of closely held companies*, 2nd ed., New York: McGraw-Hill, 1989. 737 str.
31. Praznik B.: *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo 3. zvezek, 1. izdaja, 2004.
32. Sharpe William F.: *Portfolio theory and capital markets*. New York: McGraw-Hill, 1970.
33. Stefančič Petra: *Luka Koper kot logistično in distributivno središče za Vzhodno in Srednjo Evropo*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 47 str.
34. Šimnovec Nika: *Analiza logistične panoge ter implikacija za razvoj logističnega mesta BTC*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2005. 46 str.
35. Thomson John A.; *The Davis Case Part Three, Valuation issues*, Los Angeles: ASA, 2000. 4 str.
36. Trujillo Lourdes in Serebrisky Tomás: *Market Power: Ports*. World Bank Institute Review, številka 260, marec 2003. 4 str.
37. Turk Sašo: *Racionalizacija pomorskega kontejnerskega (TEU) transporta*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2006. 109 str.
38. Veselko Gregor in Bratkovič Elsa: *Kakšne zaposlene potrebujemo v logistiki*. Ljubljana: GV Logistika & Transport, 2004.

39. Wessinger Y. Samuel: Public equivalent value: are earnings adjustments required in minority interests. Valuation Strategie Vol. 8, številka 6, Jul/Aug 2005. str. 14-21
40. Weston Fred, Siu Juan in Johnson Brian: Takeovers, restructuring, and corporate governance. Upper Saddle River (N.J.) : Prentice Hall, 2001. 689 str.
41. White Gerald, Sondhi Aswinpaul in Fried Dov: The analysis and use of financial statements. Danvers: Wiley publishing, 2003. 760 str.

8.2 VIRI

1. Condon Christopher: Adriatic port vies to be gateway of choice - big plan to develop a transit point for Central and Eastern Europe; London: Financial Times, 22. junij 2004.
2. Cushman & Wakefield: Belgium tops European industrial/logistics ranking, 20 Feb, 2006, Brussels
[URL:<http://www.cushwake.com/cwglobal/jsp/newsDetail.jsp?Language=EN&repId=ca3500014&Country=GLOBAL>]
3. Doherty Katherine: Logistics Costs Skyrocket, dosegljivo 7. november 2006
[URL:<http://www.foodlogistics.com>]
4. El Amin Ahmed: Logistics providers move toward more integrated services, 3.8.2006
[URL: <http://www.foodproductiondaily.com/news/ng.asp?n=69619-pl-logistics-transport>]
5. Evropska komisija: Autumn 2006 Economic Forecasts, številka 5, September 2006
6. IEDC: Luka Koper – company analysis, IEDC, Bled, 2001, 18 str.
7. Internetno glasilo Slovenska Istra, 12.2.2006
[URL:<http://www.poslovni.hr/Forum/Thread.aspx?ThreadID=482>]
8. Interni viri Publikum BPH, konferenčni klic, 2004
9. Letna poročila Luka Koper 200, 2002, 2002, 2003, 2004, 2005, polletno 2006 in september 2006
10. Luka Koper - interno gradivo: Slovenia = Port of Koper, Koper, 1997.
11. Luka Koper pred velikim naložbenim zagonom. Ljubljana: Delo, Sobota 5.8.2006.

[URL:http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Delo&da=20060805&ed=0&pa=8&ar=5a08d9a4e183f48489d9ad5032fcfd5f04&fromsearch=1]

12. Ports & Logistics Outlook, World bank, 2006

[URL:http://www.worldbank.org/transport/ports_ss.htm]

13. Price Waterhouse Coopers, Economic outlook, marec 2006

[URL:http://www.pwc.com/uk/eng/ins-sol/publ/ukoutlook/PwC-EconomicOutlook_March2006.pdf]

14. UMAR, 2006: Jesensko poročilo

[URL:<http://www.sigov.si/zmar/public/analiza/jesen06/jesenkazal.php>]

15. World Bank, Port reform toolkit – FRAMEWORK FOR PORT REFORM, 2006, 26 str.

16. World Bank, Port reform toolkit - PORT REGULATION MODULE, 2006, 57 str.

9 PRILOGE

9.1 Priloga AD1

Tabela AD1: Primerjava kapacitet med pristanišči – leto 2006

	Trst	Koper	Rijeka
Površina pristanišča (kv.m)	2.304.000	2.550.000	1.635.000
Prostocarinska cona (kv.m)	1.765.000	4.743.000	1.190.000
Skladišča (kv.m)	925.000	1.250.000	417413
Pokrite površine (kv.m)	500.000	300.000	
Dolžina obale (m)	12.128	3.134	
Operativni privezi:			
Navadni	47	24	18
Kontejnerski in RO-RO	24	7	11
Tankerski	11	3	3
Razsuti tovor	5	3	2
Potniški	5	11	1
	2	0	1
Vlačilci	10	3	10
			24.000.000
Skladišča za nafto (kub.m)	145.000	45.000	na leto

Vir: spletne strani in letna poročila pristanišč.

