

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRESOJA EKONOMSKE UPRAVIČENOSTI VERTIKALNE
INTEGRACIJE NAZAJ**

Ljubljana, februar 2023

ALJAŽ KETE

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Aljaž Kete, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Presoja ekonomske upravičenosti vertikalne integracije nazaj, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Nino Ponikvar

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, 14.2.2023 _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 VERTIKALNA INTEGRACIJA IN ZUNANJE IZVAJANJE DEJAVNOSTI.....	3
1.1 Opredelitev zunanjega izvajanja dejavnosti in vertikalne integracije	3
1.2 Teoretične osnove vertikalnih meja podjetja	6
1.3 Dejavniki odločanja o stopnji vertikalnega integriranja	10
1.3.1 Vpliv zrelosti panoge na stopnjo integracije	10
1.3.2 Soodvisnost ekonomij obsega in specifičnosti sredstev.....	12
1.3.3 Konkurenčnost trga, velikost tržnega deleža in tehnologija	13
1.3.4 Makroekonomsko okolje kot motiv za vertikalno integracijo	14
1.4 Diverzifikacija podjetja.....	16
2 PREDSTAVITEV ANALIZIRANEGA PODJETJA IN TRGOV	19
2.1 Analiza Porterjevih petih silnic na trgu izolacijskih trakov.....	21
2.1.1 Glavne značilnosti trga izolacijskih trakov	24
2.1.2 Raven konkurence v panogi	24
2.1.3 Nevarnost vstopa novih konkurentov.....	26
2.1.4 Nevarnost substitutov in storitev	29
2.1.5 Pogajalska moč kupcev	30
2.1.6 Pogajalska moč dobaviteljev	31
2.1.7 Povzetek Porterjevega modela petih silnic.....	32
2.2 Dinamika in trendi povpraševanja na trgu izolacijskih trakov	33
2.2.1 Ogljična nevtralnost	34
2.2.2 Elektrifikacija vozil	35
2.2.3 Podmorske povezave med državami (angl. Interconnectors).....	35
2.2.4 Vetrne elektrarne	36
2.3 Analiza trga netkanih materialov	36
2.3.1 Trajnostni vidiki netkanih tekstilij	38
2.3.2 Uporaba netkanih materialov v avtomobilski industriji.....	39
3 ANALIZA PREDNOSTI IN SLABOSTI TER NEVARNOSTI IN PRILOŽNOSTI VERTIKALNE INTEGRACIJE	39
3.1 Prednosti.....	40

3.2	Slabosti.....	41
3.3	Priložnosti.....	42
3.4	Nevarnosti.....	42
4	FINANCIRANJE NALOŽBE V VERTIKALNO INTEGRACIJO	43
4.1	Ocena naložbenih vlaganj	44
4.2	Financiranje investicije	44
4.2.1	Lastni viri financiranja	45
4.2.2	Nepovratna sredstva iz razpisa	45
4.2.3	Dolgoročni bančni kredit.....	45
4.3	Strošek kapitala	47
4.4	Analiza finančnih kazalnikov zadolževanja po najemu kredita	48
5	PRESOJA EKONOMSKE UPRAVIČENOSTI VLAGANJ V VERTIKALNO INTEGRACIJO.....	50
5.1	Investicijski kriteriji za presojo ekonomske upravičenosti	51
5.2	Diskontna stopnja	53
5.3	Denarni tok investicije.....	54
5.3.1	Ocena koristi vertikalne integracije.....	54
5.3.2	Ocena denarnega toka vertikalne integracije	57
5.4	Kazalniki ekonomske upravičenosti vertikalne integracije z vidika investitorja	58
5.5	Analiza občutljivosti	60
5.6	Analiza scenarijev in tveganj.....	62
	SKLEP	63
	LITERATURA IN VIRI.....	66
	PRILOGE	73

KAZALO TABEL

Tabela 1: Kontinuum naredi ali kupi.....	5
Tabela 2: Soodvisnost ekonomij obsega in specifičnosti sredstev v odnosu do izbire strategije poslovanja.....	12
Tabela 3: Prednosti in slabosti vertikalne integracije.....	15
Tabela 4: Rumeltova kategorizacija strategij diverzifikacije	18
Tabela 5: Značilnosti analiziranega podjetja z vidika opredelitve vertikalne meje podjetja	20
Tabela 6: Pet silnic in njihov vpliv na konkurenčnost proučevanega podjetja	33

Tabela 7: Nabor in cene proizvodnih linij netkanih tekstilij potencialnih dobaviteljev	44
Tabela 8: Finančni kazalniki zadolževanja za tri podjetja v skupini.....	49
Tabela 9: Izračun diskontne stopnje na podlagi tehtanega povprečja stroškov kapitala WACC...	53
Tabela 10: Plan prodaje izolacijskih trakov za obdobje 2022–2027.....	55
Tabela 11: Denarni tok iz poslovanja, investiranja in preostanka vrednosti po realističnem scenariju za obdobje 2022–2027 in diskontno stopnjo 5,66%	58
Tabela 12: Občutljivost različnih spremenljivk na NPV projekta vertikalne integracije nazaj	60
Tabela 13: Izračun pričakovane NPV na podlagi treh scenarijev	62
Tabela 14: Rezultati analize upravičenosti naložbe za različne scenarije.....	63

KAZALO SLIK

Slika 1: Soodvisnost transakcijskih stroškov in specifičnost sredstev	10
Slika 2: Stopnja vertikalne integracije in lastništva podjetja glede na fazo razvoja in negotovost v panogi	11
Slika 3: Korelacija med finančnimi rezultati podjetja in stopnjo vertikalne integracije	16
Slika 4: Porterjev model petih silnic	22
Slika 5: Proizvodnja netkanih materialov v EU (+ Turčija) med letoma 2005 in 2019.....	37
Slika 6: PSPN-matrika podjetja.....	40
Slika 7: Analiza občutljivosti na spremembo posamezne spremenljivke, ki vpliva na vrednost NPV	61

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Št. polnilnih postaj in cilj zelenega načrta	1
Priloga 2: Projekcija dodatnih kapacitet vetrnih elektrarn na morju do leta 2030	2
Priloga 3: Izrazi poslovnega izida za podjetja 1, 2 in 3 iz skupine v obdobju 2017 – 2021	3
Priloga 4: Bilance stanja podjetij 2 in 3 v obdobju 2020 – 2021 in finančni kazalniki	7
Priloga 5: Bilanca stanja podjetja 1 in projekcija učinkov financiranja investicije na podlagi s finančnih kazalnikov.....	9
Priloga 6: Kalkulacija prihranka uporabe lastne proizvodnje v primerjavi z nakupom na trgu materiala tip 1 in tip 2	10
Priloga 7: Plan prodaje 2022 – 2028 glede na pesimističen scenarij in 50% zmanjšanje prodaje, ter optimističen scenarij in 50% povečanje prodaje	11
Priloga 8: Konsolidirana bilanca stanja treh podjetij v skupini 31.12. 2021 in vrednosti finančnih kazalnikov z vključenimi učinki financiranja investicije v letu 2022	12

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

B2B – (angl. business to business); prodaja vmesnih proizvodov med dvema podjetjema

CAGR – (angl. compound annual growth rate); letna stopnja rasti

CF – (angl. cash flow); denarni tok

DPB – (angl. discounted payback); diskontirana doba povračila

EBIT – (angl. earning before interests and taxes); dobiček ali izguba iz poslovanja

EBITDA – (angl. earnings before interest, tax, depreciation and amortization); denarni tok iz poslovanja

ECB – Evropska centralna banka

EHV – (angl. extra high voltage); zelo visoka napetost

EU – Evropska unija

HV – (angl. high voltage); visoka napetost

IRR – angl. internal rate of return; notranja stopnja donosa

MV – (angl. middle voltage); srednja napetost

NPV – angl. net present value; neto sedanja vrednost

PB – (angl. payback); doba povračila

PRT – (angl. property rights theory of the firm); teorija lastninskih pravic

PI – (angl. profitability index); indeks donosnosti

RBV – (angl. resource based view); teorija podjetniških virov

SKD – standardna klasifikacija dejavnosti

TTF – (angl. Dutch TTF natural gas); cena plina na nizozemski borzi

TCE – (angl. transaction costs economics); teorija transakcijskih stroškov

WACC – (angl. weighted average cost of capital); tehtano povprečje stroškov kapitala

UVOD

Da se proizvod znajde na polici v trgovini in je na voljo končnemu kupcu, je potrebnih več korakov in aktivnosti (Brewer, Garrison & Noreen, 2015). Vsak proces proizvodnje ima več faz in preden je končni proizvod postavljen na polico v trgovini, lahko tudi večkrat obkroži svet. Ta proces se imenuje globalizacija, proces nastanka proizvoda pa veriga vrednosti.

Od začetka industrializacije je glavna paradigma podjetij zajemala lastninsko obvladovanje verige vrednosti in to, da se doseže visoka stopnja vertikalne integracije. Klasičen primer vertikalne integracije je Fordova tovarna River Rouge, ki je proizvajala vse, kar je avto potreboval za delovanje, od premoga in jekla do plantaž za proizvodnjo lateksa in gum ter končnega tekočega traku za sestavo avta – popoln nadzor nad celotno verigo vrednosti (Kaiser & Obermaier, 2020, str. 2). Ko so podjetja ugotovila, da ima koncentracija podjetja na osnovno dejavnost in zunanje izvajanje neosnovnih dejavnosti velike prednosti, se je konec 20. stoletja zgodila dramatična preobrazba proizvodnje, ki se je odmikala od vertikalne integracije proti zunanjemu izvajanju, ki se je odvijal na čezmorskih trgih (angl. offshoring) oziroma na trgih v razvoju, predvsem na Kitajskem. V času globalizacije celo vertikalno integrirana podjetja nabavljajo nekatere surovine in materiale pri zunanjih dobaviteljih (Loertscher & Riordan, 2019). Svetovno trgovino poganja globalizacija s tako imenovano vertikalno specializacijo. To pomeni, da se vsaka država odloči, za katere segmente svetovnih verig vrednosti se bo specializirala. Trenutno naj bi svetovna trgovina z medfaznimi proizvodi zajemala že 2/3 vse blagovne svetovne menjave (Thurk, 2020, str. 2). Kljub pospešeni globalizaciji v zadnjih desetletjih so se od začetka pandemije covida-19 zaradi neravnovesij v svetovni trgovini začele verige vrednosti trgati. Podjetja so se s pojavom pandemije in njenih posledic zavedala čezmerne odvisnosti od neodvisnih dobaviteljev na trgu, kar je povzročilo nujno poglobljanje odnosov z dobavitelji in menjave nabavnih strategij (Romanello & Veglio, 2022, str. 257). Danes je zato še vedno zelo pereče vprašanje najučinkovitejše organizacije dobavne verige, ki na eni strani omogoča prilagodljivost, na drugi pa nevtralizira nevarnosti, ki izhajajo iz negotovosti v poslovnem okolju.

Namen magistrskega dela je na podlagi teoretičnih pristopov prikazati dileme v zvezi z odločitvami o vertikalnem integriranju in predstaviti praktične vidike presoje vlaganj v vertikalno integracijo. Na primeru izbranega podjetja želim ugotoviti, ali je za analizirano podjetje vertikalna integracija nazaj smiselna in ekonomsko upravičena. Obravnavano podjetje proizvaja izolacijske trakove za kabelsko industrijo in jih prodaja na trgu vmesnega blaga oziroma medorganizacijskem (angl. business to business – B2B) trgu. Po izolacijskih trakovih povprašujejo proizvajalci kablov, saj se laminati iz tehničnega tekstila uporabljajo kot izolacija pred vdorom vode v primeru električnih prebojev. Trenutno podjetje tehnični tekstil kupuje pri zunanjih dobaviteljih prek zunanjega izvajanja (angl. outsourcing), razmišlja pa, da bi v proizvodnjo vertikalno integriralo proces proizvodnje osnovne surovine za izolacijske trakove, tj. tehnični tekstil. Razlogi za odločanje o vertikalni integraciji omenjene proizvodnje so zajetje višje dodane vrednosti, boljši nadzor nad

proizvodnim procesom, nestabilnost na globalnem trgu surovin ter trganje verig vrednosti v zadnjih letih, še posebej od začetka pandemije covida-19.

Osnovni cilj magistrskega dela je zato izdelati analizo ekonomske upravičenosti vlaganj v vertikalno integracijo nazaj ob upoštevanju prednosti in slabosti vertikalne integracije v primerjavi z zunanjim izvajanjem. Zato najprej pregledam teoretične pristope, ki so podlaga za odločanje o dilemi naredi ali kupi, torej vertikalni integraciji oziroma zunanjem izvajanju dejavnosti. V prvem poglavju zato natančneje predstavim teorijo transakcijskih stroškov, ki zagotavlja teoretični okvir za take odločitve in temelji na pregledu literature in deskriptivni metodi.

Drugi cilj je podrobneje analizirati podjetje, ki je predmet tega magistrskega dela, opisati dejavnost, v kateri deluje, njegove poslovne rezultate in, podrobneje, trg izolacijskih trakov za kabelsko industrijo. Ožje okolje podjetja podrobneje analiziram s Porterjevo analizo petih silnic (Porter, 1998), s katero prikazujem raven konkurence v panogi, nevarnost vstopa novih konkurentov, nevarnost substitutov in storitev ter ovrednotim pogajalsko moč kupcev in dobaviteljev. Ker je povpraševanje po izolacijskih trakovih kot materialih za izdelavo kablov ključno odvisno od razmer v kabelski panogi, me v tem poglavju zanimajo tudi trg kabelske industrije in dejavniki, ki bodo najbolj vplivali na povpraševanje v prihodnje. Ti dejavniki so naraščanje števila prebivalcev na svetu, zeleni prehod in urbanizacija mest. Z vertikalno integracijo proizvodnje tehničnega tekstila pa bi analizirano podjetje vstopilo tudi na trg tehničnega tekstila. S tem bi podjetje diverzificiralo svojo dejavnost in si odprlo vrata tudi na druge trge, kot so tržni segmenti higiene, avtomobilske industrije in filtracije v sklopu trga tehničnega tekstila. Ugotovitve omenjenih tržnih analiz in analiz razmer v podjetju strnem z analizo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti (v nadaljevanju PSPN) in predstavim trenutne prednosti in slabosti kot notranja dejavnika ter priložnosti in nevarnosti kot zunanja dejavnika, ki vplivajo na položaj podjetja. Ta del analize temelji na sekundarnih podatkih analiziranih trgov, deloma pa tudi na internih podatkih analiziranega podjetja.

Tretji cilj je presoja ekonomske upravičenosti vertikalne integracije nazaj na podlagi kazalnikov za presojo naložbenih odločitev, kot so neto sedanja vrednost, notranja stopnja donosa in doba povračila (Brigham & Ehrhardt, 2019). Zato najprej opredelim velikost naložbe in analiziram možnosti njenega financiranja. Del analize finančne konstrukcije je tudi opredelitev stroškov financiranja, ki hkrati predstavlja opredelitev diskontne stopnje v presoji ekonomske upravičenosti vertikalne integracije. Nato na podlagi projekcij inkrementalnega denarnega toka podjetja, ki se nanaša na odločitev o vertikalni integraciji, izračunam zgoraj omenjene kazalnike za presojo ekonomske upravičenosti te odločitve. V sklopu analize občutljivosti analiziram tudi občutljivost kazalnikov na predpostavke analize in različne scenarije.

Prvo poglavje magistrskega dela temelji na metodoloških pristopih in teoretičnem pogledu na odločitve naredi ali kupi s teorijo transakcijskih stroškov. Drugo poglavje opiše vpliv Porterjevih

petih silnic na okolje podjetja ter glavne značilnosti trga izolacijskih trakov. Poleg tega razdela krovni trg kableske industrije, potrebe po električni energiji oziroma trende, dejavnike, ki bodo najbolj vplivali na povpraševanje v prihodnosti, in trg tehničnega tekstila zaradi potenciala diverzifikacije. Tretje poglavje opisuje položaj podjetja na trgu na podlagi PSPN matrike. Četrto poglavje poskuša z metodologijo kreditnih ratingov agencije S & P Global zapreti finančno konstrukcijo in primerja izkaz poslovnega izida in bilanco stanja ter finančne kazalnike pred naložbo in po njej. Peto poglavje presoja upravičenost naložbe z vidika finančnih orodij neto sedanje vrednosti, notranje stopnje donosa in dobe vračanja naložbe za tri scenarije, ki bi se lahko zgodili. Vsak izmed treh scenarijev upošteva določeno verjetnost izvedbe in najverjetnejšo skupno neto sedanjo vrednost (v nadaljevanju NPV). V zaključku potrdim oziroma ovržem smiselnost vertikalne integracije nazaj ter še enkrat navedem razloge in dokaze, ki prispevajo k dokončni odločitvi. Metodologija raziskovanja v mag. delu bo slonela na podlagi kvalitativnih metod zbiranja podatkov, in sicer analizi sekundarnih podatkov, pridobljenih na internetu, v študijski literaturi, udeležbi na strokovni konferenci ter črpanju internih virov podjetja. Primarne podatke bom za potrebe mag. dela črpal neposredno z intervjuji in sestanki s kupci, ter anketo o zadovoljstvu kupcev, ki posega v nekatera vsebinska vprašanja pomembna za to mag. delo.

1 VERTIKALNA INTEGRACIJA IN ZUNANJE IZVAJANJE DEJAVNOSTI

V prvem poglavju sem teoretično prikazal dilemo, s katero se v želji po rasti in razvoju sreča vsako podjetje, tudi analizirano podjetje. Predstavil sem dve skrajni obliki vertikalne organiziranosti podjetja: vertikalno integracijo in zunanje izvajanje dejavnosti ter vmesne možnosti organiziranja procesov v podjetju. Navedel sem prednosti in slabosti obeh pristopov ter se podrobneje osredotočil na vertikalno integracijo, katere predmet je tudi to magistrsko delo. Poglavje temelji na sekundarnih podatkih in pregledu literature.