9.2 Priloga AD2

9.2.1 Diskont za pomanjkanje tržljivosti prednostnih delnic

Če te ugotovitve prilagodimo na primer Luke Koper, se enačba, ki izhaja iz manjšinske tržne cene, pridobljene z analizo diskontiranih denarnih tokov, glasi:

$$\text{vrednost prednostnih delnic} = 10.079 \cdot (1 - 0.05)^{28} \cdot (1 - 0.20)^{29} \cdot (1 + 0.038)^{30} = 7.951 \text{ SIT.}$$

Cena, ki je rezultat temeljne analize, je diskontirana za manjšinski delež prednostnih delnic, ki ne vključujejo nadzora in se nanašajo na prvo prodajo preko posrednikov. Vendar so s strani praktikov tako preproste metode odsvetovane. Priporoča se prilagojena metoda, specifična za podjetje, ki se ga vrednoti. Po primeru Mandelbaum leta 1995, pred davčnim sodiščem ZDA, so se ameriški ocenjevalci podjetij naučili, da lahko prilagodijo diskonte glede na čim boljše argumentiranje naslednjih desetih dejavnikov (Paschall, 2005):

1. Privatna ali javna prodaja delnic.

²⁸ Prvi oklepaj je diskont za stroške prodaje in zaradi nelikvidnostnega trga zasebnih prodaj v Sloveniji.

²⁹ Drugi oklepaj je diskont za nižji dividendni donos glede na navadne delnice.

³⁰ Tretji oklepaj je premija za glasovalne pravice, ki jih te prednostne delnice nosijo.

2. Finančna analiza delnic.
3. Dividendna politika.
4. Narava podjetja, zgodovina, pozicija v sektorju, ekonomski pregled.
5. Management.
6. Delež nadzora v prenesenih (prodanih) delnicah.
7. Omejitve v prenosljivosti delnic.
8. Ročnost delnice.
9. Politika prevzema podjetja.
10. Stroški, povezani z javno prodajo.

Relativno moderna metoda, ki vključuje zgornje elemente in jo avtorji priporočajo, je QMDM (Mercer, 2003). Le-ta se sicer uporablja za privatna podjetja (ki ne kotirajo), lahko pa je pri tej analizi uporabljena za prednostne delnice, ki imajo omejitve pri prodaji.

Tabela AD2: QMDM predpostavke

	Luka Koper
Predvidevana rast denarnih tokov	3 %
Predviden dividendni donos	2 %
Predvidevana rast dividend	5 %
Zahtevan donos	10 %
Minimalno obdobje ročnosti	5
Maksimalno obdobje ročnosti	20
Diskontna stopnja za tržljivost	21 %

$$\text{QMDM} = 10.079 * (0,79) = 7.962 \text{ SIT}$$

Vrednost, ki jo na ta način dobimo, je naše predvidevanje, kakšna bi lahko bila cena prodaje prednostnih delnic, če bi bila tržna cena navadnih delnic 10.079 SIT.

9.2.2 Premija za obvladovanje

Pri popravkih vrednosti Luke Koper so upoštevana zgornja priporočila, ki vključujejo premijo za nadzor v fazi, ko je bila srednja raven vrednosti (vrednost tržljivega manjšinskega deleža) že določena. Žal za kvantificiranje premije za nadzorni delež strokovna literatura ne ponuja podobnega modela, kakršen je QMDM za vidik tržljivosti. Izračun za premijo na kontrolni delež Luke Koper je tako podan na podlagi obstoječe literature za ocenjevanje podjetij (Fishman et al, 2002, str. 355):

$$\text{cena delnice (v nadzornem paketu) z vključeno Mergerstat premijo} = 10.079 * (1 + 0,346)^{31} = 13.566 \text{ SIT.}$$

31 V oklepaju je podana vrednost mediane prevzemnih premij iz raziskave Mergerstat leta 1999.

Če so delnice podjetja tako visoko cenjene, kot v preteklosti še niso bile, lahko obstaja razlog za zmanjšanje premije za nadzor (saj je delno vključena v precenjenih delnicah) ali celo diskont za nadzor. To je trenutna situacija na Ljubljanski borzi. Delnica Luke Koper, ki na borzi kotira, je bistveno nad povprečji leta 2006 ter nasploh najvišje v njeni zgodovini. Tako je narejena korekcija navzdol, premija je znižana na 20 % (kar je srednja pot med najnovejšimi premijami 10–30 %).

$$\text{Cena delnice} = 10.079 \cdot (1,2)^{32} = 12.094 \text{ SIT}$$

Cena delnice, ki jo tako dobimo, je tista, ki jo lahko pričakujemo, če bi se delnice Luke Koper prodajale v večinskem paketu, skupaj z nadzorom.

9.3 Priloga AD3

Priložena je razlaga kazalnikov, uporabljenih v finančni analizi (White et al., 2003; Praznik, 2004):

$$\text{Stopnja zadolženosti} = \frac{\text{dolgovi}}{\text{kapital}}$$

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{kratkoročna sredstva}}{\text{kratkoročne obveznosti}}$$

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{kratkoročna sredstva} - \text{zaloge} - \text{kratk. terjatve}}{\text{kratkoročne obveznosti}}$$

$$\text{Produktivnost dela (ton/zaposlenega)} = \frac{\text{pretovor}}{\text{število zaposlenih}}$$

$$\text{Produktivnost dela (prihodki v 000 SIT/zaposlenega)} = \frac{\text{prihodki}}{\text{število zaposlenih}}$$

$$\text{Celotna gospodarnost} = \frac{\text{prihodki}}{\text{odhodki}}$$

³² Navzdol popravljena premija (posledica razmer na trgu in modernih premij za nadzor).

$$\text{Gospodarnost iz poslovanja} = \frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{poslovni odhodki}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{kapital}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{sredstva}}$$

$$\text{Neto marža} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{poslovni prihodki}}$$

$$\text{P/E} = \frac{\text{tržna cena delnice}}{\text{dobiček na delnico}}$$

$$\text{P/CF} = \frac{\text{tržna cena delnice}}{\text{denarni tok na delnico}}$$

$$\text{P/B} = \frac{\text{tržna cena delnice}}{\text{knjig. vredn. delnice}}$$

$$\text{EPS} = \text{dobiček na navadno delnico (7,14 milijonov)}$$

$$\text{EPS (dilluted)} = \text{dobiček na delnico (navadne + prednostne, 14 milijonov delnic)}$$

$$\text{Dividendna donosnost} = \frac{\text{dividenda na delnico}}{\text{tržna cena delnice}}$$

$$\text{Obračanje sredstev} = \frac{\text{celotni prihodki}}{\text{celotna sredstva}}$$

Razlaga kratic, uporabljenih v tekstu:

3PL – Third party logistics

4PL – Fourth party logistics

BIH – Bosna in Hercegovina

CAPM – Capital Asset Pricing Model

DCF – Discounted Cash Flows

(diskontirani denarni tokovi)

SEC – Security and Exchange comission

KAD – Kapitalska družba

SOD – Slovenska odškodninska družba

PID – Privatizacijska investicijska družba

TEU – merska enota za kontejnerje

NOPAT – Poslovni dobiček po davkih

WACC – Tehtan strošek kapitala

EURIBOR – temeljna obrestna mera

Evropske centralne banke

ECB – Evropska centralna banka

S&P 500 – tržni indeks Standard & Poor's

FCF – Prosti denarni tokovi

EU – Evropska unija

BDP – bruto družbeni proizvod

USD – ameriški dolar

EPS – dobiček na delnico

EBITDA – dobiček iz poslovanja pred
depreciacijo in amortizacijo

EBIT – Dobiček iz poslovanja

P/B – tržna vrednost delnice/knjigovodska
vrednost

P/E – tržna vrednost delnice/dobiček na
delnico

P/CF – tržna vrednost delnice/denarni tok
na delnico

P/EBITDA – tržna vrednost
delnice/poslovni dobiček (pred
depreciacijo in amortizacijo) na delnico

P/Sales – tržna vrednost delnice/prodaja

EV/EBITDA – Vrednost lastniškega
kapitala/poslovni dobiček pred
depreciacijo in amortizacijo