1.1 Opredelitev zunanjega izvajanja dejavnosti in vertikalne integracije

Eno od ključnih strateških vprašanj vsakega podjetja je organizacija navpične verige. To je proces, ki se začne z nakupom ali izdelavo surovin ter se konča z distribucijo in prodajo končnih proizvodov ali storitev. Do končnega proizvoda lahko privede sodelovanje več podjetij, ki prosto delujejo na trgu, lahko pa proces proizvodnje izvede samo eno podjetje. En ali drugi skrajni tip organizacije navpične verige imenujemo zunanje izvajanje ali vertikalna integracija (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2009, str. 15).

Zunanje izvajanje je slovenski prevod angleške besede outsourcing, ki pomeni izkoriščanje zunanjih virov prek zunanjega partnerja. Lahko gre za proizvode, najemanje tujih storitev ali vključevanje zunanjih sodelavcev (Priatelj Petelinkar, 2008, str. 5). Gre tudi za del poslovnega

procesa, ki ga podjetje ne izvaja samo in ga najema na trgu neodvisnih dobaviteljev z vsega sveta in pomeni zanašanje na zunanje vire. To so zunanji dobavitelji, ki proizvajajo komponente in druge dele ter prispevajo k večanju dodane vrednosti podjetja (Gilley & Rasheed, 2000, str. 764). Sopomenka pojmu zunanje izvajanje je lahko tudi termin vertikalna dezintegracija. To je pojav novih medfaznih trgov, ki delijo pred tem integrirano proizvodnjo na dve specializirani enoti v eni panogi (Kaiser & Obermaier, 2020 str. 4). Zunanji dobavitelji lahko kupcu ponudijo proizvode ali storitve, ki so velikokrat cenejši, dobavitelji pa bolj fleksibilni in učinkoviti od lastne proizvodnje v podjetju. Na dobavitelja se tako prenesejo pooblastila, hkrati pa prevzame polno odgovornost za kakovost proizvoda in druge zahteve (Priatelj Petelinkar, 2008, str. 5).

Pri vertikalni integraciji gre za vse tiste aktivnosti proizvodnje, ki se opravljajo v organizaciji, namesto da se kupijo od neodvisnih podjetij na prostem trgu (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2009, str. 16). Če eno podjetje v verigi vrednosti opravi več kot en korak do nastanka proizvoda, to pomeni, da je podjetje vertikalno integrirano (Brewer, Garrison & Noreen, 2015, str. 542). Vertikalna integracija je tudi kombinacija dveh ali več faz proizvodnje, distribucije ali obojega pod enotnim lastništvom, ki so po navadi ločene (Kaiser & Obermaier, 2020, str. 4). Vertikalno integracijo je mogoče izvesti po dveh pristopih: z vertikalno pogodbo ali lastništvom podjetja, ki je integrirano. Vertikalno lastništvo izloči meje podjetja skozi prevzeme in združitve, vertikalna pogodba pa z izključno pravico prodaje na nekem območju omogoča uspešno alternativo lastniškemu povezovanju (Guan & Rehme, 2012, str. 188).

Odločitve o tem, katere aktivnosti opravljati interno in jih ne kupovati od dobaviteljev na trgu, so v literaturi poimenovane tudi kot odločitve naredi ali kupi, nanje pa se nanaša ključno strateško vprašanje meja vertikalne verige, kar opredeljuje aktivnosti, ki jih podjetje opravlja interno, in aktivnosti, ki jih nabavlja na trgu (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2009, str. 15). Odločitev naredi ali kupi je mogoče uporabiti tudi v drugih segmentih, kot so poprodajne aktivnosti, nabavne aktivnosti ali razvojni projekti (Brewer, Garrison & Noreen, str. 542). V praksi gre pri tem največkrat za odločitev, ali bodo podjetja bolj ali manj integrirana, saj se transakcije lahko opravljajo na naslednje načine. Glede na tip proizvodnega procesa je takšno povezovanje lahko nazaj (angl. upstream) ali naprej (angl. downstream). Povezovanje nazaj pomeni, da podjetje vase integrira proizvodnjo surovine, materiala ali vložka (inputa), povezovanje naprej pa pomeni, da podjetje vase vključi distribucijo končnega proizvoda (Tajnikar, Bršič, Bukvič & Ponikvar, 2002, str. 268). Besanko, Dranove, Shanley in Schaefer (2009) navajajo različne stopnje med vertikalno integracijo in zunanjim izvajanjem dejavnosti, to prikazujem v tabeli 1. Vertikalna integracija in interna proizvodnja sta skrajni obliki organiziranja verige vrednosti, zato gre pri večini podjetij za kombinacijo vertikalne integracije in tržnih transakcij. Velike korporacije izbirajo lastne strategije in so pri tem uspešne. Nekatera podjetja so zelo integrirana, saj sama izvajajo vse dejavnosti navpične verige, od pridobivanja osnovnih surovin do distribucije izdelkov končnim kupcem (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2009, str. 15).

Tabela 1: Kontinuum naredi ali kupi

Nakup na trgu (angl. arms-length market transactions)	Dolgoročne pogodbe z zunanjimi dobavitelji (angl. long-term contracts)	Strateške pogodbe ali skupna vlaganja (angl. strategic alliances/joint ventures)	Pogodbe med lastniškim in odvisnim podjetjem (angl. parent/subsidiary relationships)	Interna proizvodnja (angl. vertically integrated production)
Manj integrirano →→→→→→→→→→→→→→→→→→→→→→→ Bolj integrirano				

Vir: Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer (2009).

Kot alternative vertikalni integraciji omenjam vse organizacijske strategije podjetij, ki ne spadajo v popolno integracijo. Strategija kvaziintegracije je mešanica popolne in zožene integracije, pri kateri ni potrebno, da si matično podjetje lasti 100-odstotni lastniški delež vertikalno integrirane enote, vendar lastniški delež obstaja. Gre za obliko skupnih vlaganj v obliki tretjega podjetja, manjšinskih kapitalskih vlaganj vertikalno naprej ali nazaj, kredite ali bančne garancije ali dolgoročni tržni odnos med kupcem in dobaviteljem. Kvaziintegracija je uporabna, ko so tveganja spremembe tehnologije v panogi in potrebe po dodatnem kapitalu veliki, uporabimo pa jo lahko tudi, kadar strateški cilji podjetja in zahteva po kakovosti njegovih proizvodov niso visoki (Harrigan, 2003, str. 20). Podjetja, ki zasledujejo zoženo integracijo, se delno zanašajo na zunanje dobavitelje. To pomeni, da del svojih proizvodnih potreb izpolnijo sama, preostalo pa kupijo na trgu prek specializiranih dobaviteljev, distributerjev itd. Zožena integracija daje podjetju možnost, da alocira polne zmogljivosti za svojo proizvodnjo, vendar se lahko zunanji dobavitelji obnašajo izrazito oportunistično. Cene za svoje storitve in proizvode lahko namreč poljubno višajo (odvisno od tržne negotovosti, stabilnosti/nestabilnosti naročil itd.). Zožena integracija je lažja za vodenje, ob tem pa je najbolj smiselna takrat, kadar ima podjetje eno tovarno in želi s 100-odstotno zasedenostjo zmogljivosti maksimizirati produktivnost. Stopnja integracije: v splošnem želi večina podjetij nekatere faze proizvodnega procesa/storitev obdržati v organizaciji. Ker je pri vertikalni integraciji optimalno ravnovesje med procesi navzgor in navzdol po verigi težko doseči, je zožena integracija verjetnejša od popolne integracije (Harrigan, 2003, str. 18). Neintegrirane strategije so strategije delovanja na trgu brez internih transferjev in brez udeležb v kapitalu drugih podjetij. To so v bistvu pogodbe, ki se sklepajo z neodvisnimi dobavitelji na trgu. Pri tem tipu tržnih aktivnosti podjetja na trgu preprosto kupijo surovine ali vložke (inpute). Kupijo jih samo toliko, kolikor jih potrebujejo. Neintegrirane strategije so smiselne, kadar podjetja ne želijo vlagati v specializirana osnovna sredstva. Smiselne so tudi, kadar je pogajalska moč kupca tako velika, da lahko dobavitelja prisili v vlaganje v raziskave in razvoj za točno določen proizvod ali za marketinško akcijo točno določene blagovne znamke (Harrigan, 2003, str. 21). Nekatere oblike neintegriranih strategij so cenovne pogodbe. Prva možnost je z določeno preprodajno ceno. V tem primeru proizvajalec kupcu, ki je trgovina, ponuja končni proizvod. Končni kupec pa kupi končni proizvod v trgovini. Proizvajalec poskuša uveljaviti pogodbeni dogovor, pri čemer preprodajna cena nadomešča lastninsko vertikalno integracijo. Pri tem se proizvajalec in prodajalec dogovorita o

maksimalni preprodajni ceni ali minimalni preprodajni ceni. Trgovec prejme popust na ceno na debelo in z enako prodajno količino ustvari večji dobiček. Druga oblika cenovnih pogodb so pogodbe o najboljši ceni. Pogodbena obveznost o najnižji ceni pomeni, da če proizvajalec zniža ceno enemu od kupcev, mora znižati ceno tudi drugim. To privede do stabilizacije cen. S tem se izniči učinek prvega prodajalca, ki zniža ceno, hkrati pa se ustvari stabilno oblikovanje cen na trgu, kar je za proizvajalca pomembno. Oblika neintegriranih strategij so tudi necenovne pogodbe. Proizvajalci želijo, da končni prodajalec končnemu potrošniku ponudi čim več prodajnih storitev. Posledično želijo proizvajalci nadzirati dejavnosti distributerjev in trgovcev, da njihovi proizvodi ne bi postali žrtev slabega marketinga in šibkih poprodajnih podpornih aktivnosti. Proizvajalec lahko tudi z necenovnimi pogodbami dosega alternative vertikalne lastninske integracije. Tipični primeri necenovnih pogodb so franšize ali trgovanje na ekskluzivnem prodajnem teritoriju ali pogodbe o ekskluzivnem dobavitelju, pri čemer se kupec zaveže k trgovanju samo s proizvodi zadevnega proizvajalca (Tajnikar, Bršič, Bukvič & Ponikvar, 2002, str. 287–290).

Vendar zasledovanje samo ene strategije ne prinaša nujno najboljših rezultatov. Zato odločitev naredi ali kupi ne pomeni izključevanja korakov proizvodnje iz vertikalne verige ali zgolj uporabe trga, temveč strategijo o tem, katera aktivnost naj se proizvaja interno in katera naj se kupi na trgu. Ključna je največja možna učinkovitost celotne vertikalne verige (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2009, str. 16).

Khudadad, Tahir in Ghulam (2018) menijo, da je za menedžerja najpomembnejše, da zna celostno analizirati strategijo podjetja in krmari med interno proizvodnjo in zunanjim izvajanjem, da bi svoje cilje lahko dosegel. Po njihovem mnenju je neučinkovitost zunanjega izvajanja ali nakupa na trgu najbolj povezana s tveganjem oportunističnega obnašanja. Tako bi moralo podjetje kritične in specifične proizvode kupiti na trgu, saj so specializirana podjetja boljša pri proizvodnji teh, kritične in nespecifične proizvode pa naj proizvaja interno (Khudadad, Tahir & Ghulam, 2018, str. 28). Kaiser in Obermaier (2020) menita podobno: da bi morala podjetja osnovno dejavnost vertikalno integrirati, medtem ko naj za proizvode, ki izhajajo iz neosnovnih dejavnosti, izvajajo tržne transakcije.

1.2 Teoretične osnove vertikalnih meja podjetja

Odločitev naredi ali kupi obravnavajo številne teorije, med drugim teorija transakcijskih stroškov (angl. transaction costs economics), teorija podjetniških virov (angl. resource based view) in teorija lastninskih pravic (angl. property rights theory of the firm). Vse omenjene teorije se dopolnjujejo in prispevajo k odločitvi o tem, za kolikšno stopnjo integracije ali nakupa na trgu naj se podjetje odloči. V nadaljevanju najprej na kratko predstavim teorijo podjetniških virov in teorijo lastninskih pravic, nato pa podrobneje obravnavam teorijo transakcijskih stroškov.

Teorija podjetniških virov se nanaša na zasledovanje bistvenih konkurenčnih prednosti, ki jih ima podjetje v neki fazi verige vrednosti. Te konkurenčne prednosti so posledica virov in posebnih sposobnosti, ki nastanejo kot posledica sistematičnega procesa učenja. Posebna znanja, ki vodijo do konkurenčnih prednosti, pa štejemo tista, ki so redka, veliko vredna, jih je težko posnemati in so nenadomestljiva (Kaiser & Obermaier, 2020, str. 4). Ta teorija izhaja tudi iz dejstva, da so nekateri proizvodni dejavniki v kratkem roku nenadomestljivi in jih ni mogoče posnemati, kar privede do neelastičnosti ponudbe in nadpovprečnih donosov. Ti donosi ne omogočajo povečanja ponudbe na kratek rok. Neelastičnost ponudbe tako privede do trajne konkurenčne prednosti (Barney, 2001, str. 645). Teorija lastninskih pravic pa zagovarja vertikalno integracijo in lastniško obvladovanje ključnih sredstev, saj ima lastnik teh sredstev posreden nadzor tudi nad delom in človeškimi viri, kadar pogodbe niso popolne. Lastniško obvladovanje ključnih sredstev tako pomeni dejavnik moči. Teorijo sta leta 1986 utemeljila Grossman in Hart, Hart in Moore pa sta jo leta 1990 dodatno razvila (Hart & Moore, 1990, str. 4).

Teorijo transakcijskih stroškov je leta 1937 utemeljil Ronald Coase, v letih 1975 in 1985 pa jo je razširil Williamson (Cuypers, Hennart, Silverman & Ertug, 2021, str. 4). Transakcija v tem kontekstu pomeni vsako menjavo blaga, storitev ali pravic. S to teorijo naj bi utemeljili obstoj podjetja (Tajnikar, Bršičič, Bukvič & Ponikvar, 2002, str. 288). Bistvo teorije transakcijskih stroškov je, da vsaka transakcija, notranja (v podjetju) ali zunanja (tržna), povzroči neke stroške, ki se lahko pojavijo kot stroški nakupov na prostem trgu od neodvisnih dobaviteljev, kot stroški dolgoročnih pogodb med dobavitelji ali kot stroški internih transakcij v podjetju. Izbrana bi morala biti tista strategija, ki minimizira transakcijske stroške (Dobbs, 1999, str. 410).

Glavne predpostavke, na katerih temelji teorija transakcijskih stroškov, so, da so lahko tržne transakcije dražje od notranjih transakcij zaradi treh temeljnih razlogov: omejene racionalnosti, asimetričnih informacij in oportunističnega obnašanja poslovnih partnerjev (Tajnikar, Bršičič, Bukvič & Ponikvar, 2002, str. 288). Omejena racionalnost pomeni, da z zbiranjem in analizo informacij nastajajo stroški. Posledično bodo različni posamezniki dostopali do različnih informacij in interpretacij teh informacij. Ti posamezniki – agenti imajo neke omejitve pri analitičnih sposobnostih, zato lahko naletijo na ovire pri obdelavi informacij in reševanju kompleksnih problemov, čeprav so podatki na voljo. Če postavim omejeno racionalnost v kontekst, bi bila mogoča, če bi lahko brezplačno predvideli vsako nepredvideno situacijo in napisali popolno pogodbo, ki bi predvidela vsak možen zaključek. Posledično ne bi bilo nobenih transakcijskih stroškov v povezavi s pogodbami in vsaka transakcija bi bila lahko tržna transakcija (Cuypers, Hennart, Silverman & Ertug, 2021, str. 8). Asimetrične informacije predvidevajo, da ima ena stran dostop do več in boljših podatkov, informacij, analiz kot druga. Za drugo stran bi dostop do enake kakovosti in količine informacij pomenil ogromen strošek, ki si ga težko privošči (Tajnikar, Bršičič, Bukvič & Ponikvar, 2002, str. 290). Oportunistično obnašanje se navezuje na domnevo, da udeleženci transakcij ne delijo vedno vseh informacij, ki jih imajo, in možnih rezultatov ne ocenijo

objektivno, temveč poskušajo z oportunističnim obnašanjem uveljaviti svoje interese. Nekateri strokovnjaki menijo, da je oportunistično obnašanje škodljivo poslovnemu svetu, saj vodilne spodbuja, naj od svojih partnerjev, udeležencev v transakciji, pričakujejo najslabše ali se celo sami obnašajo oportunistično zaradi tega. Kljub temu teorija transakcijskih stroškov ne predvideva oportunističnega obnašanja vedno in povsod, temveč v majhnem deležu vseh transakcij. Ne glede na majhen delež oportunističnega obnašanja je ta dovolj, da se transakcija ne izvede (Cuypers, Hennart, Silverman & Ertug, 2021, str. 9).

Poleg zgoraj navedenih značilnosti posameznih transakcij bo tip transakcije (nakup na trgu, dolgoročna pogodba, interna proizvodnja) odvisen od transakcijskih stroškov, ki jih lahko razdelimo na (Dobbs, 1999, str. 412):

1. stroške pridobivanja informacij (pojavijo se na trgu: kupci morajo pridobiti najboljše cene, preveriti dobavljivost, kakovost, prodajalci morajo postaviti ceno, narediti tržno analizo, vlagati v marketing proizvoda ali v organizaciji: izbrane informacije so deljene z nižjimi oddelki, čas, ki je potreben za sprejem odločitve, itd.),
2. stroške pogajanj (členi v pogodbah, pogajanja o cenah in drugih klavzulah),
3. stroške sklepanja in uveljavitve pogodb (formalno sestavljanje pogodb in stroški odvetnikov, notarjev itd.),
4. stroške nadzora izvajanja pogodbe (npr. certifikacija standardov, ki terja strogi nadzor nad izvajanjem in letne presoje).

Na izbor med notranjim in zunanjim izvajanjem dejavnosti ključno vplivajo te značilnosti transakcij (Dobbs, 1999, str. 410):

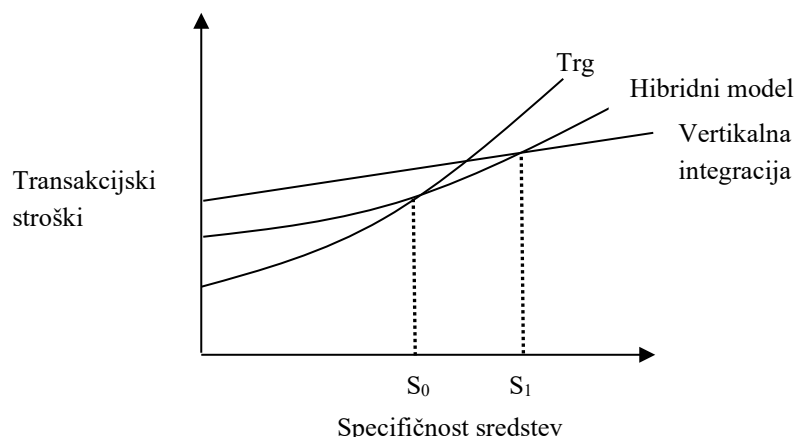
1. pogostost (angl. frequency): Če so transakcije redke, jih je smiselno nabaviti na trgu z zunanjim izvajanjem. Če so transakcije pogostejše, je smiselna vzpostavitev posebnih mehanizmov (dolgoročnih pogodb) z dobaviteljem in dolgoročnega razmerja kupec – dobavitelj. Ob pogostih transakcijah se s formalnimi, dolgoročnimi pogodbami izognemo tudi potencialnim tožbam in visokim stroškom. Zato velja pravilo: pogostejša ko je transakcija, večja je možnost bodisi dolgoročnih pogodb z zunanjim dobaviteljem bodisi interne proizvodnje;
2. točnost/zanesljivost (angl. timeliness/reliability): Če morajo biti transakcije opravljene v točno določenem času (angl. just in time), sta ključni točnost in zanesljivost. V tem primeru je zaradi neposrednega nadzora fazo smiselno vertikalno integrirati v podjetje. Če je ključna samo točnost dobave, je smiselno transakcijo opravljati na podlagi dolgoročnih pogodb;
3. kompleksnost: Kompleksna transakcija vsebuje nekatere prikrite informacije, pri čemer je lahko ena stran (npr. dobavitelj) bolje obveščena od druge. Glede na kompleksnost je natančno vrednost in količino težko izmeriti, zato je dobaviteljeva stran v tem primeru nagnjena k oportunističnemu vedenju po podpisu pogodbe. Če gre za pogoste in kompleksne transakcije,

je smiselna dolgoročna pogodba. Če gre za kompleksne in redkejše transakcije, katerih kakovost je težko takoj izmerljiva, je bolj smiselna vertikalna integracija;

4. specifičnost sredstev: Kadar gre za večjo specifičnost sredstev, bo moral dobavitelj vlagati v specifična proizvodna sredstva, ki bodo proizvajala proizvod samo za enega kupca. Dobavitelj bo pripravljen lotiti se takega posla, če mu bo kupec pripravljen zagotoviti dolgoročno pogodbo in spodobno dobičkonosnost naložbe. Vendar tudi dolgoročna pogodba ne reši težave, če taka naložba privede do oportunitetnega obnašanja kupca po naložbi, saj ima močno pogajalsko izhodišče, da bi si izbral boljše pogodbeno izhodišče (Dobbs, 1999, str. 410). V poslovnem svetu so primeri podjetij, ki so zaradi specifičnosti sredstev naleteli na težave v verigi vrednosti, saj proizvodnje niso vertikalno integrirali. Tak primer je proizvodnja letal. Zaradi dolgih postopkov in visokih stroškov certificiranja, razvoja, standardizacije delov in procesov so letalske družbe vezane na svoje dolgoročne dobavitelje in jih ne morejo izbrati na trgu, kadar želijo, niti zamenjati čez noč. Dobavitelji so lahko nagnjeni tudi k oportunističnemu vedenju. Letalske družbe posledično težko izkoriščajo potencial trga, saj alternativnih dobaviteljev ni. Znan je primer družbe Boeing, ki se je zaradi pretirane odvisnosti od dobaviteljev zaradi specifičnosti sredstev znašla v velikih težavah, ko so ti imeli težave s koordinacijo procesov novih tipov letal in niso bili sposobni dobavljati zahtevanih delov (Gertner & Knez, 2000, str. 4). Specifičnost sredstev lahko privede tudi do t. i. hold-up problema, saj mora dobavitelj pri veliki specifičnosti sredstev investirati v zadevna sredstva, vezana na en proces, da se transakcija lahko izpelje. Zunaj tega posla je naložba vredna malo ali nič. Kupec je v tem primeru dobil kvazirento, saj se lahko oportunistično obnaša. To omogoči nekatere stroškovne ugodnosti, ker izkorišča boniteto naložbe. Bolj specifična ko je transakcija, večje so kvazirente (Tajnikar, Bršičič, Bukvič & Ponikvar, 2002, str. 282).

Glede na teorijo transakcijskih stroškov morajo biti transakcije z visoko specifičnostjo sredstev, kompleksnostjo in visoko pogostostjo vertikalno integrirane. V obratnem primeru mora podjetje izbrati nakup na trgu ali vmesno strategijo hibridnega modela, ki se nanaša na vmesno stopnjo vertikalne integracije, da torej integrira tiste proizvodne procese, ki mu prinašajo največje koristi in pri katerih je najbolj ranljivo, za vse preostale pa še vedno koristi potencial trga. Na trgu je zelo malo popolnoma vertikalno integriranih podjetij. Večina aktivnosti, ki se v posameznem podjetju opravljajo, se lahko ovrednoti glede na stopnjo specifičnosti sredstev. Če se podjetje odloči vertikalno integrirati (ali kupiti na trgu) vse aktivnosti, ne bo doseglo najnižjih transakcijskih stroškov, saj morajo biti aktivnosti z nizko specifičnostjo kupljene na trgu (Kaiser & Obermaier, 2020, str. 6). Na sliki 1 prikazujem korelacijo višine transakcijskih stroškov in specifičnosti sredstev in soodvisnost teh dveh spremenljivk za odločitev glede nakupa na trgu oziroma vertikalno integracijo.

Slika 1: Soodvisnost transakcijskih stroškov in specifičnost sredstev



Vir: Kaiser & Obermaier (2017, str. 7).

1.3 Dejavniki odločanja o stopnji vertikalnega integriranja

Poleg teorij o vertikalnih mejah podjetja, ki predvidevajo odločitev v zvezi z vertikalno integracijo ali nakupom na trgu na podlagi minimiziranja transakcijskih stroškov (teorija transakcijskih stroškov), zasledovanja bistvenih konkurenčnih prednosti (teorija podjetniških virov) ter lastniško obvladovanje ključnih sredstev (teorija lastninskih pravic), je pomembno upoštevati še druge pomembne vidike. Lahko gre za klasično zunanje izvajanje ali vmesno različico med vertikalno integracijo in zunanjim izvajanjem. Ti dejavniki so zrelost panoge, ekonomija obsega, stopnja konkurence na trgu, velikost trga in tržni delež podjetja ter soodvisnost transakcij in tehnologije (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2009, str. 17). Vpliv vseh omenjenih dejavnikov podrobneje razlagam v nadaljevanju.

1.3.1 Vpliv zrelosti panoge na stopnjo integracije

Podjetja ne bi smela zasledovati samo ene vrste integracije, zato te strategije niso statične. Podjetja uporabljajo različne strategije vertikalne integracije, ker se panoge, v katerih delujejo, razlikujejo. Ob tem je vsak položaj podjetja specifičen. Zato bi morala podjetja prilagajati svojo strategijo integracije in spreminjati stopnjo, širino, fazo in obliko glede na konkurenčne razmere v panogi. Ko so razmere v panogi in gospodarstvu stabilne, je smiselna integracija v večjem obsegu in obratno. Stopnja integracije je odvisna tudi od faze, značilne za panogo. Nizka integracija je značilna v zgodnjem in poznem obdobju zrelosti panoge ter v času nestabilnosti ali cikličnosti povpraševanja v panogi (Harrigan, 2003, str. 23). Značilna je tudi za mlade, hitro razvijajoče se panoge. Ker podjetja v teh panogah šele ustvarjajo potrebo, obseg povpraševanja ni znan. Zato za podjetja ni smiselna vertikalna integracija, saj zaradi negotovosti povpraševanja in majhnega

obsega ne bi mogla uživati polne zasedenosti proizvodnje, hkrati pa je visoka raven integracije običajno predraga za mlada podjetja. Šele, ko je proizvod uveljavljen in tržnih negotovosti ni več, začnejo proizvajati omenjeni proizvod interno (Harrigan, 2003, str. 24).

Na sliki 2 prikazujem različne strategije vertikalnih integracij glede na strukturo panoge in fazo razvoja panoge. V času stabilne gospodarske rasti in vsesplošne blaginje sta značilni nizka negotovost in volatilnost kapitalskih trgov in trgov surovin, v času gospodarske negotovosti, recesije, vojne itd. pa sta značilni visoka negotovost in visoka volatilnost trgov.

Slika 2: Stopnja vertikalne integracije in lastništva podjetja glede na fazo razvoja in negotovost v panogi

Negotovost v panogi			
		Nizka negotovost, nizka volatilnost	Visoka negotovost, visoka volatilnost
Faza industrijskega razvoja	Mlada, hitro razvijajoča se panoga	Kvaziintegracija ali brez integracije (malo internih transakcij)	Ni vertikalne integracije
	Nastajajoča panoga	Kvaziintegracija (z nekaj internimi transakcijami) ali zožena integracija (popolno lastništvo)	Kvaziintegracija (z nekaj internimi transakcijami)
	Vzpostavljena panoga	Popolna ali zožena integracija (popolno lastništvo)	Zožena integracija (popolno lastništvo) ali kvaziintegracija (nekaj internih transakcij)
	Panoga v upadanju	Zožena integracija (popolno lastništvo) ali brez vertikalne integracije	Ni vertikalne integracije

Prerejeno po Harrigan (2003, str. 34).

V nastajajočih panogah se povpraševanje že oblikuje in panoga raste, posledično vanjo vstopi več konkurentov. Poznamo že nekatere prednosti opravljanja več aktivnosti v podjetju. Višje stopnje integracije postanejo bolj smiselne, saj se v panogi začnejo oblikovati nekatere strukture specializacij in potreba po nižjih proizvodnih stroških. Ko se obseg proizvodnje približa smotrnosti vertikalne integracije in večji učinkovitosti, se s krivuljo učenja povprečni stroški občutno znižajo in prodana količina hitreje naraste (Harrigan, 2003, str. 25).

Med vzpostavljenimi panogami začne neka panoga prehajati v zrelo fazo, zato se povpraševanje umiri in je prodajna količina lažje predvidljiva, saj je manj nihanj. Podjetja lahko bolje in lažje predvidijo prodajo in aktivnosti ter kako bi lahko čim več dodane vrednosti v verigi obdržali v

podjetju z vertikalnim integriranjem nekaterih faz procesa. V tej fazi lahko integracija pripomore k ekonomiji obsega z odstranitvijo vmesnih korakov in kontinuiranim proizvodnim procesom. Vendar v teh panogah obstaja plato, pri katerem je treba znova proučiti smiselnost in širino integracije. Nova podjetja, ki so vstopila zaradi svoje prilagodljivosti, začnejo zasledovati večje tržne deleže in lahko se zgodi, da se prednosti vertikalne integracije, ki so jih imela prva podjetja, izničijo (Harrigan, 2003, str. 26).

V panogah v upadanju bi morali začeti zmanjševati širino, stopnjo, fazo in obliko vertikalne integracije. Tvegano je, če se integracija povečuje, medtem ko druga podjetja v panogi nižajo raven integracije in se pripravljajo na izstop. V tej fazi panoge se podjetja deinvestirajo in osnovna sredstva je mogoče dobiti poceni. Nekateri kupci želijo razveljaviti dolgoročne pogodbe, če cenovnega zvišanja ne morejo prevaliti na končne kupce. Distribucijski kanali se začnejo trgati, tržne informacije in dogajanje na trgu postanejo ključni za spremljanje. V tem trenutku postane vertikalna integracija ovira in ne več prednost, če so potrebni hitrejši odzivi in prilagajanje na zmanjševanje povpraševanja (Harrigan, 2003, str. 26).

1.3.2 Soodvisnost ekonomij obsega in specifičnosti sredstev

Coasova teorija transakcijskih stroškov domneva, da so transakcijski stroški ločeni od tehnologije in proizvodnih procesov. Ta domneva je glavna slabost, saj so transakcijski stroški interne proizvodnje lahko višji od ekonomije obsega, ki bi jo izkoristili z nakupom na trgu prek zunanega dobavitelja. Količine, ki jih eno podjetje potrebuje, so preprosto premajhne, da bi lahko proizvajali stroškovno učinkovito (Dobbs, 1999, str. 414). Če podjetje ne more vnaprej predvideti pokritja nepovratnih (angl. sunk costs) in fiksnih stroškov ter izkoristiti ekonomije obsega, bo manj pridobilo z vertikalno integracijo (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2009, str. 17). V tabeli 2 prikazujem soodvisnost moči ekonomije obsega in specifičnosti sredstev na izbiro strategije poslovanja. Največja možnost, da bo v panogi izvedena vertikalna integracija, je v primeru visoke specifičnosti sredstev proizvodnje in šibke ekonomije obsega. Specifičnost sredstev se nanaša na točno določeno dejavnost, pri kateri se sredstvo lahko uporabi. Izven te dejavnosti je sredstvo malo ali nič vredno. Obratno pa močna ekonomija obsega in nizka specifičnost sredstev pomenita večjo verjetnost nakupa na trgu.

Tabela 2: Soodvisnost ekonomij obsega in specifičnosti sredstev v odnosu do izbire strategije poslovanja

Šibke ekonomije obsega	Specifičnost sredstev	
	Nizka	Visoka

se nadaljuje

Tabela 2: Soodvisnost ekonomij obsega in specifičnosti sredstev v odnosu do izbire strategije poslovanja (nad.)

Nizka kompleksnost transakcij	Nakup na trgu (angl. spot transaction)	Vertikalna integracija (ali dolgoročne pogodbe)
Visoka kompleksnost transakcij	Vertikalna integracija (ali dolgoročne pogodbe)	Vertikalna integracija

Močne ekonomije obsega	Specifičnost sredstev	
	Nizka	Visoka
Nizka kompleksnost transakcij	Nakup na trgu (angl. spot)	Dolgoročne pogodbe
Visoka kompleksnost transakcij	Dolgoročne pogodbe	Dolgoročne pogodbe

Vir: Dobbs (1999).

1.3.3 Konkurenčnost trga, velikost tržnega deleža in tehnologija

Če je zunanji trg, na katerem podjetje nabavlja surovine in druge materiale, konkurenčen in je za ta trg značilno elastično povpraševanje, potem bodo pribitki na cene nižji in blizu proizvodnim stroškom (Dobbs, 1999, str. 414). V tem primeru je na trgu veliko in dobro informiranih kupcev in prodajalcev, zato je cena na trgu dana. Individualen igralec nima pogajalskih moči, da bi dobil boljšo ceno, tudi če lahko v pogajanja vloži neomejene vire. Trg je torej učinkovit medij za transakcijo (Williamson, 1979, str. 235). In obratno, če je trg nepopolno konkurenčen, bodo pribitki na proizvodne stroške precej višji, zato je smiselnost vertikalne integracije v tem primeru večja (Dobbs, 1999, str. 414).

Transakcija se bo vedno oblikovala na trgu na način, ki bo najučinkovitejši. Glede na učinkovitost in relevantnost transakcije lahko ločimo transakcije z veliko in dobro informiranimi kupci in prodajalci ali pa trg z malo kupci in prodajalci. V zadnjem primeru lahko vsak individualni igralec na trgu dobičkonosno izkoristi svoje pogajalske vire in tako poveča celotne stroške izvedbe transakcije na trgu. Za podjetje, ki ima velik tržni delež in več linij proizvodov, je vertikalna integracija bolj smiselna. Interna proizvodnja bo v tem primeru prej ekonomična, kot če podjetje ne bi imelo velikega tržnega deleža in več linij proizvodov (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2009, str. 17).

Način poslovanja »just in time« in uporaba tehnologije lahko vplivata na dejstvo, kakšno pogodbo je smiselno skleniti z dobaviteljem, in na vprašanje, ali je fazo smiselno vertikalno integrirati. Vprašanje vertikalne integracije ali dolgoročnih pogodb je tako odvisno od učinkovitosti nabave na trgu (Dobbs, 1999, str. 414). Vertikalna dezintegracija ali nakup na trgu je prevladujoči trend v proizvodnih panogah od leta 1990 v večini držav, saj naj bi znižanje stopnje vertikalne integracije izboljšalo finančne rezultate podjetja. Kaiser in Obermeier (2020) ugotavljata, da korelacije med

finančnimi rezultati in stopnjo vertikalne integracije ni mogoče tako posplošiti. V svoji študiji sta med letoma 1993 in 2013 analizirala 434 nemških proizvodnih podjetij in opazila močan trend upadanja vertikalnih integracij podjetij v prid izkoriščanja trga. Opazila sta, da so se dezintegrirala večinoma slabša in manj finančno uspešna podjetja, finančno uspešnejša podjetja pa ostala bolj integrirana. Visoka stopnja vertikalne integracije je draga, vendar prinaša veliko prednosti in boljše finančne rezultate. Uspešna podjetja si lahko privoščijo tako strategijo in uspešno obvladujejo izzive, nastale zaradi visoke stopnje integracije. Manj uspešna podjetja si tega ne morejo privoščiti (Kaiser & Obermaier, 2020, str. 26, 28).