EV/EBIT – Vrednost lastniškega
kapitala/poslovni dobiček

EV/Sales – Vrednost lastniškega
kapitala/prodaja

ROE – dobičkonosnost kapitala

ROA – dobičkonosnost sredstev

UMAR – Urad za makroekonomske
analize

SWOT – Strateška analiza prednosti,
slabosti, priložnosti, nevarnosti

9.4 Priloga AD4

9.4.1 Računovodski izkazi za pretekla obdobja

Izkaz uspeha

	2002	2003	2004	2005
Prihodki od prodaje storitev na domačem trgu	2.313.602	2.293.214	2.480.326	2.836.369
Prihodki od prodaje storitev na tujem trgu	11.494.943	12.511.353	14.722.813	17.651.029
Prihodki od prodaje blaga in materiala	17.336	394	4.065	3.572
Prihodki od porabe in odprave rezervacij	16.130	52.321	36.339	36.317
Prihodki od najemnin	317.481	594.027	578.677	708.059
Drugi poslovni prihodki	80.347	101.490	296.435	335.454
Prevrednotovalni poslovni prihodki	45.651	64.286	8.650	622.086
Poslovni prihodki	14.285.490	15.617.085	18.127.305	22.192.886
Stroški poslovanja	19.841.819	13.639.164	16.487.439	17.799.903
Stroški materiala	922.807	855.906	972.946	1.183.270
Stroški storitev	3.873.148	4.112.326	5.463.871	6.246.531
Odpisi vrednosti	9.782.372	2.466.295	3.268.177	3.429.237
Dolgoročne rezervacije	0	0	116.300	0
Stroški dela	4.746.555	5.182.560	5.437.576	5.689.439
Ostalo poslovni stroški	496.421	1.019.316	1.225.108	1.249.025
Nabavna vrednost prodanega materiala in blaga	20.516	2.761	3.461	2.401
Poslovni izid iz poslovanja	-5.556.329	1.977.921	1.639.866	4.392.983
Finančni prihodki	11.362.234	3.155.743	5.343.581	2.259.335
Finančni odhodki	1.185.459	1.175.463	870.952	830.402
Poslovni izid	4.620.446	3.958.201	6.112.495	5.821.916
Posebni prihodki	334.267	311.456	0	0
Posebni odhodki	48.622	49.579	0	0
Davek od dobička	333.452	211.851	703.338	1.079.005
Odloženi davki	0	0	-9.533	72.176
Čisti poslovni izid poslovnega leta	4.572.639	4.008.227	5.399.624	4.815.087
Čisti poslovni izid za večinske lastnike	4.552.202	3.964.494	5.304.126	4.742.482

Bilanca stanja

	2002	2003	2004	2005
Gibljava sredstva	12.078.809	9.447.049	13.498.040	15.406.447
Zaloge	8.840	9.537	1.610	995
Poslovne terjatve	3.855.358	4.230.557	4.833.736	4.486.393
Dolgoročne poslovne terjatve	1.310	71.189	0	0
Dolgoročne poslovne terjatve do drugih	1.310	71.189	0	0
Terjatve zaradi odloženih davkov	0	0	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	3.854.048	4.159.368	4.833.736	3.663.701
Kratkoročne poslovne terjatve do Skupine	0	0	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	3.854.048	4.159.368	0	822.692
Kratkoročne investicije	7.847.098	5.028.449	8.398.387	10.556.785
Ostale kratkoročne investicije	0	5.028.449	8.398.387	10.556.785
Dobroimetje pri bankah	367.513	178.506	264.307	362.274
Stalna sredstva	51.398.197	60.444.396	63.499.981	63.925.858

Neopredmetena dolgoročna sredstva	887.663	752.118	506.928	261.983
Dolgoročne premoženjske pravice	887.663	752.118	506.928	261.983
Opredmetena osnovna sredstva	30.859.984	33.214.043	36.857.001	37.375.765
Zemljišča in zgradbe	24.366.959	26.064.377	27.861.460	29.329.840
Zemljišča	73.946	73.946	425.739	425.739
Zgradbe	24.293.013	25.990.431	27.435.721	28.904.101
Naprave in stroji	5.399.868	5.879.372	6.263.498	7.279.469
Osnovna sredstva, ki se pridobivajo	1.093.157	1.270.294	2.732.043	766.456
Dolgoročne investicije	19.650.550	26.478.235	26.136.052	26.288.065
Deleži v podjetjih v Skupini	0	0	0	0
Deleži v pridruženih podjetjih	1.222.562	1.368.153	12.790.111	13.814.975
Drugi dolgoročni deleži	7.647.578	18.022.025	10.775.870	10.387.243
Druge dolgoročne finančne terjatve	10.775.805	7.088.057	2.570.071	2.085.847
Aktivne časovne razmejitve	14.140	16.559	27.187	18.847
Zunajbilančna sredstva	5.243.974	5.031.990	4.198.384	2.236.151
Sredstva	63.491.146	69.908.004	77.025.200	79.351.132
Finančne in poslovne obveznosti	6.720.516	10.799.376	13.140.244	12.255.234
Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	2.267.489	1.320.963	4.328.620	8.696.990
Dolgoročne finančne obveznosti	1.799.830	1.042.493	3.944.349	8.253.187
Dolgoročne poslovne obveznosti	467.659	278.470	384.271	443.803
Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	4.453.027	9.478.413	8.811.624	3.558.244
Kratkoročne finančne obveznosti	1.919.236	6.010.426	4.280.366	368.122
Kratkoročne finančne obveznosti do bank	1.849.272	6.010.426	4.028.206	251.295
Kratkoročne finančne obveznosti do Skupine			0	0
Kratkoročne finančne obveznosti do pridruž. p.			248.355	116.504
Kratkoročne finančne obveznosti do drugih	69.964		3.805	323
Kratkoročne poslovne obveznosti	2.405.252	3.494.120	4.531.258	3.190.122
Kratkoročne poslovne obveznosti iz predujmov	0	30.684	262.958	2.853
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobavitelj.	1.566.327	2.648.927	2.156.727	1.278.599
Kratkoročne poslovne obveznosti do Skupine	0	0	0	0
Kratkoročne poslovne obveznosti do pridruž. p.	0	0	0	0
Kratkoročne poslovne obveznosti do drugih	838.925	814.509	1.408.235	829.665
Obveznosti za davek od dobička			703.338	1.079.005
Rezervacije	1.138.874	1.165.078	1.762.080	1.942.502
Združene rezervacije	1.138.874	1.165.078	1.762.080	1.942.502
Kapital	55.748.961	57.723.491	61.890.529	64.927.326
Kapital	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000
Vpoklicani kapital	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000
Kapitalske rezerve	0	0	21.462.806	21.462.806
Rezerve iz dobička	17.650.370	18.589.073	20.296.585	22.190.639
Zakonske rezerve	4.500.510	4.501.149	4.518.961	4.519.621
Druge rezerve iz dobička	13.149.860	14.087.924	15.777.624	17.671.018
Preneseni čisti poslovni izid	0	1.352.037	1.326.258	2.521.152
Čisti izid poslovnega leta	2.346.064	1.942.724	3.195.553	2.647.992
Presežek iz prevrednotenja	21.639.764	21.727.060	1.401.907	1.824.840
Pasivne časovne razmejitve	80.599	220.060	232.355	226.070
Zunajbilančne obveznosti	5.243.974	5.031.990	4.198.384	2.236.151
Obveznosti do virov sredstev	63.688.950	69.908.005	77.025.208	79.351.132