Khudadad, Tahir in Ghulam (2018) so analizirali korelacijo med organizacijskimi oblikami dobavne verige in finančnimi rezultati. Finančne rezultate merijo z dobičkonosnostjo kapitala, dobičkonosnostjo sredstev in dobičkovnostjo prihodkov v primeru ene in druge organizacijske strategije. Rezultati so pokazali, da sta dobičkonosnost sredstev in dobičkonosnost kapitala večji v primeru nakupa na trgu kot v primeru vertikalne integracije. Po drugi strani je dobičkovnost prihodkov ali profitna marža višja, če podjetje deluje integrirano (Khudadad, Tahir & Ghulam, 2018, str. 26).

1.3.4 Makroekonomske okolje kot motiv za vertikalno integracijo

Podjetja, ki nižajo stopnjo vertikalne integracije, lahko izgubijo nadzor nad svojo verigo vrednosti. Študije kažejo, da lahko motnje v teh verigah povzročijo veliko škodo za delničarje podjetja, zato je nadzor nad verigo vrednosti ključno gonilo uspešnosti podjetja (Kaiser & Obermaier, 2020, str. 28). Negotovost gospodarskih razmer v povprečju vodi v večjo integracijo. Vsak neodvisni dobavitelj bo želel čim bolj dolgoročno pogodbo, preden se bo zavezal k naložbi v specifično osnovno sredstvo. S tem ko se število nepredvidljivih dogodkov v dolgoročni pogodbi med partnerjema večja, se večajo tudi transakcijski stroški (pravni stroški, stroški nadzora itd.). Vertikalna integracija postane bolj zanimiva (Balakrishnan & Wernerfelt, 1986, str. 1).

Čeprav poznamo teoretične okvire, kako premostiti motnje v verigah vrednosti, je pandemija covida-19 izpostavila šibko odpornost globalnih verig vrednosti na zdravstveno krizo in razgalila ranljivost podjetij in gospodarstva posameznih držav, ki so se preveč zanašali na nabave na čezmorskih trgov (angl. offshoring). Podjetja (predvsem iz zahodnih držav) po pandemiji sprejemajo strateške odločitve, da bi se lahko v prihodnje spopadla s podobnimi krizami (Romanello & Veglio, 2022, str. 256).

Po več kot dveh letih od začetka pandemije je mogoče zbrati nekatere ugotovitve. Pandemija je močno pospešila trende v digitalizaciji (e-trgovina, delo od doma, industrija 4.0), po drugi strani so se podjetja srečevala s pomanjkanjem surovin in blokadami v verigah vrednosti, eksponentno naraščajočimi tranzitnimi časi in cenami pomorskih prevozov ter surovin. Trganje dobavnih verig je pokazalo, da je visoka prožnost malih in srednje velikih podjetij, vključenih v svetovno verigo

vrednosti, poplačana z odnosom med podjetji. Posledično si niti vodilna podjetja z največjimi pogajalskimi izhodišči niso mogla zagotoviti neprekinjene proizvodnje in nemotene oskrbe s surovinami. To tveganje je nesprejemljivo. Pandemija je jasno pokazala tveganja in meje globalizacije ter utrla pot k trendom lokalizacije (angl. onshoring), ki so se nakazovali že pred pandemijo. Strategije po umiritvi pandemije nakazujejo na nujnost poglobljanja odnosov z dobavitelji in ponovno vzpostavljanje nabavnih strategij. Vse to bo negativno vplivalo na cene vseh dobrin v EU, kar povečuje konkurenčnost evropskih podjetij v primerjavi s podjetji na čezmorskih trgih. Kriza je pokazala potrebo po deljenju tveganj po verigi vrednosti navzdol oziroma potrebo po zmanjšanju odvisnosti od pomanjkanja surovin na nekem trgu na način iskanja alternativnih lokalnih dobaviteljev za strateško pomembne komponente. Vzpenjajoči se trend zmanjšanja odvisnosti je tudi vertikalna integracija verige vrednosti. Podjetja v verigah vrednosti se kapitalsko povezujejo, da bi okrepila odpornost proti nihanjem in povečala nadzor nad specifičnimi aktivnostmi v verigi vrednosti, predvsem pa, da bi se lahko hitro in fleksibilno odzivala na zahteve trga ter izboljšala kakovost proizvodnje (Romanello & Veglio, 2022, str. 267, 269).

V tabeli 3 na podlagi predstavljenega pregleda strokovne literature povzemam prednosti in slabosti vertikalne integracije. Vertikalna integracija prinaša nekatere prednosti, kot so boljša kakovost proizvoda, patentna zaščita tehnologije in proizvodov, večje zadovoljstvo kupcev, nižji transakcijski stroški zaradi manjše odvisnosti od zunanjih dobaviteljev. Po drugi strani pa ima tudi nekatere slabosti, kot so višji proizvodni, agencijski stroški, manjša prilagodljivost in višje izstopne ovire ter osredotočenost na neosnovne kompetence (Kaiser & Obermaier, 2020, str. 8).

Tabela 3: Prednosti in slabosti vertikalne integracije

Prednosti vertikalne integracije	Slabosti vertikalne integracije
- višji standardi kakovosti - zanesljivost dobav kritičnih materialov - boljša koordinacija med fazami proizvodnje - krajši dobavni roki/večja zanesljivost - večje zadovoljstvo kupcev - večja kredibilnost za razvoj novih proizvodov - patentna zaščita proizvodov in tehnologije - ustvarjanje in izkoriščanje večje tržne moči - nižji transakcijski stroški	- višji proizvodni, agencijski stroški in stroški koordinacije - večje kapitalske zahteve za financiranje osnovnih sredstev - višji fiksni stroški - tveganje pretirane osredotočenosti na aktivnosti, ki niso osnovne - manjša prilagodljivost in izhodne tržne ovire

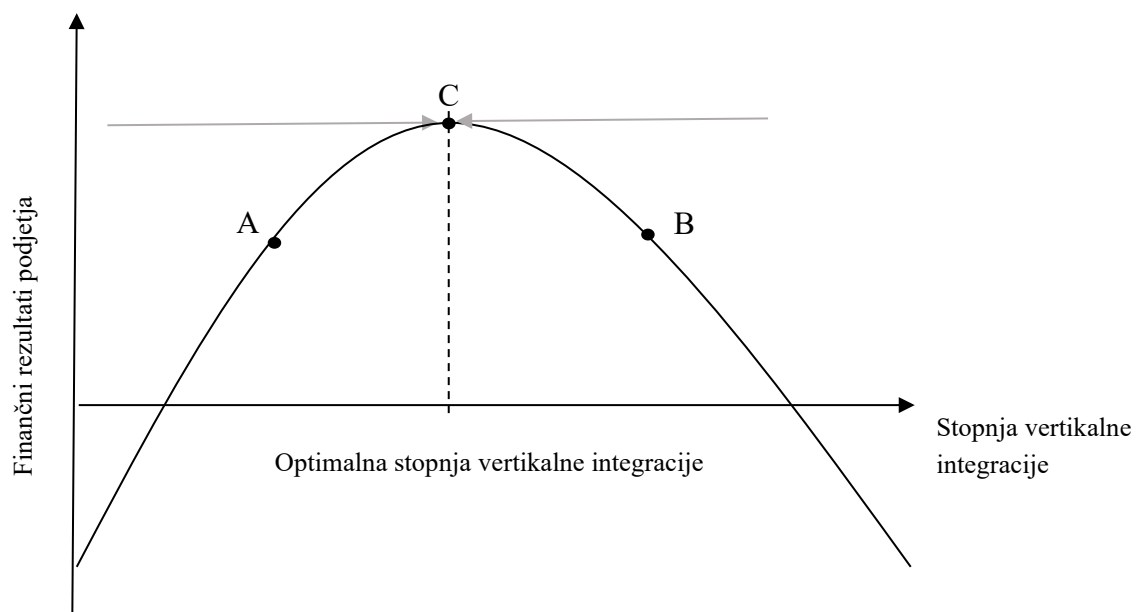
Prirejeno po Kaiser & Obermaier (2017, str. 5).

Na sliki 3 prikazujem korelacijo med finančnimi rezultati podjetja in stopnjo vertikalne integracije. Pozitivno razmerje med stopnjo integracije in finančnimi rezultati velja do optimalne stopnje vertikalne integracije (točka C), po tej stopnji pa velja negativno razmerje. Če je podjetje na točki A, je njegova stopnja vertikalne integracije prenizka. Podjetje izkorišča transakcije na trgu, čeprav bi se bilo smiselno vertikalno integrirati, saj so možni pozitivni učinki vertikalne integracije na

finančni rezultat podjetja. Obratno pa je značilno za podjetje, ki je na točki B. V tem primeru je stopnja vertikalne integracije previsoka, saj si je podjetje integriralo osnovno in tudi neosnovne dejavnosti. Za zadnje bi moralo izkoristiti moč trga. Dezintegracija bi v tem primeru privedla do pozitivnega razmerja med integracijo in finančnimi rezultati podjetja.

Optimalna stopnja vertikalne integracije je posledica specifičnih odločitev podjetja. Optimalna odločitev o stopnji vertikalne integracije je tako odvisna od točke na zgornji sliki, na kateri je podjetje. Odločitev o tem, katere aktivnosti naj podjetje integrira in katere naj kupi na trgu, je temeljna odločitev podjetja (Kaiser & Obermaier, 2020, str. 7).

Slika 3: Odvisnost med finančnimi rezultati podjetja in stopnjo vertikalne integracije



Prirejeno po Kaiser & Obermaier (2017).

1.4 Diverzifikacija podjetja

Z vertikalno integracijo podjetje vstopa na nove trge, ki so na obstoječega vezani kot nabavni oziroma prodajni trgi. Z vertikalno integracijo se tako diverzificira tudi proizvodni asortiman podjetja, ki postaja bolj diverzificiran. Zato je proces vertikalne integracije tesno povezan z diverzifikacijo proizvodnje, podjetju pa prav vertikalna integracija pomeni tudi diverzificirano rast. Diverzifikacija običajno izvira iz možnosti uporabe proizvodnih zmogljivosti za proizvodnjo več kot ene vrste proizvodov, vendar običajno v podobni panogi. Take proste zmogljivosti v povezanih panogah spodbudijo diverzifikacijo v povezani panogi, saj so naložbe vezane na osnovno dejavnost (Chatterjee & Wernerfelt, 1991, str. 35).

Diverzifikacija je proces, s katerim podjetja razširijo svoje poslovanje zunaj tistih operacij, v katere so trenutno vključena. To vključuje proces vertikalne integracije nazaj, vertikalne integracije naprej (razširitev aktivnosti podjetja proti končnemu kupcu – npr. distribucija ali prodaja na drobno) v primarni dejavnosti, lahko pa se podjetje odloči tudi za horizontalno diverzifikacijo na druge trge, s katerimi še nima izkušenj in se ne nanašajo na njegovo osnovno dejavnost. Vsi tipi širitve podjetja ali diverzifikacije so možni z internim razvojem aktivnosti, prevzemom ali združitvijo (Hillebrandt & Cannon, 1989, str. 31). Diverzifikacija je rast podjetja, kadar se velikost podjetja povečuje z razvojem novih proizvodov, storitev ali širitvijo na druge trge. Običajno je diverzificirana rast hitrejša od generične. Lahko se izvede na več načinov. Lahko se ponudi nov proizvod na novem trgu, kar se imenuje čista diverzifikacija, lahko pa se ponudi nov proizvod na že obstoječem trgu, kar se imenuje razvoj novega proizvoda. Lahko pa se ponudi obstoječi proizvod na novem trgu, kar se imenuje tržni razvoj (Tajnikar, 1997, str. 129, 133). Leonard Wrigley je razširil teoretične osnove o motivih podjetij za diverzifikacijo, ki sta jih prvotno v sedemdesetih letih 20. stoletja utemeljila Chandler in Ansoff. Prvi je opisal pojav osnovne dejavnosti podjetja (angl. core skill), tj. sposobnost podjetja, da učinkovito obvladuje znanje o trgu, na katerem tekmuje, in tehnologij, ki jih uporablja za proizvodnjo. Znanje glede osnovne dejavnosti podjetju omogoča dobičkonosno poslovanje in preživetje na trgu. Glede osnovne dejavnosti so možni štirje tipi strategij diverzifikacije. Diverzifikacija povezanega proizvoda pomeni širitev proizvodov ali trgov, ki so povezani z osnovno dejavnostjo podjetja. Diverzifikacija nepovezanih proizvodov pomeni širitev proizvodov ali trgov, ki niso povezani z osnovno dejavnostjo podjetja. Diverzifikacija dominantnega proizvoda pa se nanaša na podjetja, ki diverzificirajo samo delež prodaje (< 30 %) osnovne dejavnosti (Geringer, Beamish & DaCosta, 1989, str. 110).

Razlogi za diverzifikacijo podjetij so različni, najpogosteje pa se podjetja diverzificirajo iz naslednjih razlogov (Tajnikar, 1997, str. 130):

- podjetje ne more več rasti na generični način. Podjetje je trg zasičilo in bi z nadaljnjo rastjo povzročilo presežno ponudbo in samo sebi zažiralo v dobičkovne marže. V tem primeru je prisiljeno presežne dobičke vlagati v nove proizvode ali nove trge;
- odprava konkurenčnih slabosti in zmanjšanje tveganja in odvisnosti samo od enega trga. Z razvojem novih proizvodov, storitev ali širitvijo na nove trge se to tveganje razprši;
- diverzifikacija lahko prepreči, da bi podjetje postalo preveliko in neprožno. S širitvijo v druge proizvode doseže učinek več manjših podjetij, ki ohranjajo prožnost. Hkrati lahko matično podjetje doseže sinergijske učinke pri nabavi, bankah, fiksnih stroških itd.;
- izkoriščanje prostih zmogljivosti v primeru krčenja tržne aktivnosti. V tem primeru lahko podjetje neizkoriščene zmogljivosti uporabi za druge proizvode in tako diverzificira proizvodnjo.

Rumelt (1982, str. 360) je Wrigleyjevo tezo diverzifikacije razširil na 9 kategorij možnih strategij diverzifikacije. Odkril je, da so imela podjetja, ki so se diverzificirala, vendar so omejila nabor

aktivnosti glede osnovne dejavnosti, najboljše rezultate. Največjo donosnost kapitala so dosegla vertikalno integrirana podjetja z dominantno strategijo (med 70 in 95 odstotkov prihodkov z osnovno dejavnostjo) in povezana podjetja (manj kot 70 odstotkov prihodkov z osnovno dejavnostjo), ki niso bila vertikalno integrirana in katerih vse druge aktivnosti so povezane z osnovno dejavnostjo. Nižjo donosnost kapitala so dosegala podjetja, ki so bila kategorizirana kot nepovezana podjetja ali konglomerati (manj kot 70 odstotkov prihodkov z osnovno dejavnostjo), enovita podjetja (več kot 95 odstotkov prihodkov z osnovno dejavnostjo) in povezana podjetja z nekaterimi dejavnostmi zunaj osnovne dejavnosti. Dve dejavnosti sta povezani, če imata podobno tehnologijo, se proizvajata na podoben način in imata enake prodajne kanale (Geringer, Beamish & DaCosta, 1989, str. 111). V tabeli 4 navajam Rumeltovo kategorizacijo strategij diverzifikacije glede na povezanost podjetja z osnovno dejavnostjo.

Tabela 4: Rumeltova kategorizacija strategij diverzifikacije

Enovito podjetje (angl. single business SB): podjetje, ki izvaja osnovno dejavnost v eni panogi in doseže več kot 95 % prihodkov z osnovno dejavnostjo. $R_s > 0,95$
Dominantno podjetje (angl. dominant business): podjetje, ki se je delno diverzificiralo, vendar še vedno 70–95 % prihodkov dosega z osnovno dejavnostjo v eni panogi. $0,95 > R_s > 0,70$ a) Dominantno in vertikalno: vertikalno integrirano dominantno podjetje b) Dominantno in omejeno: vertikalno neintegrirano dominantno podjetje, ki se je diverzificiralo z dodatnimi dejavnostmi, ki so tesno povezane z osnovno dejavnostjo. c) Dominantno in povezano: vertikalno neintegrirano dominantno podjetje, ki se je diverzificiralo z dodatnimi dejavnostmi, ki niso tesno povezane z osnovno dejavnostjo. d) Dominantno in nepovezano: vertikalno neintegrirano podjetje, katerega diverzificirane aktivnosti niso povezane z osnovno dejavnostjo.
Povezano podjetje (angl. related business): neintegrirano, diverzificirano podjetje, ki deluje v več panogah, vendar so dejavnosti povezane s primarno. Z osnovno dejavnostjo ustvari manj kot 70 % prihodkov. $R_s < 0,70$ in $R_r > 0,70$ a) Povezano in omejeno: vse aktivnosti so povezane z osnovno dejavnostjo. b) Povezano in povezano: diverzificirano podjetje, ki opravlja več dejavnosti.
Nepovezano podjetje (angl. unrelated business): neintegrirano, diverzificirano podjetje, ki deluje v več panogah, ki med seboj niso povezane. Z osnovno dejavnostjo ustvari manj kot 70 % prihodkov. a) Aktivni konglomerat: podjetje, ki je v zadnjih petih letih prevzemalo najmanj petkrat in vsaj trije prevzemi niso bili nepovezani s preteklimi aktivnostmi. b) Nepovezano pasivno: nepovezano podjetje, ki ni aktivni konglomerat.

Prerejeno po Geringer, Beamish & DaCosta (1989).