9.4.2 Finančno-računovodski kazalniki

V literaturi in praksi obstaja mnogo načinov, kako izračunati računovodske in finančne kazalnike. V spodnjih tabelah je predstavljena primerjava podjetja Luka Koper s podpanogo (Transport – Razno), v katero je na spletni strani reuters.com uvrščena Luka. Kazalniki so izračunani na podlagi strokovne literature (Brigham et al, 2004, str. 230) in so razkriti v prilogi AD3. Kazalniki za Luka Koper temeljijo na lastnih izračunih iz javno objavljenih računovodskih izkazov Luke Koper.

Kazalci likvidnosti

	Luka Koper	Panoga	Sektor	S&P 500
Kratkoročni koeficient	4,33	1,6	1,09	1,23
Kazalnik tekoče likvidnosti	4,33	1,79	1,33	1,75
Kazalec trenutne likvidnosti	3,07	/	/	/

Kazalci financiranja

	Luka Koper	Panoga	Sektor	S&P 500
Dolg/kapital	0,19	0,49	0,62	0,59
Dolg/celotne obveznosti	0,15	0,51	0,72	0,74
Sposobnost poravnave obresti	17,20	5,69	14,58	14,94

Kazalniki dobičkonosnosti

	Luka Koper	Panoga	Sektor	S&P 500
Marža iz poslovanja	19,8 %	8,35	14,83	20,37
Neto marža	21,7 %	5,26	9,12	13,76

	Luka Koper	Panoga	Sektor	S&P 500
ROA – donosnost sredstev	6,1 %	11,63	8,29	8,29
ROE – donosnost kapitala	7,4 %	21,79	19,95	20,32

Kazalniki učinkovitosti

	Luka Koper	Panoga	Sektor	S&P 500
Prihodek na zaposlenega (\$)	165.618	606.135	287.145	906.642
Obrat sredstev	0,28	2,57	1,17	0,97

Borzni kazalci

	Luka Koper	Panoga	Sektor	S&P 500
P/E	22,29	33,77	19,75	20,3
Beta	1,08 ³³	0,79	0,86	1
P/B	1,65	6,64	3,55	3,87

Stopnje rasti v %

	Luka Koper	Panoga	Sektor	S&P 500
Rast prihodkov	22,43	18,58	16,6	16,64

Dividendna politika

	Luka Koper	Panoga	Sektor	S&P 500
Dividendna donosnost (%)	3,4	1,52	1,4	2,11

9.5 Priloga AD5

Tabela AD5.1: Vrednost poslovnih sredstev: prosti denarni tokovi, diskontirani na sedanjo vrednost

Vrednost poslovnih sredstev

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prosti denarni tokovi	4.769.509	7.010.240	7.100.707	8.390.852	1.863.965	8.406.193	9.772.633	-30.044.763	-3.666.717	9.452.362	10.510.069
Diskontni faktor	1,10	1,20	1,31	1,45	1,57	1,72	1,89	1,84	1,93	2,06	2,06
PVFCF	4.390.679	5.949.311	5.535.815	5.979.861	1.231.053	5.107.370	5.440.253	-16.927.739	-1.978.566	4.783.940	5.288.946

$$\Sigma \text{ PVFCF} = 24.800.924,62$$

Tabela AD5.2: Strošek lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
r_{RF}	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%
RPM	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%
Beta	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
r_s	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%

³³ Spletna stran reuters.com.