Diverzifikacija je način rasti podjetja, vendar je lahko tudi nevarna za obstoj podjetja. Prvič, vodstvo lahko začne preveč pozornosti namenjati novim proizvodom ali novim trgom in tako zanemari obstoječe in najpomembnejše programe podjetja. Lahko se zgodi, da podjetje preneha biti uspešno tako z novimi kot obstoječimi programi. Diverzifikacija lahko pokaže tudi neizkušenost ekipe na novih trgih ali pri novih proizvodih ali storitvah. Zaradi naštetega je eden temeljnih pogojev uspešne diverzifikacije, da podjetje ne posega v proizvodnjo, ki se pomembno

razlikuje od že obstoječih (Tajnikar, 1997, str. 130). Glede na Rumeltov teoretični okvir (1982, str. 360) bi proučevano podjetje označil kot enovito, saj 95 % prihodkov dosega z osnovno dejavnostjo. Po vertikalni integraciji pa bo podjetje spadalo med dominantna in vertikalno integrirana podjetja, saj bo 70–95 % prihodkov dosegalo z osnovno dejavnostjo, preostanek pa z dejavnostmi, ki so povezane z osnovno (Geringer, Beamish & DaCosta, 1989, str. 111).

2 PREDSTAVITEV ANALIZIRANEGA PODJETJA IN TRGOV

V magistrskem delu odločitev za vertikalno integracijo in njene finančne posledice prikazujem na primeru slovenskega podjetja, v katerem se odločajo o vertikalni integraciji osnovne surovine, to je netkanega tekstila. Okoliščine po pandemiji covida-19 in nestabilnosti v svetovnih verigah vrednosti so pripeljale do nujnosti večjega obvladovanja nabave vložkov (inputov). Dodatni razlog za vertikalno integracijo so zahteve kupcev po bolj robustni verigi vrednosti, lokalizaciji dobaviteljev in zmanjševanju toplogrednih izpustov po celotni verigi vrednosti, kar zadeva tudi proučevano podjetje.

Po standardni klasifikaciji dejavnosti analizirano podjetje spada v dejavnost 13.990 – Proizvodnja druge nerazvrščenih tekstilij, podjetje proizvaja izolacijske trakove, ki se uporabljajo v kabelski industriji. Ustanovljeno je bilo leta 2013. Izolacije, ki jih podjetje proizvaja, so vgrajene v več vrst kablov, in sicer v nizko-, srednje- in visokonapetostne kable ter kable za zelo visoko napetost, ki se uporabljajo za prenos in distribucijo elektrike. Poleg omenjenih podjetje izdeluje izolacije tudi za optične kable. Približno 55 % prihodkov podjetje ustvari s prodajo izolacij za sredjenapetostne kable, 40 % prihodkov s prodajo izolacij za visoko napetostne kable in kable za zelo visoko napetost, preostanek prodaje podjetja pa zajemajo optični kabli. Proučevano podjetje na trgu nastopa v poslovni skupini treh podjetij, ki delujejo v kabelski in avtomobilski industriji. Dve podjetji sta lastniško povezani, tretje podjetje pa ima marketinško pogodbo z matico za trženje izolacijskih trakov za kabelsko industrijo v tujini.

V letu 2020 je imelo podjetje 6,300.000 EUR prihodkov od prodaje in 570.000 EUR čistega dobička. Čista dobičkovnost prihodkov je v letu 2020 znašala 9 %. Denarni tok iz poslovanja (v nadaljevanju EBITDA) podjetja je znašal 970.000 EUR. V primerjavi z letom 2015, ko je podjetje ustvarilo 3,040.000 EUR prihodkov, to pomeni 107-odstotno rast prodaje v petletnem obdobju 2015–2020. Povprečno je podjetje v tem obdobju rastlo za 21,4 % letno. Strategija podjetja predvideva zdravo in organsko rast s čim manjšim zadolževanjem, zato podjetje ves dobiček zadrži in ga vlaga v raziskave in razvoj in osnovna sredstva. Konec leta 2021 je podjetje končalo z največjo naložbo do zdaj, to je nov proizvodni obrat, zgrajen po meri podjetja za čim večjo produktivnost in trajnost.

Podjetje je vpeto v verige vrednosti proizvajalcev kablov na svetovnem trgu, ima 27 rednih kupcev in dobavlja blago v 21 držav po vsem svetu, med drugim v Rusijo, Združene države Amerike, Bližnji vzhod (regija Bližnji vzhod in Severna Afrika) in države po Evropi. Podjetje dobavlja prvim trem največjim kabelskim proizvajalcem, podjetjem Prysmian v Italiji, Nexans v Franciji in NKT na Danskem. Podjetje je Nexans prepoznal kot preferenčnega dobavitelja na globalni ravni. To je še bolj utrdilo položaj dobavitelja v več tovarnah po Evropi, odpira pa tudi možnosti sodelovanja v razvojnih projektih s kupcem. Eden takih projektov je bil razvoj srednjenapetostnega kabla v letu 2021 za francoskega državnega sistemkega operaterja prenosnega in distribucijskega omrežja Enedis. Glavni izdelek podjetja je izolacijski trak za kabelsko industrijo, katerega funkcija je preprečevanje vdora vode globlje v notranjost kabla v primeru preboja zunanega plašča kabla. Izolacijski trak je narejen iz netkanih tekstilij, ki ga podjetje s svojo tehnologijo laminira in mu doda funkcionalne lastnosti, ki preprečujejo vdor vode. Funkcionalne lastnosti izolacijskega traku je mogoče prilagajati glede na zahteve kupca in končne uporabe v kablu. Največ plasti izolacijskih trakov se uporabi v kablji za visoko in zelo visoko napetost, in sicer v sredini vodnika, pred prvim polprevodnim izolacijskim slojem, po neprevodnem izolacijskem sloju, pred bakrenim ekranom, po bakrenem ekranu in pred zunanjim plaščem. Nekateri kabli imajo lahko tudi pet ali več plasti izolacijskih trakov z različnimi lastnosti in zahtevami, ki jih v podjetju lahko prilagajajo. Podjetje tako deluje v panogi izolacijskih trakov za kabelsko industrijo. Osnovna surovina za kabelsko izolacijo je netkani tekstil, ki ga podjetje zdaj kupuje na trgu od neodvisnih dobaviteljev. V podjetju pa razmišljajo o upravičenosti vertikalne integracije nazaj tako, da bi vertikalno integrirali proizvodnjo netkanih tekstilij in s tem zmanjšali svojo odvisnost od dobaviteljev. Z vidika celotne verige vrednosti, v katero je podjetje vpeto, bo podjetje še naprej uporabljalo hibridni model in bo vertikalno integriralo le proizvodnjo netkanih tekstilij, ostalo bo še vedno nabavljalo na trgu.

V tabeli 5 uporabljam metodološka izhodišča v prvem poglavju predstavljenih teorij, ki opredeljujejo vertikalne meje podjetja, in na njihovi osnovi prikazujem lastnosti analiziranega podjetja. Opisane lastnosti veljajo ob normalnih tržnih razmerah in delujočih dobavnih verigah ali verigah vrednosti.

Tabela 5: Značilnosti analiziranega podjetja z vidika opredelitve vertikalne meje podjetja

Ekonomije obsega	Visoke
Kompleksnost transakcije na trgu	Nizka
Specifičnost sredstev	Visoka
Pogostost nakupa	Visoka
Točnost/zanesljivost	Visoka
Konkurenčnost trga	Visoka
Velikost trga in tržnega deleža podjetja	Nizka

Vir: lastno delo.

Kot je razvidno iz tabele 5, nekateri teoretični okviri glede na opredeljene značilnosti podjetja potrjujejo vertikalno integracijo (specifičnost sredstev, pogostost nakupa, točnost in zanesljivost), ekonomija obsega, kompleksnost transakcije in nabave na trgu, konkurenčnost trga in velikost trga in tržnega deleža pa kažejo na prednostno uporabo tržnih pogodbenih transakcij. V nadaljevanju podajam dodatne argumente, ki potrjujejo vertikalno integracijo in ne izhajajo iz teorije transakcijskih stroškov, temveč so še posebej ključni v trenutnih tržnih razmerah. Prvič, ekonomijo obsega bi podjetje lahko dodatno doseglo z diferenciacijo v druge panoge, saj bi proste zmogljivosti lahko namenilo širitvi na druge trge. Drugič, čeprav je konkurenca na trgu izolacijskih trakov ob normalnem delovanju verig vrednosti velika, se zaradi zastojev v verigah vrednosti in visokih cen ladijskih prevozov to prenaša na cene končnih proizvodov. Tako je konkurenca na trgu okrnjena, saj dobavitelji z Daljnega vzhoda težko konkurirajo. Transakcijski stroški uporabe trga so se še dodatno zvišali zaradi negotovosti v zvezi z višino prodajnih in nabavnih cen energentov. Na podlagi navedenih dodatnih argumentov menim, da je vertikalna integracija v trenutnih razmerah ustrezna organizacijska oblika te faze dobavne verige podjetja.

Vertikalna integracija nazaj bi podjetju omogočila nove proizvodne zmogljivosti za proizvodnjo netkanih tekstilij in diverzifikacijo proizvodnje. S tem bi se podjetje lahko na trg izolacijskih trakov in druge trge netkanih tekstilij vključilo kot dobavitelj netkanih tekstilij, poleg tega bi lahko posegalo tudi na druge trge. Podjetje bo neizkoriščene proizvodne zmogljivosti, ki jih sprva ocenjuje na približno 25 % maksimalne zmogljivosti nove strojne opreme, poskušalo usmeriti v ponudbo drugih proizvodov iz netkanih tekstilij, ki jih podrobneje opredeljujem v poglavju o trgu netkanih tekstilij. Potencialna področja vstopa so panoga filtracije, avtomobilska industrija ter panoga medicinskih in higienskih tekstilij. Glede na veliko rast povpraševanja na trgu netkanih tekstilij, ki je podrobneje opredeljena v drugem poglavju, pričakujemo zapolnitev presežnih zmogljivosti.

Podjetje deluje v panogi izolacijskih trakov za kabelsko industrijo. Osnovna surovina za kabelsko izolacijo je netkani material, ki ga podjetje zdaj kupuje na trgu od neodvisnih dobaviteljev. Temeljno vprašanje magistrskega dela je presoja upravičenosti vertikalne integracije nazaj v lastno proizvodnjo netkanega materiala in zmanjšanje odvisnosti od dobaviteljev.

2.1 Analiza Porterjevih petih silnic na trgu izolacijskih trakov

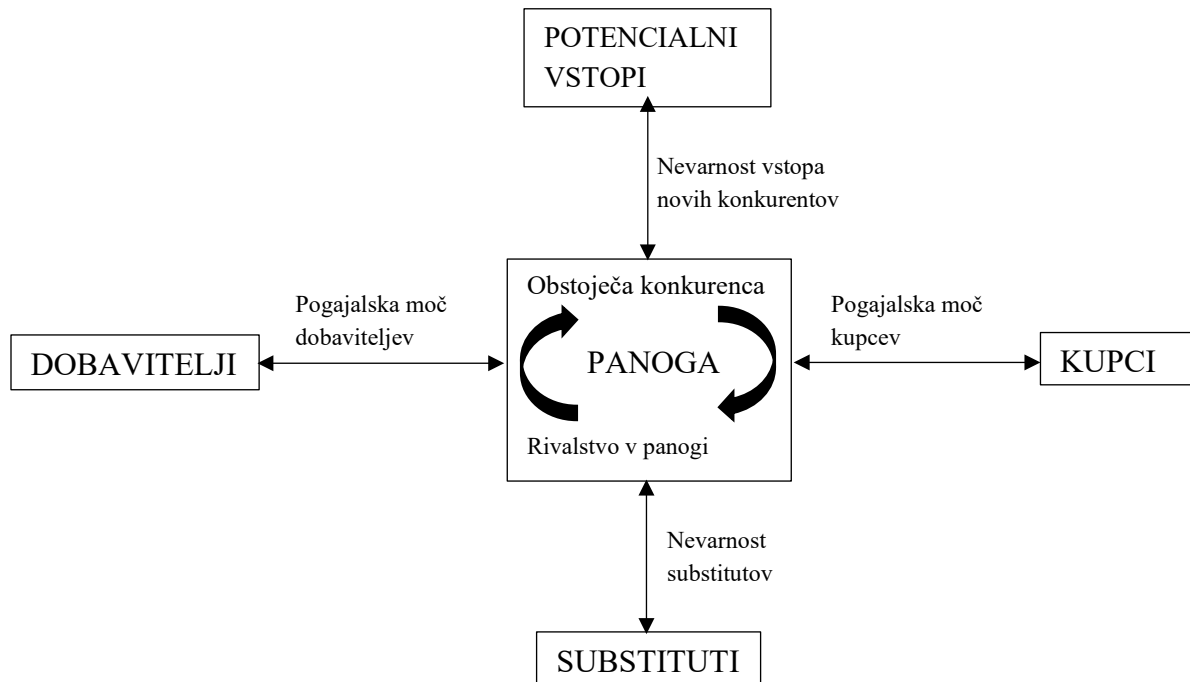
Za odločanje o vertikalni integraciji je ključno poznavanje razmer v panogi. V nadaljevanju opisujem trg izolacijskih trakov in položaj analiziranega podjetja na tem trgu. Okolje in vplive na podjetje ponazarjam na podlagi Porterjevih petih silnic, ki različno vplivajo na tržni položaj podjetja.

Bistvo strategije konkurenčnosti vsakega podjetja je umestitev podjetja v njegovo okolje. Glavno izhodišče okolja podjetja je panoga, v kateri deluje. Način delovanja panoge ima velik vpliv na

konkurenčnost in na to, katere strategije so podjetju na voljo pri spopadanju s silami v njegovem okolju. Zunanje silnice delujejo na vsa podjetja, vendar je ključ poiskati način, kako se jim najbolj učinkovito zoperstaviti (Porter, 1998, str. 4).

Porterjev koncept ne opredeljuje samo konkurenčnega okolja, temveč z analiziranjem vseh silnic skupaj daje popolno sliko, kaj sestavlja konkurenčno okolje. Poleg tega pa je koncept uporaben za empirične študije in dejanske študije podjetij, kar še poveča široko možnost uporabe (Hoque & Chia, 2012). Intenzivnost konkurence v panogi ni naključna, ampak pomeni več kot samo obnašanje konkurentov. Raven konkurenčnosti v panogi je odvisna od petih osnovnih silnic. Skupna moč petih silnic določa dobičkovni potencial panoge, ki ga merimo kot dolgoročno donosnost kapitala. Porter meni, da nimajo vse panoge enakega dobičkovnega potenciala in se med seboj zelo razlikujejo, saj je skupna moč silnic med panogami različna. V panogah, kot so gumarska, papirna, jeklarska itd., so te silnice intenzivne, zato v povprečju ni mogoče pričakovati velikih dobičkov. Panoge, kot so kozmetična, panoga pridelave nafte, proizvodnje opreme in storitev za naftno industrijo, panoga programske opreme, farmacevtska panoga, pa v povprečju dosegajo velike dobičke (Porter, 1998, str. 4). Na sliki 4 prikazujem Porterjev model petih silnic, ki vpliva na vsako podjetje.

Slika 4: Porterjev model petih silnic



Vir: Porter (1998, str. 4).

Čeprav Porter predvideva uporabo modela v vseh panogah in za vsa podjetja, nekateri avtorji menijo, da se Porterjev način opazovanja konkurenčnega okolja podjetja ni posodobil skladno z razvojem podjetij in spremenjenim načinom razmišljanja. Posledično se sprašujejo, ali Porterjev model še vedno velja v sodobnem konkurenčnem okolju in ali te silnice še vedno opredeljujejo konkurenco v panogi. Današnja podjetja, ki uporabljajo zgolj Porterjev model petih silnic, ne bodo sposobna pravočasno uvideti pomembnih sprememb v sodobnem konkurenčnem okolju (Shamir & Johnson, 2014, str. 2).

Shamir in Johnson menita, da podjetje v sodobnem poslovnem svetu ni podvrženo le konkurenci v panogi, temveč tudi med panogami zaradi naraščajočega digitalnega tržnega okolja. Naštevata nekaj dodatnih silnic (Shamir & Johnson, 2014, str. 6–8):

1. digitalizacijo in pomembnost dostopa do informacij vidita kot eno izmed silnic, ki vpliva na konkurenčno okolje sodobnega podjetja. Tako kot v sodobnem poslovnem svetu narašča moč informacijske tehnologije, narašča potreba po dostopu do informacij. Prek možnosti, ki jih omogoča digitalizacija, se znanje o dobaviteljnih hitro širi do konkurentov. Organizacije, ki bodo izkoristile moč digitalizacije, imajo dolgoročno konkurenčno prednost;
2. druga silnica, ki oblikuje okolje sodobnega podjetja, je globalizacija, saj lahko kupci zaradi izboljšav logistike, distribucije in komunikacije primerjajo ponudbo na globalni ravni, ne več samo na regionalni. Globalna konkurenca vpliva predvsem na srednje velika podjetja, ki na globalnem trgu tekmujejo z velikimi podjetji. Ni več pomembno le, da je podjetje cenovni vodja ali ima najboljšo kakovost, kot je to veljalo še v devetdesetih letih, temveč je konkurenčna prednost postala zmožnost podjetja, da upravlja globalne mreže kupcev in razvija dolgoročne partnerske odnose;
3. tretja silnica sodobnega konkurenčnega okolja je deregulacija. Vpliv držav na gospodarstvo se je v zadnjih desetletjih dramatično zmanjšal, posledično lahko nastajajo nekateri monopoli, ki izkoriščajo razmere v svojo korist. Podjetja se lahko odločijo, ali bodo proizvajala na bolj ali manj reguliranem trgu in tako zmanjšala potencialni vpliv neželenih tržnih oblik zaradi deregulacije. Zato je edina možnost zmanjšanja vpliva politične regulacije na tržne strukture selitev podjetja na področja, kjer ni tržne regulacije;
4. raven inovativnosti je še ena izmed gonilnih silnic konkurenčnosti v panogi v sodobnem okolju podjetja. Življenjski cikli proizvodov se zaradi inovacij in vlaganj v razvoj krajšajo, zato morajo podjetja, če želijo preživeti, temu tempu slediti. Razvoj inovacij in novih proizvodov je zdaj hitrejši kot kadarkoli prej, zato je raven inovativnosti kot posledica krajših življenjskih ciklov proizvodov ena izmed silnic konkurenčnosti. Raven inovativnosti v panogi je mogoče meriti z indeksom intelektualne lastnine (angl. intellectual property index), zato je število patentov v panogi merilo za raven inovativnosti. Večje ko je število prijavljenih patentov, večja je inovativnost v panogi in bolj ta silnica oblikuje raven konkurenčnosti v panogi.