Tabela AD5.3: Vrednost podjetja

Vrednost neposlovnih sredstev	15.000.000,00
Vrednost poslovnih sredstev	138.368.068,84
Vrednost poslovnega in neposlovnega kapitala	153.368.068,84
Vrednost dolga	12.255.234
Vrednost predn. delnic	0
Vrednost lastn. kapitala	141.112.834,84
Št. delnic	14.000.000,00
Cena za delnico	10.079,49

Ob upoštevanju nižje vrednosti prednostnih delnic:

Vrednost kapitala

Vrednost poslovnega in neposlovnega kapitala	153.368.068,84
Vrednost dolga	12.255.234
Vrednost predn. delnic	17.286.322,27
Vrednost lastn. kapitala	123.826.512,57
Št. delnic	7.140.000,00
Cena za delnico	17.342,65

Tabela AD5.4: Predviden izkaz uspeha

Predviden izkaz uspeha

	prilagojen 2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skupni prihodki	20.426.345	23.482.213	25.896.758	27.725.828	29.410.653	31.180.144	32.811.783	34.344.731	35.561.407	36.670.963	37.836.399	38.962.745
Prihodki od najemnin	708.059	435.273	480.030	513.934	545.164	577.964	608.209	636.624	659.177	679.744	701.347	722.225
Prevrednotovalni poslovni prihodki	622.086	162.662	179.388	192.058	203.729	215.986	227.288	237.907	246.335	254.021	262.094	269.896
Poslovni prihodki	21.756.490	24.080.148	26.556.176	28.431.820	30.159.546	31.974.094	33.647.280	35.219.262	36.466.919	37.604.727	38.799.839	39.954.866
Poslovni odhodki	17.875.714	20.989.834	21.356.110	22.316.820	23.572.253	26.418.111	28.000.063	28.454.237	29.352.379	32.941.165	34.585.037	35.454.620
Stroški materiala	1.305.389	1.444.809	1.593.371	1.705.909	1.809.573	1.918.446	2.018.837	2.113.156	2.188.015	2.256.284	2.327.990	2.397.292
Stroški storitev	5.362.714	7.224.044	7.170.167	7.676.591	8.143.077	8.633.005	9.084.766	9.509.201	9.846.068	10.153.276	10.475.957	10.787.814
Odpisi vrednosti	3.429.237	3.425.113	3.443.686	3.139.254	3.229.318	4.851.243	5.304.614	4.698.469	4.755.053	7.576.375	8.414.132	8.504.637
Dolgoročne rezervacije	0	96.321	106.225	113.727	120.638	127.896	134.589	140.877	145.868	150.419	155.199	159.819
Stroški dela	6.526.947	7.224.044	7.966.853	8.529.546	9.047.864	9.592.228	10.094.184	10.565.779	10.940.076	11.281.418	11.639.952	11.986.460
Drugi stroški	1.249.025	1.563.206 ³⁴	1.062.247	1.137.273	1.206.382	1.278.964	1.345.891	1.408.770	1.458.677	1.504.189	1.551.994	1.598.195
Nabavna vrednost mat. in blaga	2.401	12.297	13.561	14.519	15.402	16.328	17.183	17.985	18.623	19.204	19.814	20.404
Poslovni izid iz poslovanja	3.880.777	3.090.314	5.200.066	6.115.000	6.587.293	5.555.983	5.647.217	6.765.025	7.114.540	4.663.563	4.214.802	4.500.245
Finančni prihodki	2.259.335	2.659.412	2.136.179	1.832.146	900.000	900.000	900.000	900.000	750.000	750.000	750.000	750.000
Finančni odhodki	830.402	497.332	604.918	543.926	410.716	611.040	603.901	558.436	2.088.384	2.624.749	2.694.596	2.709.610
Poslovni izid	5.309.710	5.252.394	6.731.326	7.403.220	7.076.577	5.844.943	5.943.315	7.106.589	5.776.155	2.788.813	2.270.206	2.540.636
Davek od dobička	1.079.005	945.431	1.211.639	1.332.580	1.273.784	1.052.090	1.069.797	1.279.186	1.039.708	501.986	408.637	457.314
Odloženi davki	72.176	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Čisti poslovni izid poslovnega leta	4.302.881	4.326.963	5.539.687	6.090.640	5.822.793	4.812.854	4.893.519	5.847.403	4.756.447	2.306.827	1.881.569	2.103.321

³⁴ Vključuje kazni za neplačane davke Ministrstva za finance.