2.1.1 Glavne značilnosti trga izolacijskih trakov

Proizvodnja izolacijskih trakov za kabelsko industrijo je odvisna od globalnega povpraševanja po kablilih. Pred pandemijo covida-19 je bila panoga predvsem zunaj EU globalna in precej saturirana, saj je bil v času normalnega delovanja verig vrednosti lahko dobavitelj z drugega konca sveta konkurenčnejši od nekoga, ki je deloval v lokalnem okolju. Glede na interne vire in poznavanje trga proučevano podjetje deluje ob podpori agentov/distributerjev, ki na svojem kulturno in gospodarsko značilnem ozemlju predstavljajo blagovno znamko podjetja. Vsak trg ima svoje značilnosti, zato ima proučevano podjetje tri predstavnike, in sicer za trg Rusije in republik nekdanje Sovjetske zveze, trg Bližnjega vzhoda in Severne Afrike ter trg Severne in Južne Amerike. Razen evropskih kabelskih proizvajalcev, ki so se tudi zaradi kupne moči zavedali bližine dobavitelja, je bila panoga precej cenovno elastična, proizvodi pa bližnji substituti in lahko zamenljivi.

V panogi je treba ločiti dva segmenta. V segmentu visokonapetostnih kablov je konkurenca manjša, saj gre za kable, ki tvorijo prenosna omrežja, izolacijski trakovi pa so tehnološko bolj dovršeni in mehanske lastnosti zahtevnejše. Zato je ta segment cenovno bolj neelastičen in je izbira dobavitelja dolgoročna, skoraj doživljenjska. Kvalificiranja za tak tip kablov trajajo več let, zato so kabelski proizvajalci pri novem konkurentu previdni in v ta segment nima vstopa (Gupta, Will, Lin & Singh, 2021). Po drugi strani pa je odobritev dobavitelja za segment srednje- in nizkonapetostnih kablov lažja, saj ti kabli tvorijo distribucijska omrežja in so manj zahtevni. Na tem področju je konkurenca bolj intenzivna in zato je povpraševanje cenovno bolj elastično. Proučevano podjetje je bilo ustanovljeno leta 2013, zato je bilo predvsem v zgodnji fazi obstoja podvrženo visokim cenovnim pritiskom v segmentu srednenapetostnih kablov in cenovnemu pritisku podjetij iz azijskih držav, predvsem na ruskem, bližnjevzhodnem in južnoameriškem trgu, a mu je uspelo cenovne pritiske z izboljšavami, večjo produktivnostjo, številnimi viri dobaviteljev itd. uspešno obrniti v svojo korist. Z vedno večjim deležem prodaje in osredotočenostjo predvsem na segment visokonapetostnih kablov pa se tudi cenovna občutljivost kupcev zmanjšuje.

2.1.2 Raven konkurence v panogi

Panoga je skupek podjetij, ki izdeluje proizvode, ki so drug drugemu bližnji substituti. Konkurenca v panogi skrbi, da v nekem obdobju donos na investirani kapital stalno pada proti 0 (angl. floor rate of return) in se približa donosu, ki ga poznamo v popolni konkurenci. Ta stopnja donosa je donos prostega trga (angl. free market return) in je približno enaka dolgoročnemu zahtevanemu donosu državnih obveznic in navzgor popravljen za stopnjo tveganja kapitalskih izgub. Vlagatelji dolgoročno ne bodo sprejemali nižjih donosov od te stopnje, saj bi lahko donos bolje oplemenitili v drugih panogah, zato bodo podjetja, katerih donos je pod to stopnjo, prej ali slej propadla. Po drugi strani bodo višji donosi od donosov prostega trga spodbudili naložbe in priliv kapitala v

panogo z novimi vstopajočimi konkurenti ali z dodatnimi naložbami obstoječih konkurentov. Nihanja v panogi, kot so pomanjkanje surovin, stavke, nenadno povečanje povpraševanja itd., so značilna za skoraj vse panoge. Taka nihanja lahko vplivajo na kratkoročno dobičkonosnost podjetij, vendar bi kljub temu moral biti poudarek na analizi strukture panoge in določanju osnov (Porter, 1998, str. 6).

Po izbruhu pandemije covida-19 so možne številne vzporednice glede na spremembe v panogi izolacijskih trakov za kabelsko industrijo. Trditi je mogoče, da pandemija vpliva na kratkoročno dobičkonosnost proučevanega podjetja. Kljub temu gre za precedens in spremembe, ki bodo po mojem mnenju trajne, ne samo zaradi tveganj, ki jih prinaša pandemija, ampak zaradi geopolitičnih sprememb velesil in odvisnosti od Kitajske ter nujnosti zmanjševanja izpustov toplogrednih plinov.

Na podlagi internih podatkov podjetja iz preteklih let, pogovorov s kupci, lastnih analiz in opazovanja trga ugotavljam, da na svetovnem trgu deluje 11 večjih dobaviteljev izolacijskih trakov. Izmed teh so največji trije evropski proizvajalci Geca Tapes (po oceni ima 20-odstotni tržni delež), Lantor (po oceni ima 13-odstotni tržni delež) in Freudenberg (po oceni ima 9-odstotni tržni delež), največji kitajski proizvajalec Tianrong pa ima po oceni 16-odstotni tržni delež. Predvsem za evropske dobavitelje velja, da imajo največji delež v segmentu visokonapetostnih kablov in niso tako občutljivi na cenovne pritiske, ki izvirajo iz segmenta srednenapetostnih kablov (Izbrano podjetje, 2021). Iz letnega poročila proizvajalca kablov NKT in nabave materiala za leto 2020 ter glede na delež v celotni porabi izolacijskih trakov, ki ga dobavlja proučevano podjetje, lahko izračunam, kolikšen delež vrednosti v celotni vrednosti kabla zajema izolacijski trak. Glede na ta delež, ki je ocenjen na 0,91 %, lahko ocenim vrednost celotne panoge izolacijskih trakov. Glede na to, da je glede na podatke CRU kabelske konference vrednost celotnega trga kablov za visoko in zelo visoko napetost 9 milijard USD ali 7,6 milijarde EUR po tečaju na dan 9. 9. 2021, je mogoče oceniti vrednost panoge izolacijskih trakov na približno 69 milijonov EUR (Yates, 2021). V letu 2020 je proučevano podjetje imelo 6,3 milijona EUR prihodkov, zato je njegov ocenjeni tržni delež 9,1 %.

Po izbruhu pandemije covida-19 je zaradi motenj v verigah vrednosti, višjih cen pomorskega transporta, višjih cen surovin itd. opazen trend k premiku dobaviteljev bližje kupcem in zmanjšanju tveganj, povezanih s čezmorskimi dobavnimi verigami. Zato podjetje pričakuje, da se bodo zaradi velikega povpraševanja v kabelski industriji v prihodnosti, manjše konkurence na posameznih trgih zaradi regionalizacije, osredotočenosti na segment visokonapetostnih kablov in bolj tehnične izolacijske trakove cenovni pritiski zmanjšali in dobičkonosnost povečala. Poleg tega je proučevano podjetje v letu 2021 prepoznalo tveganje, povezano s čezmorskimi trgi, in samo začelo iskati nove, evropske dobavitelje, da bi z njimi zamenjalo azijske dobavitelje (Izbrano podjetje, 2021). V času pisanja tega magistrskega dela je mogoče trditi, da je bila odločitev pravilna, saj je mogoče opaziti, da nekateri konkurenti ne zmorejo dobavljati naročil, poleg tega so zaradi visokih ladijskih voznin neevropski proizvajalci izolacij manj konkurenčni. Proučevano podjetje se od

zadnjega četrtertletja leta 2021 spopada z rekordnim povpraševanjem po izdelkih. Pričakovanja je podkrepila tudi analitska hiša McKinsey, ki je poročala, da se 93 % izvršnih direktorjev že ukvarja s krepitvijo odpornosti oskrbovalnih verig, skoraj polovica se bo tega lotila ne glede na stroške, saj sta trenutna stabilnost in odpornost proti raznim pretresom pomembnejši od cene (Negrutiu, 2021, str. 88). Nadaljuje se trend iskanja regionalnih dobaviteljev, kupcem postaja zanesljivost dobav pomembnejša od cene, dober odnos in stalno obveščanje o stanju v nabavni verigi pa postajata ključna. Izkazalo se je tudi, da imajo družbeno odgovorna podjetja s poudarkom na obnovljivih virih večjo poslovno rast in boljši tržni položaj za prihodnost (GOSS, 2021). Pričakovati je tudi, da se bo z zaključkom naložbe in vertikalno integracijo podjetja prisotnost v segmentu kablov za visoko in zelo visoko napetost še okrepila, poleg tega se bo podjetje zaradi vstopa na nove trge lahko diverzificiralo in postalo manj občutljivo na konkurenco v panogi. Dolgoročno lahko torej podjetje pričakuje nižjo raven konkurence v panogi.

2.1.3 Nevarnost vstopa novih konkurentov

Glede na Porterjevo strategijo konkurenčnosti prinašajo novi vstopajoči v panogo dodatne zmogljivosti in želijo pridobiti tržni delež. Zaradi grožnje po odtujitvi tržnega deleža obstoječih podjetij se lahko pojavi intenzivna cenovna konkurenca za obstoječe kupce, ki ceno potisnejo navzdol ali dvignejo stroškovno krivuljo obstoječih in tako zmanjšajo dobičkonosnost. Tudi prevzeme večjih podjetij iz drugih panog, ki segajo po zdajšnjih konkurentih, z željo po diverzifikaciji je mogoče šteti kot nov vstop. Taki prevzemniki praviloma agresivno alocirajo kapital in povzročijo pretres v panogi. Nevarnost vstopa v panogo pa je odvisna od številnih dejavnikov ali ovir (angl. barriers to entry), ki vplivajo na odločitev vstopajočega podjetja o vstopu (Porter, 1998, str. 7).

Ena od takih ovir so tudi ekonomije obsega, ki se nanašajo na zniževanje variabilnih stroškov na enoto z naraščanjem količine. Te zavirajo vstop in zahtevajo od vstopajočega, da se pojavi na trgu z velikimi količinami, da bi lahko konkuriral obstoječim podjetjem. S tem tvega močan odziv obstoječih podjetij in še večji pritisk na ceno. Po drugi strani lahko vstopajoči postavi nizke količine in sprejme stroškovno neučinkovitost, ki izhaja iz ekonomij obsega. Velika verjetnost je, da bo na srednji rok ustvarjal izgubo, ki pa je vzdržna le z močnim kapitalskim zaledjem (Porter, 1998, str. 7).

Panoga izolacijskih trakov, v kateri deluje proučevano podjetje, z vidika stroškovne učinkovitosti zahteva ekonomije obsega. Izolacijski trakovi zajemajo le 0,91 % vrednosti kabla, v katerega so vgrajeni. Na podlagi zbranih podatkov iz kupčevih ponudb iz leta 2020 je mogoče trditi, da je povpraševanje v panogi cenovno elastično, predvsem v nekaterih segmentih. V normalnih tržnih razmerah globalizacije se podjetje srečuje s proizvajalci izolacijskih trakov z vsega sveta (tudi iz Azije), kar še poveča pritisk na stroškovno učinkovitost. Poleg tega je proizvodnja izolacijskih

trakov precej energijsko intenzivna, saj se uporablja plin za segrevanje peči, zato so tudi fiksni stroški precej visoki, ekonomije obsega pa visoke fiksne stroške potiskajo navzdol (Izbrano podjetje, 2022). Iz lastnih izkušenj in poznavanja panoge zato menim, da je zaradi zgoraj omenjenih razlogov grožnja vstopa novih konkurentov sorazmerno majhna. Z vertikalno integracijo nazaj je pritisk na ekonomijo obsega še večji, vendar menim, da bo podjetju glede na rast in prihodnje povpraševanje ta obseg uspelo doseči. Nevarnost vstopa se z vertikalno integracijo nazaj še zmanjša, saj bo podjetje postalo neodvisno od dobaviteljev netkanega materiala, tveganja glede zastojev v dobavnih verigah se bodo zmanjšala in podjetje bo svoj konkurenčni položaj še utrdilo.

Druga ovira vstopa je lahko diferenciacija proizvodov. Ustvarja se s konkurenčnimi prednostmi, blagovnimi znamkami, ki jih kupci prepoznajo, in zvestobo kupcev nekemu podjetju. Diferenciacija proizvodov je posledica preteklega oglaševanja, prodajnih in poprodajnih aktivnosti in podpore kupcem ter razlik v primerjavi s konkurenčnimi proizvodi. Lahko je tudi posledica biti prvi v panogi. Diferenciacija predstavlja oviro potencialnega vstopa na način, da mora vstopajoči konkurent alocirati velik delež virov, da bi kupce odvrnil od zvestobe obstoječih kupcev. Tudi pri tem početju na srednji rok nastajajo izgube, ki jih mora vstopajoči vzdržati. Proizvodna diferenciacija je precej očitna v elektronskih napravah (še posebej pri pametnih telefonih), v nekaterih panogah, kot je pivovarska, pa je povezana z ekonomijami obsega in visokimi vstopnimi ovirami (Porter, 1998, str. 9). V proučevani panogi so proizvodi konkurentov bližnji substituti. To je najbolj opazno v segmentu srednje- in nizkonapetostnih kablov, kjer so tudi tehnične zahteve in mehanske lastnosti izolacijskih trakov manjše. Vstopajočemu konkurentu proizvodna diferenciacija v teh dveh segmentih ne pomeni visoke ovire, predvsem v povezavi z manjšimi kabelskimi proizvajalci, ki se z majhnimi količinami ne morejo približati ekonomijam obsega tako kot veliki proizvajalci, zato težijo k čim nižjim stroškom in zanje lojalnost do nekega dobavitelja ni ovira. Obratno pa velja za panogo visokonapetostnih kablov, kjer so mehansko-tehnične lastnosti trakov zahtevnejše, testi in kvalifikacije trajajo lahko tudi več let. Proizvodna diferenciacija je višja, lojalnost velikih kupcev zaradi zaupanja v neko blagovno znamko visoka, hkrati prevladuje lojalnost do prvih proizvajalcev v panogi. Iz lastnih izkušenj in analiz panoge lahko trdim, da največji proizvajalci kablov v nekaterih najpomembnejših segmentih prenosnih kablov za visoko in zelo visoko napetost za nobeno ceno ne želijo menjati obstoječih dobaviteljev. Cenovna elastičnost je nizka tudi zaradi vrednosti izolacijskega traku, ki zajema zanemarljiv delež vrednosti celotnega kabla, kar sem izračunal iz porabe trakov kabelskega proizvajalca NKT (Izbrano podjetje, 2020). V tem segmentu ustvarja produktna diferenciacija v kombinaciji z ekonomijo obsega visoko vstopno oviro (Porter, 1998, str. 10).

Tudi velika kapitalska vlaganja lahko pomenijo vstopno oviro, še posebej če gre v panogi za visoke stroške oglaševanja pred nastopom na trgu ali visoke stroške raziskav in razvoja proizvoda. Kapital ni potreben le za potrebe izgradnje proizvodne hale in nakupa strojev in razvoja proizvoda, temveč

tudi za financiranje začetnih zalog, kreditiranja kupcev, pritiska na denarni tok v začetku poslovanja in ne nazadnje, kritja začetnih izgub. Kapitalska vlaganja v panogi, kjer deluje omenjeno podjetje, predstavljajo vstopno oviro predvsem z vidika nakupa proizvodnih linij in izgradnje hale, saj narava proizvoda zahteva veliko površino skladiščnih prostorov, proizvodne linije so razmeroma drage, narejene po meri in zanje veljajo dolgi dobavni roki. Največja vstopna ovira pa je pritisk na financiranje proizvodnje v začetnih fazah obstoja, saj je večina dobaviteljev podjetja velikih korporacij, ki zahtevajo dobre bonitetne ocene za poslovanje in običajno ne sprejemajo kompromisov glede plačilnih pogojev in poslovanja. Iz teh razlogov so kapitalska vlaganja razmeroma visoka ovira, niso pa potrebna velika vlaganja v oglaševanje pred nastopom na trgu, tudi raziskave in razvoj ne predstavljajo tako visokega začetnega vložka, da bi bili vstopna ovira.

Naslednja možna ovira vstopa so stroški menjave. To so enkratni stroški, ki jih ima kupec pri menjavi proizvoda enega dobavitelja za drugega. Gre lahko za stroške usposabljanja zaposlenih, stroške dodatne opreme, ki omogoča uporabo substituta, ali stroške kvalificiranja novega proizvoda. Če so ti stroški visoki, mora novi proizvod pomeniti pomembno izboljšavo, stroškovno učinkovitost, prednost, da bi lahko ta strošek upravičili (Porter, 1998, str. 10). Stroški menjave proizvoda so v proučevani panogi visoki, predvsem v segmentu kablov za visoko in zelo visoko napetost. Glede na predavanja strokovnjakov na tem področju gre za proizvodne vulkanizacijske linije (angl. continuous vulcanisation), ki morajo obratovati 24 ur na dan, 7 dni v tednu. Stroški ustavitve take linije so velikanski, zato morajo biti vgrajeni materiali visoke kakovosti, brezhibni, kupci pa morajo imeti visoko zaupanje v tak proizvod. Običajno je možnost kvalificiranja novih proizvodov redka. Za izolacijske trakove, ki zajemajo zanemarljiv delež v strošku celotnega kabla, je možnost kvalificiranja novih materialov redka, le enkrat na nekaj let.