Tabela AD5.5: Predvidena bilanca stanja

Predvidena bilanca stanja

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gibljava sredstva	14.583.755	15.315.697	16.306.023	17.457.706	6.454.746	6.843.096	7.201.191	7.537.627	7.804.650	8.048.164	8.303.942	8.551.140
Zaloge	995	722	531	569	603	639	673	704	729	752	776	799
Poslovne terjatve	3.663.701	5.393.953	5.417.460	5.800.091	6.152.547	6.522.715	6.864.045	7.184.730	7.439.251	7.671.364	7.915.167	8.150.793
Dolgoročne poslovne terjatve	0	96.321	106.225	113.727	120.638	127.896	134.589	140.877	145.868	150.419	155.199	159.819
Kratkoročne poslovne terjatve	3.663.701	5.297.633	5.311.235	5.686.364	6.031.909	6.394.819	6.729.456	7.043.852	7.293.384	7.520.945	7.759.968	7.990.973
Kratkoročne finančne naložbe	10.556.785	9.632.059	10.622.470	11.372.728	0	0	0	0	0	0	0	0
Dobroimetje pri bankah	362.274	288.962	265.562	284.318	301.595	319.741	336.473	352.193	364.669	376.047	387.998	399.549
Stalna sredstva	63.925.858	67.159.357	68.452.468	68.798.290	78.640.541	84.307.672	85.120.981	85.929.332	123.233.925	135.201.879	136.494.814	137.794.902
Neopredmetena dolgoročna sredstva	261.983	602.004	663.904	710.795	753.989	799.352	841.182	880.482	911.673	940.118	969.996	998.872
Dolgoročne premoženjske pravice	261.983	602.004	663.904	710.795	753.989	799.352	841.182	880.482	911.673	940.118	969.996	998.872
Opredmetena osnovna sredstva	37.376.616	37.661.175	38.576.770	39.655.675	59.886.552	65.508.319	66.279.799	67.048.851	107.322.252	119.261.760	120.524.818	121.796.030
Zemlja in zgradbe	29.329.840	27.884.635	28.163.481	28.999.786	48.999.971	49.489.971	49.984.871	50.484.720	90.515.470	91.420.625	92.334.831	93.258.179
Zemlja	425.739	425.739	429.996	434.296	438.639	443.026	447.456	451.931	456.450	461.014	465.624	470.281
Zgradbe	28.904.101	27.458.896	27.733.485	28.565.489	48.561.332	49.046.945	49.537.415	50.032.789	90.059.020	90.959.610	91.869.207	92.787.899
Naprave in stroji + drugi stroji	7.280.320	7.705.647	8.129.458	8.210.753	8.292.860	13.268.576	13.401.262	13.535.275	13.670.627	24.607.129	24.853.201	25.101.733
Osnovna sredstva, ki se pridobivajo	766.456	2.070.893	2.283.831	2.445.136	2.593.721	2.749.772	2.893.666	3.028.857	3.136.155	3.234.007	3.336.786	3.436.118
Dolgoročne finančne naložbe	26.288.065	28.896.178	29.211.793	28.431.820	18.000.000	18.000.000	18.000.000	18.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
Aktivne časovne razmejitve	18.847	24.080	26.556	28.432	30.160	31.974	33.647	35.219	36.467	37.605	38.800	39.955
Zunajbilančna sredstva	2.236.151	2.408.015	2.655.618	2.843.182	3.015.955	3.197.409	3.364.728	3.521.926	3.646.692	3.760.473	3.879.984	3.995.487
Sredstva	79.351.132,0 0	82.499.133	87.440.665	89.127.610	88.141.401	94.380.151	95.720.547	97.024.104	134.721.734	147.048.120	148.717.539	150.381.484
Finančne in poslovne obveznosti	12.255.234	16.603.669	19.648.852	18.578.366	15.766.596	20.877.520	21.042.967	20.279.763	56.791.724	69.732.063	71.626.580	72.213.430

Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	8.696.990	8.732.951	10.567.455	9.593.038	7.417.472	10.777.373	10.692.404	9.969.523	35.378.177	44.299.877	45.482.626	45.754.817
Dolgoročne finančne obveznosti	8.253.187,00	8.251.347,83	10.036.331,83	9.024.401,37	6.814.281,10	10.137.890,92	10.019.457,91	9.265.137,58	34.648.838,24	43.547.782,14	44.706.628,72	44.955.720,03
Dolgoročne poslovne obveznosti	443.803,00	481.602,96	531.123,51	568.636,40	603.190,92	639.481,88	672.945,60	704.385,25	729.338,38	752.094,55	775.996,78	799.097,32
Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	3.558.244	7.870.719	9.081.397	8.985.328	8.349.124	10.100.147	10.350.564	10.310.240	21.413.548	25.432.186	26.143.955	26.458.613
Kratkoročne finančne obveznosti	368.122,00	3.536.291,93	4.301.285,07	3.867.600,59	2.920.406,19	4.344.810,39	4.294.053,39	3.970.773,25	14.849.502,10	18.663.335,20	19.159.983,74	19.266.737,15
Kratkoročne poslovne obveznosti	3.190.122,00	4.334.426,67	4.780.111,60	5.117.727,56	5.428.718,27	5.755.336,93	6.056.510,38	6.339.467,22	6.564.045,44	6.768.850,92	6.983.971,06	7.191.875,85
Rezervacije	1.942.502	1.926.412	2.124.494	2.274.546	2.412.764	2.557.928	2.691.782	2.817.541	2.917.354	3.008.378	3.103.987	3.196.389
Kapital	64.927.326	68.544.280	70.712.992	73.676.744	75.692.355	77.019.781	78.378.780	80.618.460	81.941.371	81.452.577	81.358.941	82.563.089
Vpoklicani kapital	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000	14.000.000
Kapitalske rezerve	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806	21.426.806
Rezerve iz dobička	22.190.639	24.802.553	27.352.861	29.284.774	31.064.332	32.933.317	34.656.698	36.275.840	37.560.927	38.732.869	39.963.834	41.153.512
Zakonske rezerve	4.519.621	4.334.427	4.780.112	5.117.728	5.428.718	5.755.337	6.056.510	6.339.467	6.564.045	6.768.851	6.983.971	7.191.876
Druge rezerve iz dobička	17.671.018	20.468.126	22.572.749	24.167.047	25.635.614	27.177.980	28.600.188	29.936.373	30.996.881	31.964.018	32.979.863	33.961.636
Preneseni čisti poslovni izid	2.521.152	2.151.440	2.163.481	2.769.844	3.045.320	2.911.396	2.406.427	2.446.759	2.923.702	2.378.224	1.153.414	940.784
Čisti poslovni izid poslovnega leta	2.151.440	2.163.481	2.769.844	3.045.320	2.911.396	2.406.427	2.446.759	2.923.702	2.378.224	1.153.414	940.784	1.051.661
Presežek iz prevrednotenja	2.104.737	4.000.000	3.000.000	3.150.000	3.244.500	3.341.835	3.442.090	3.545.353	3.651.713	3.761.265	3.874.103	3.990.326
Pasivne časovne razmejitve	226.070	240.801	265.562	284.318	301.595	319.741	336.473	352.193	364.669	376.047	387.998	399.549
Zunajbilančne obveznosti	2.236.151	2.408.015	2.655.618	2.843.182	3.015.955	3.197.409	3.364.728	3.521.926	3.646.692	3.760.473	3.879.984	3.995.487
Obveznosti do virov sredstev	79.351.132	82.499.133	87.440.665	89.127.610	88.141.401	94.380.151	95.720.547	97.024.104	134.721.734	147.048.120	148.717.539	150.381.484

Tabela AD5.6: Izračun prostih denarnih tokov

Prosti denarni tokovi

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	3.090.314,31	5.200.065,66	6.114.999,94	6.587.292,72	5.555.983,12	5.647.216,80	6.765.025,40	7.114.539,75	4.663.562,69	4.214.802,12	4.500.245,50
Dezinvesticije	924.725,73	0,00	779.973,33	21.804.547,67	0,00	0,00	0,00	3.000.000,00	0,00	0,00	0,00
NOPAT	3.292.332,83	4.264.053,84	5.653.878,09	23.281.309,12	4.555.906,16	4.630.717,78	5.547.320,83	8.293.922,60	3.824.121,40	3.456.137,74	3.690.201,31
Deprecijacija	3.425.112,51	3.443.686,09	3.139.253,98	3.229.317,63	4.851.243,29	5.304.613,74	4.698.468,66	4.755.053,26	7.576.374,78	8.414.131,51	8.504.636,95
Prevrednotovalni prihodki	162.662,18	179.387,83	192.057,87	203.728,71	215.986,04	227.288,47	237.907,26	246.335,22	254.021,15	262.094,17	269.896,42
Naložbe v osnovna sredstva	620.455	996.070	821.363	20.364.134	7.289.056	1.266.680	202.206	40.361.178	14.789.275	2.130.692	1.390.594
Spremem. neto giblj. sredstev	406.544	-477.958	39.426	36.317	38.142	35.170	33.043	26.226	23.917	25.121	24.279
Prosti denarni tokovi	5.527.784,06	7.010.240,49	7.740.284,67	5.906.446,88	1.863.965,31	8.406.193,13	9.772.632,85	-27.584.762,86	-3.666.716,52	9.452.362,13	10.510.069,47