Ovira za vstop je tudi dostop do distribucijskih kanalov, če mora vstopajoče podjetje za novi proizvod na trgu zagotoviti distribucijske kanale. Ker so distribucijski kanali že zasedeni s proizvodi, mora novo podjetje lastnike distribucijskih kanalov prepričati z boljšimi cenami, oglaševalskimi taktikami itd. Taki pritiski znižujejo dobičkonosnost in so ovira za vstop. Pri prodaji na drobno morajo novi dobavitelji prepričati trgovca k dodelitvi zanimive lokacije police v trgovini, da bi se proizvod bolje prodajal (Porter, 1998, str. 11). Pri proučevanju podjetja so vstopne ovire distribucijskih kanalov nizke, saj proizvajalci kablov v večini težijo k neposredni kontroli nad verigo vrednosti, zato v panogi trgovci na debelo niso tako zaželeni. Posebno to velja za evropski trg, kjer kulturne razlike niso težava pri sporazumevanju. Bolj značilna poslovanja prek agentov ali distributerjev so na tujih trgih (Bližnji vzhod, Rusija, Južna Amerika), vendar ne gre za klasične distribucijske kanale, saj proizvajalci kablov lahko komunicirajo neposredno s proizvajalcem, največkrat gre predvsem za premostitve kulturnih in jezikovnih razlik.

Stroškovne prednosti, ne glede na obseg, imajo lahko podjetja, ki jih vstopajoča podjetja ne bodo mogla oponašati, ne glede na velikost, ekonomije obsega ali kapitalske zmožnosti. Gre za posebno

znanje (angl. know-how), ki ga imajo samo obstoječa podjetja, zaščitena pa so s patenti in poslovnimi skrivnostmi. Vstopna ovira je lahko tudi ekskluzivni dostop do nekaterih nepogrešljivih surovin ali pa lokacijska strateška postavitev in bližina proizvajalcev, razne vladne spodbude in subvencije, do katerih so upravičeni že obstoječi proizvajalci. V nekaterih panogah predstavlja krivulja učenja in izkušenj veliko vstopno oviro, saj podjetje le z obsegom proizvodnje pridobiva nekatera ključna znanja, ki jih je mogoče pridobiti samo z izkušnjami. Posledica izboljšav delovnih metod in večje učinkovitosti je višja stroškovna učinkovitost (posebna oprema, postavitev strojev v proizvodnji, oblikovne spremembe proizvoda itd.). Krivulje učenja in izkušenj so najbolj izrazite pri kompleksnih operacijah delavcev, kjer je potreba po visoko izobraženi delovni sili (Porter, 1998, str. 12).

V panogi, kjer deluje proučevano podjetje, so potrebni nekatera posebna znanja, optimizacija proizvodnje in izboljšave procesov ter kakovost kontrole. Na primer: proučevano podjetje ima poseben patent laminiranja izolacijskih trakov in zaščiteno blagovno znamko, ki mu omogoča trženje izolacijskih trakov. Vendar se ti nanašajo bolj na stroškovno učinkovitost in to ne pomeni vstopne ovire. Izolacijski trakovi za kable so namreč substituti, ki jih je v primerjavi s konkurenco razmeroma lahko zamenjati. Tako so parametri in zahteve, ki jih proizvajalci kablov predpišejo, znani za vse konkurente (Izbrano podjetje, 2021).

Vladni ukrepi so vstopne ovire, ki jih ustvari država. Država lahko omeji ali prepreči vstop v nekatere panoge s podeljevanjem koncesij in ustvarjanjem drugih licenčnih zahtev, lahko omeji dostop do surovin. Država lahko z visokimi okoljevarstvenimi zahtevami, varnostnimi zahtevami za uporabo proizvodov, zahtevami glede učinkovitosti itd. pomembno zviša kapitalsko raven, potrebno za vstop v panogo (npr. standardi v prehranski panogi, farmacevtski panogi) (Porter, 1998, str. 14). Panoga proučevanega podjetja je izrazito globalno naravnana in glavne vladne omejitve predstavljajo carine za zaščito evropskih proizvajalcev, ki izpolnjujejo določbe o poreklu. V nekaterih državah so carine visoke (npr. Alžirija: 15–20 %, Švica: 4,3 %, Rusija: 5 %), v večino preostalih držav, v katere podjetje dobavlja, pa carin ni ali so ovrednotene po ničelni stopnji (Taric, 2022). Razen carin o drugih vstopnih ovirah, ki jih določa država, ni mogoče govoriti.

2.1.4 Nevarnost substitutov in storitev

Vsa podjetja v panogi tekmujejo s podjetji, ki proizvajajo substitute – to so med seboj primerljivi proizvodi in lahko zamenljivi. Substituti omejujejo dobičkonosnost panoge z omejitvijo cen, ki jih posamezni proizvajalec lahko postavi. Bolj privlačno ko je razmerje med ceno in kakovostjo substituta, večji je pritisk na dobičke v panogi. Najboljši substituti so po Porterju tisti, ki so proizvedeni v panogah z visokimi dobički in izboljšujejo razmerje med ceno in kakovostjo (Porter, 1998, str. 24).

Na podlagi svojih izkušenj, pogovorov s kupci ter informacij s poslovnih konferenc lahko trdim, da obstaja nevarnost substitutov izolacijskih trakov predvsem v segmentu nizko- in srednenapetostnih kablov. V tem segmentu so kabli nizke napetosti, saj so gradniki distribucijskih omrežij in posledično so tudi kupci cenovno najbolj občutljivi. V splošnem velja, da se največji proizvajalci kablov osredotočajo na prenosna omrežja, manjši pa proizvajajo kable za distribucijska omrežja. Proučevano podjetje je bilo predvsem v zgodnjih fazah obstoja podvrženo nevarnosti substitutov, z vedno večjo prisotnostjo v segmentu kablov za visoko in zelo visoko napetost pa se ta odvisnost in nevarnost substitutov zmanjšujeta. Trenutno je nevarnost substitutov predvsem na trgih Bližnjega vzhoda, kjer so kupci (tudi zaradi kulturnih značilnosti) bolj podvrženi cenovni občutljivosti. V panogi tudi velja, da so konkurenti z največjim tržnim deležem in prisotnostjo predvsem v največjih kabelskih projektih vertikalno integrirani v proizvodnjo netkanih tekstilij za kabelske izolacije, odločitev o kateri je tudi predmet tega magistrskega dela. Za manjše proizvajalce izolacijskih trakov, ki niso vertikalno integrirani, pa velja, da so bolj prisotni v segmentu nizko in srednenapetostnih kablov. Po izvedeni naložbi v vertikalno integracijo podjetje lahko pričakuje večje zaupanje strateških kupcev v segmentu kablov za visoko in zelo visoko napetost, saj bo samo obvladovalo pomemben del dobavne verige, kar v tem trenutku nabavlja na trgu. Hkrati bo manj odvisno od čezmorskih dobaviteljev, kar bo še posebej pomembno za kupce. Pričakovati je mogoče še večjo prisotnost v segmentu kablov za visoko in zelo visoko napetost (Izbrano podjetje, 2021).

2.1.5 Pogajalska moč kupcev

Kupci tekmujejo v panogi s pritiskom na nižje cene, pogajajo se za višjo kakovost proizvoda ali več spremljevalnih storitev, hkrati pa so konkurenti drug drugemu. To se odvija na račun dobičkonosnosti panoge, ki se kot posledica teh silnic zmanjšuje. Moč vsake skupine kupcev v panogi je odvisna od številnih lastnosti panoge in od pomembnosti nabav, tj. relativne količine kupčevih nabav v primerjavi s celotno panogo. Moč kupcev je velika, če so izpolnjene naslednje okoliščine (Porter, 1998, str. 26):

- kupec nabavi razmeroma velike količine glede na prodajalčevo prodajo. Njegov delež v prodaji prodajalca je velik;
- proizvodi, ki jih kupi v panogi, zajemajo velik delež njegovih lastnih stroškov nabave;
- proizvodi, ki jih kupi v panogi, so standardni, lahko zamenljivi in niso diferencirani;
- stroški zamenjave so zanemarljivi, če kupec nabavljeni proizvod zamenja z drugim;
- kupec ima nizke dobičke. Zaradi tega je njegova cenovna občutljivost večja;
- kupec predstavlja grožnjo vertikalne integracije nazaj. Če so kupci vsaj deloma integrirani nazaj, lahko zahtevajo cenovna pogajanja;
- proizvod, ki ga dobavitelj ponuja kupcu, je slabše kakovosti, kot jo zahteva kupec;

- kupec ima vse informacije glede dobaviteljev in panoge (informacije glede povpraševanja, dejanske tržne cene, celo stroškovno funkcijo dobavitelja), zato je njegovo pogajalsko izhodišče boljše.

Proučevano podjetje ima precej raznovrstne kupce, od največjih kabelskih korporacij, kot so Nexans, Prysmian, NKT (Gupta, Will, Lin & Singh, 2021), do manjših regionalnih kabelskih proizvajalcev, ki so omejeni zgolj na lastne države. Največji kupci podjetja imajo v panogi izolacijskih trakov veliko tržno moč za vsakega dobavitelja, hkrati pa to pomeni dober položaj za cenovna pogajanja. Proučevanemu podjetju so zgoraj navedeni trije kupci strateškega pomena, zato je še posebej pozorno pri pripravi letnih prodajnih načrtov in vključitvi vseh njihovih potreb, hkrati pa z dobrimi poprodajnimi aktivnostmi, sodelovanjem pri novih tenderjih in razvojnih projektih skrbi za širjenje svojega asortimenta na dobavnih poteh teh kupcev. Glede na to, da proizvodnjo in inštalacijo največjih kablov in prenosnih omrežij v Evropi obvladujejo zgoraj omenjeni trije proizvajalci, je strateški cilj podjetja širiti asortiment izdelkov v segment kablov za visoko in zelo visoko napetost, v katerem je cenovna občutljivost kupcev razmeroma majhna glede na vrednost proizvedenih kablov, tudi zaradi pomanjkanja konkurence. Glede na letno poročilo prodaje za leto 2021 so v segmentu nizkonapetostnih kablov manjši kupci, ki imajo šibkejšo pogajalsko moč in nimajo vseh tržnih informacij. Podjetje zato pri teh v povprečju dosega boljše cene. Pomembno je dodati še, da so cenovni pritiski največji zunaj EU (predvsem na Bližnjem vzhodu in v Severni Afriki), predvidoma zaradi kulturnih značilnosti zaposlenih ter manjših dobičkov v panogi, kot jih dosegajo kupci v EU, zato je cenovna občutljivost na teh trgih večja. Z izvedbo naložbe v vertikalno integracijo nazaj bo pogajalska moč strateških kupcev še vedno visoka, vendar se bo zaradi možnosti diverzifikacije s proizvodnjo netkanega materiala in prodorom v druge panoge odvisnost od kabelske industrije zmanjšala – posledično lahko podjetje pričakuje zmanjšanje pogajalske moči kupcev.

2.1.6 Pogajalska moč dobaviteljev

Dobavitelji lahko izkoriščajo svojo pogajalsko moč v panogi z grožnjo višanja cen ali zmanjšanja kakovosti proizvodov ali storitev. Močni dobavitelji lahko sami znižujejo dobičkonosnost v panogi, če delujoči proizvajalci v panogi zaradi velike moči kupcev ne zmorejo zvišati cene. Moč dobaviteljev je velika, če so izpolnjene naslednje okoliščine v panogi (Porter, 1998, str. 28):

- v panogi, v kateri dobavitelj deluje, prevladuje samo nekaj podjetij in ta ima večjo koncentracijo kot panoga, ki ji dobavitelj prodaja;
- če dobavitelj ne prodaja in tekmuje z drugimi, dodatnimi substituti v isti panogi;
- panoga ne predstavlja pomembnih količin prodaje dobavitelja. Če pa panoga predstavlja velik delež prodaje dobavitelja, so vezi s kupci tesnejše, zato bo dobavitelj poskušal zaščititi svoje interese z dobrimi cenami, pomočjo pri raziskavah in razvoju ter lobiranjem;

- proizvod dobavitelja je pomemben v kupčevem proizvodnem procesu;
- proizvodni asortiment dobavitelja je razpršen, proizvodi so diferencirani;
- dobavitelj predstavlja kredibilno grožnjo integracije naprej v proizvodni proces kupca.

Pogajalska moč dobaviteljev je v panogi, v kateri deluje proučevano podjetje, različna in je odvisna od različnih materialov, ki jih nabavljajo za proizvodnjo izolacij za kable. V povprečju se z večanjem prodaje in velikosti podjetja povečuje tudi pogajalska moč podjetja. Glede na letno poročilo nabave iz leta 2021 ima podjetje nekatere dobavitelje kemikalij in osnovne surovine praha, ki jim nabava podjetja ne predstavlja velikega deleža v prodaji, saj gre za multinacionalke. Ob tem so nekateri od teh materialov strateškega pomena za podjetje. Ti dobavitelji imajo veliko pogajalsko moč in včasih delujejo po načelu vzemi ali pusti. Hkrati imajo odločilno vlogo odnos in komunikacija, poprodajna podpora dobavitelja in nenehen pritisk kupca na kakovost, cene itd. Pri teh dobaviteljih ima odločilno vlogo bonitetna ocena kupca, saj lahko boljše komercialne pogoje doseže le z dobro bonitetno oceno. Poleg tega se je treba držati dogovorjenih načrtovanih količin nabav, saj lahko dobavitelj v primeru nedoseganja dogovorjenih količin zviša ceno, ki za manjšo količino ni bila dogovorjena. Poleg tega so nekateri od teh dobaviteljev na čezmorskih trgih, dobave se izvajajo s pomorskim transportom, kar povečuje ranljivost podjetja in nujnost vnaprejšnjega natančnega načrtovanja dobav. Podjetje si zato prizadeva za zmanjšanje odvisnosti od teh dobaviteljev in uvedbo nekaterih inovacij na proizvodni liniji, da bi zmanjšalo uporabo proizvodov na minimalno raven.

Če primerjam dobavitelje z veliko pogajalsko močjo, imajo dobavitelji netkanih tekstilij slabše pogajalsko izhodišče. Hkrati je moralo proučevano podjetje zaradi naraščajočih tveganj v povezavi s trganjem verig vrednosti med pandemijo covid-19 približno 50 % vseh nabav lokalizirati z nabavo iz evropskih držav in Turčije. Srednjeročno je pogajalska moč novih evropskih dobaviteljev večja, vendar se je tveganje zaradi trganja dobavnih poti in nezanesljivosti ladjarjev zmanjšalo. Tudi kredibilna grožnja podjetja vertikalne integracije nazaj, ki je predmet tega magistrskega dela, bo v srednjeročnem obdobju izboljšala pogajalsko izhodišče podjetja pri nabavah netkanih materialov. Na podlagi letnega načrta nabave za leto 2022 podjetje dolgoročno pričakuje izključitev trenutnih dobaviteljev netkanega materiala iz verige vrednosti podjetja, saj bo to surovino proizvajalo samo.

2.1.7 Povzetek Porterjevega modela petih silnic

Tabela 6 povzema predstavljeno analizo Porterjevih petih silnic, ki vplivajo na konkurenčnost proučevanega podjetja z lestvico vrednotenja nizka, srednja in visoka. Glede na analizo, interne podatke podjetja in lastne izkušnje lahko prepoznam razliko v konkurenčnosti pred vertikalno integracijo in po njej.

Vertikalna integracija vpliva na pet silnic večinoma pozitivno. Nevarnost vstopa konkurentov se zmanjša na nizko. Pogajalska moč kupcev se iz visoke spremeni v srednjo zaradi diverzifikacije prodajnega programa tudi v druge panoge, kljub temu v kabelski panogi še vedno ostaja visoka zaradi strateške pomembnosti največjih kupcev. Nevarnost substitutov se zmanjša na nizko raven zaradi večje prisotnosti v segmentu kablov za visoko in zelo visoko napetost. V tem kabelskem segmentu je namreč možnost uvedbe novih materialov in dobaviteljev redka, saj je strošek zaustavitve proizvodnje večji kot je razlika v ceni med dvema dobaviteljema. Pogajalska moč dobaviteljev bo ostala srednja, ker bo podjetje kljub vertikalni integraciji v netkane tekstilije še vedno nabavljalo nekatere surovine od velikih multinacionalk z visoko pogajalsko močjo. Raven konkurence ostaja srednja, saj bo v segmentu visokonapetostnih kablov kljub temu konkurenca dobaviteljev, ki so že sedaj vertikalno integrirani, še vedno ostala, kljub temu bo zaradi diverzifikacije v druge panoge proučevano podjetje manj občutljivo na cenovne pritiske največjih konkurentov, kot so Geca Tapes, Lantor in Freudenberg (Izbrano podjetje, 2021).

Tabela 6: Pet silnic in njihov vpliv na konkurenčnost proučevanega podjetja

Konkurenčna silnica	Pred vertikalno integracijo	Po vertikalni integraciji
1 Nevarnost vstopa konkurentov	srednja	nizka
2 Pogajalska moč kupcev	visoka	srednja
3 Nevarnost substitutov in storitev	visoka	nizka
4 Pogajalska moč dobaviteljev	srednja do visoka	srednja
5 Raven konkurence znotraj panoge	srednja do visoka	srednja

Vir: lastno delo.

2.2 Dinamika in trendi povpraševanja na trgu izolacijskih trakov

Izolacijski trakovi so eden izmed osnovnih proizvodov, ki preprečujejo vdor vode v kabel. Brez trakov proizvodnja sodobnih kablov ne bi bila mogoča, zato je kabelska industrija za proučevano podjetje in prihodnje povpraševanje najpomembnejša. Kljub temu na trgu netkanih tekstilij kabelska industrija ustvarja majhen svetovni delež povpraševanja po netkanih tekstilijah. Za proučevano podjetje so trendi v kabelski industriji ključni, saj je v navpični verigi kabelska industrija zgoraj in nastopa kot glavni in edini kupec izolacijskih trakov. Zato v nadaljevanju predstavljam trende v panogi proizvodnje električnih kablov.

Potreba po električni energiji se nenehno povečuje. Nexans, drugi največji proizvajalec kablov na svetu, izpostavlja šest glavnih gonilnikov za rast potreb po električni energiji (Nexans, 2021):

- do leta 2030 bo dostop do elektrike imelo 1,8 milijarde prebivalcev več kot danes,
- do leta 2030 se bo oblikovalo 43 megamest v primerjavi z 20 v letu 2021,

- po opredelitvi Organizacije združenih narodov imajo megamesta več kot 10 milijonov prebivalcev,
- med letoma 2019 in 2030 bo vzpostavljenih več kot 30 milijonov polnilnih postaj za električne avte,
- med letoma 2018 in 2022 bo dodatno vzpostavljenih 6 gigavatov BIPV (angl. building integrated photovoltaics) sončnih elektrarn, integriranih v poslopja,
- obnova električnih omrežij v EU zaradi zastarelosti.

2.2.1 Ogljična nevtralnost

Nexans je na virtualnem dnevu dobaviteljev v Septembru 2022 omenil, da se ogljična neodvisnost sveta pričakuje do leta 2050, in poudarja, da je za t. i. veliki premik (angl. big shift), ki je temelj reform za obnovljive vire, na voljo samo desetletje časa. V reformah za doseg oglejčne nevtralnosti bodo zelo veliko vlogo imeli tudi kabelski proizvajalci, saj bodo gradili infrastrukturo, ki bo omogočila prehod na ogljično neodvisnost (Wendt, 2021). Nexans navaja tri velike naložbene programe za povečanje proizvodnje obnovljivih virov energije: Bidnov načrt, evropski zeleni dogovor in kitajski zeleni načrt (Nexans, 2021). Evropska unija je zastavila zelo konkretne načrte in z evropskim zelenim dogovorom leta 2019 začrtala smernice, da bi kot prva na svetu dosegla ogljično nevtralnost do leta 2050, tj. zmanjšala izpuste toplogrednih plinov za 90 % v primerjavi z letom 1990. EU načrtuje naložbe v višini 800 milijard EUR in rahljanje birokratskih ovir za hitro črpanje teh sredstev.

Nexans v svoji predstavitvi dobaviteljem navaja, da bo leta 2030 svetovna poraba električne energije 3,8 MWh na prebivalca, leta 2040 pa že 4,4 MWh na prebivalca. Da bi zadostili povečanemu povpraševanju po električni energiji na svetovni ravni, bodo države vlagale predvsem v obnovljive vire. V svetovnem merilu se bo zmogljivost obnovljivih virov energije povečala z 2.707 GW leta 2019 na 7.037 GW v letu 2030 oziroma 11.763 GW v letu 2040. Naložbe v zmogljivosti obnovljivih virov se bodo torej do leta 2040 povečale za 434 % (Nexans, 2021). Zeleni prehod nikjer na svetu ni mogoč brez kabelskih povezav, zato bodo posredno in neposredno korist od prehoda na obnovljive vire energije zaradi zmanjšanja izpustov imeli tudi proizvajalci kablov, ki sami sebi pravijo generatorji zelenega prehoda. Hkrati s kabelskimi proizvajalci bo posredno korist imelo tudi proučevano podjetje, saj deluje v verigi vrednosti največjih kabelskih proizvajalcev. Chenfei Wang iz združenja CRU navaja, da je globalna panoga kabelske industrije v letu 2021 zrasla količinsko za 5,4 % glede na leto 2020 in 33,9 % vrednostno glede na pandemsko leto 2020, kar je največja letna rast po letu 2010. CRU pričakuje enakomerno rast trga kabelske industrije do leta 2025, vendar se bo v letu 2023 zaradi pričakovane stabilizacije cen zgodil padec vrednosti (Wang, 2021).

Globalni trg kabelske industrije ali trg izoliranih jeklenic in kablov (angl. insulated wire and cable) je bil v letu 2020 vreden 158,6 milijarde USD in naj bi do leta 2027 dosegel 231,9 milijarde USD. Pričakovana rast med letoma 2020 in 2027 je 5,6 % letno (Reportlinker, 2021). Podjetje, katerega naložbo v vertikalno integracijo proučujem, deluje na področju izolacijskih trakov v kabelski industriji. Ker se v kabelski industriji največ izolacijskih trakov porabi v kablji za visoko in zelo visoko napetost, poleg tega so ti kabli pod največjim vplivom zelenega prehoda, bom podrobneje analiziral trg elektrifikacije vozil, podmorskih povezav in vetrnih elektrarn (Izbrano podjetje, 2021).

2.2.2 Elektrifikacija vozil

Evropski zeleni dogovor predvideva zmanjšanje toplogrednih izpustov transporta za 90 % do leta 2050 v primerjavi z letom 1990. Na evropskih cestah bo do leta 2030 najmanj 30 milijonov avtov brez izpustov, leta 2050 pa že večina avtov brez izpustov. To je drastično povečanje s približno 2 milijonov električnih avtomobilov, kolikor jih je bilo na cestah EU v času izdaje poročila (maj 2021). Tudi polnilna infrastruktura kot del elektrifikacije vozil je z vidika podjetja, ki je predmet tega magistrskega dela, pomembna, saj se večje povpraševanje po polnilnicah kaže neposredno v večjem povpraševanju po kablji in posledično izolacijskih trakovih. Leta 2021 je bilo v EU in Turčiji 375.876 polnilnih postaj. V zadnjih štirih letih se je število polnilnic več kot podvojilo, od leta 2010 pa je večje za sedemnajstkrat. Ocena projekcij Statiste kaže, da mora EU-27, da bi dosegla cilje glede ogljične nevtralnosti, do leta 2025 vzpostaviti 1 milijon, do leta 2030 pa skoraj 3 milijone polnilnih postaj. Samo Slovenija jih mora vzpostaviti 10.500 (Statista, 2021). V prilogi 1 prikazujem stanje polnilnic v letu 2020 in cilj do leta 2030. Tako kot pri vetrnih elektrarnah je prehod na električno mobilnost kabelsko intenziven. Filippos Papasavvas iz združenja CRU meni, da bo prodaja električnih avtov leta 2035 dosegla 50 % vseh prodanih avtov in do leta 2040 povečala povpraševanje po kablji za 1.258 kt kabelskih vodnikov (Papasavvas, 2021). Analitska hiša McKinsey ocenjuje, da bo treba na globalni ravni do leta 2030 postaviti približno 40 milijonov polnilnic in v infrastrukturo vložiti približno 50 milijard USD (Engel, Hensley, Knupfer & Sahdev, 2018).

2.2.3 Podmorske povezave med državami

Podmorske povezave med državami (angl. interconnectors) so kabelski vodi, ki povezujejo dve državi ali regiji med seboj in neposredno podpirajo izkoriščanje obnovljivih virov energije in s tem pripomorejo k manjšim izpustom toplogrednih plinov v ozračje, saj za proizvodnjo električne energije ni potrebna raba fosilnih goriv. Ko so v Nemčiji močni in konstantni vetrovi, cena električne energije pa je zaradi tega nizka, lahko Norveška uvaža poceni elektriko iz Nemčije, hkrati pa skladišči zmogljivosti vode in ne izkorišča hidroelektrarn. Ko pa je stanje obratno in je cena električne energije zaradi malo vetra visoka, Nemčija lahko uvaža poceni električno energijo iz Norveške, ki ima dobro razvite hidro elektrarne in polne zaloge vode (Kfw, 2021). Izvršni

direktor Nexansa Christopher Guérin trdi, da bo treba do leta 2030 vzpostaviti 72.000 km podmorskih povezav med državami, da bi dosegli cilje razogljičenja. To je sedemkratno povečanje v primerjavi z letom 2021 (Nexans, 2021). Tudi analitiki pri banki J. P. Morgan v svoji analizi kabelskega trga poudarjajo, da je EU dala podmorskim povezavam velik poudarek in obvezujoč cilj do leta 2030 (Gupta, Will, Lin & Singh, 2021).

2.2.4 Vetrne elektrarne

Vetrne elektrarne bodo imele pomembno vlogo pri zelenem prehodu sveta, saj je električna energija, pridobljena z vetrom, eden glavnih obnovljivih virov energije, zato se bo poraba električne energije s tem stalno povečevala. Proizvodnja vetrnih elektrarn je tudi kabelsko najbolj intenzivna, to še posebej velja za vetrne elektrarne na morju (angl. offshore wind farms), ki potrebujejo podmorske kable pri povezljivosti s celino, zato so tudi eden glavnih generatorjev povpraševanja v segmentu kablov za visoko in zelo visoko napetost, posledično pa to sovпада s povpraševanjem po izolacijskih trakovih. Evropa je s 25.014 MW zmogljivosti vetrnih elektrarn na morju vodilna s skoraj 73-odstotnim svetovnim tržnim deležem. Nexans trdi, da vetrne elektrarne na morju omogočajo zeleni prehod. V svoji raziskavi, ki jo je delil z najpomembnejšimi dobavitelji, ocenjuje, da je bil kabelski del panoge vetrnih elektrarn leta 2019 vreden 3 milijarde EUR in bo do leta 2030 rasel 11,5 % letno. Do leta 2030 bo trg vreden 8 milijard EUR. Glavni gonilniki povpraševanja v primerjavi z drugimi obnovljivimi viri so, poleg naravnih danosti, tudi konkurenčna cena proizvedene električne energije. Do leta 2030 bo nameščenih za dodatnih 200 GW zmogljivosti, cena infrastrukturnih vlaganj kabelskega dela pa se giblje med 250 in 400 milijoni EUR/GW (Nexans, 2021). V prilogi 2 prikazujem povečanje svetovne potrebe po podmorskih energetske kabliah, ki je premo sorazmerno z izgradnjo vetrnih elektrarn in podmorskih povezav med državami. J. P. Morgan analizira kabelski trg tudi z vidika treh največjih evropskih kabelskih proizvajalcev, ki bodo imeli največ od naložb v zeleni prehod: ti so Nexans, NKT in Prysmian. Z vidika proučevanega podjetja je to še posebej pomembno, saj so ti trije kupci strateškega pomena in so trije največji kupci podjetja. Posli, ki jih bodo v zelenem prehodu dobili ti trije kupci, bodo neposredno vplivali tudi na prihodnjo rast podjetja. Omenjeni obvladujejo več kot 95 % evropskega trga in skoraj 75 % celotnega svetovnega trga visokonapetostnih kablov.

2.3 Analiza trga netkanih materialov

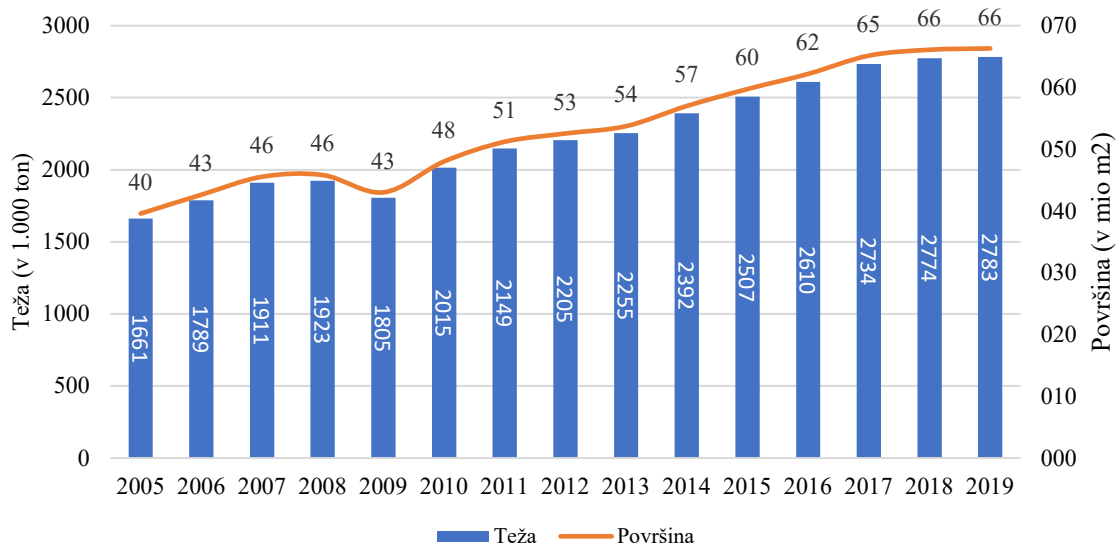
Osnovna surovina za izolacijske trakove so netkane tekstilije iz sekanih vlaken, povezanih v uniformirano mrežo, ki ji pravimo flis (European Disposables and Nonwovens Association, v nadaljevanju Edana, 2019). Flis je osnovni material za izolacijske trakove, ki jih podjetje proizvaja. V poglavju o diverzifikaciji sem opredelil, da je v primeru vertikalne integracije proste zmogljivosti smiselno uporabiti za diverzifikacijo v povezane ali nepovezane panoge (Geringer, Beamish & DaCosta, 1989, str. 110). Podjetje, ki je predmet tega magistrskega dela, namerava manjši del

prostih zmogljivosti (približno 15–20 %), ki bi nastale z vlaganjem v proizvodnjo netkanih tekstilij, uporabiti za diverzifikacijo dejavnosti v povezano panogo netkanih materialov, če pričakovano povečano povpraševanje po izolacijskih trakovih ne bo zasedlo 100-odstotne zmogljivosti. V naslednjih odstavkih opisujem možnosti diverzifikacije. Raba netkanih tekstilij v kabelski industriji zajema zanemarljiv delež v skupni porabi, zato ima ta panoga velikanski potencial tudi za podjetje, ki je predmet magistrskega dela. Največ netkanih tekstilij se uporablja v panogah, kot so filtracija, avtomobilska industrija, medicina, geotekstilije, gradbeništvo, baterije električnih vozil, akustična in toplotna izolacija ter v tem primeru kabelska industrija (Edana, 2019).

Netkane tekstilije imajo v primerjavi z drugimi, bolj tradicionalnimi materiali številne prednosti, hkrati pa lahko zadostijo težkim tehnološkim zahtevam. Največje prednosti netkanih tekstilij so majhna teža in stabilne termo-mehanske lastnosti, optimizacija proizvoda glede na potrebe vsakega kupca, uporaba naravnih in trajnostnih materialov, uporaba bioplastike, uporaba recikliranih polimerov ter vzdržljivi ciklični proizvodi, ki nadomeščajo proizvode za enkratno uporabo (Kellie, 2016). Panoga raste skoraj neprekinjeno zadnjih 40 let in je postala glavni del trga umetno in naravno pridelanih vlaken (Kellie, 2016). Glede na poročilo organizacije Edana je v letu 2019 evropski trg netkanih materialov dosegel 2,783 milijona ton v vrednosti 9,178 milijarde EUR.

V poročilu Edane za leto 2019 je panoga higiene zajemala največji delež v prodaji netkanih materialov, in sicer 28,7 %, gradbeništvo 15,2 %, krpe za osebno nego 12,3 %, avtomobilska industrija 6,2 %, filtracija 3,6 % ter hrana in pijača 3,3 % (Edana, 2019). Na sliki 5 prikazujem proizvedeno količino netkanih tekstilij med letoma 2005 in 2019.

Slika 5: Proizvodnja netkanih materialov v EU (+ Turčija) med letoma 2005 in 2019



Vir: Edana (2019).

Pri opisu trga sem namenoma izpustil leto 2020, saj je imel glede na Edanino statistiko trg netkanih materialov eno ključnih vlog med pandemijo covida-19. Edana rast trga v letu 2020 opisuje kot kazalnik želje in odpornosti podjetij obvladati pandemijo in verige vrednosti med družbenimi spremembami brez primere v sodobni zgodovini. Leta 2020 je glede na poročilo Edane trg EU in Turčije zrastel za 7,2 % in dosegel 3,075 milijona ton (ekvivalent 85,9 milijarde m²). Ocena vrednosti trga je približno 9,55 milijarde EUR. Rast je tako v letu 2020 močno preseгла povprečno 4-odstotno rast trga v zadnjih desetih letih. V primerjavi z letom 2005 je trg dosegel 85-odstotno rast. Proizvodne zmogljivosti podjetij, ki delujejo v EU-27, so več kot 2,15 milijona ton (Edana, 2021). Podatki za leto 2021 in 2022 še niso na voljo.

2.3.1 Trajnostni vidiki netkanih tekstilij

Trajnostni razvoj netkanih tekstilij je eno najpomembnejših vodil trga zaradi naraščajočih izpustov CO₂ v ozračje in nujnosti omejiti segrevanje ozračja. Najmanjša komponenta vsakega netkanega tekstila je vlakno, pridobljeno umetno (poliester, polipropilen, polietilen, poliamid itd.) ali naravno (bombaž, celuloza, bambus, liocel). Vlakna so med seboj povezana z različnimi tehnologijami in tvorijo želeni proizvod. Za uporabnike in proizvajalce vlaken je ključno prepoznati trajnostno proizvodnjo, saj so to prihodnji generatorji povpraševanja. Razpolagam s starejšim podatkom, tj. iz leta 2015, vendar so pri Global Market Forecasts ocenili, da naj bi bil globalni trajnostni trg netkanih tekstilij leta 2015 vreden 12,2 milijarde USD in naj bi v prihodnosti rasel za 12,7 % letno. Trg trajnostnih netkanih tekstilij naj bi v letu 2015 dosegel že 30 % vrednosti celotnega trga netkanih materialov (Kellie, 2016, str. 5).

Majhna teža je eden izmed najpomembnejših vidikov trajnostnosti pri netkanih tekstilijah. Vidik je relevanten tudi glede na izolacijske trakove za kabelsko industrijo, saj bo proučevano podjetje v prihodnosti stremelo k čim lažjim materialom brez nižanja mehanskih lastnosti in drugih potrebnih parametrov. Proizvajalci strojev za proizvodnjo netkanih tekstilij imajo tehnologijo za doseganje majhne teže, ob tem je treba uporabljati lažje materiale, kot je bioplastika, in druga naravna vlakna. V čedalje več panogah netkanih tekstilij je majhna teža postala trend razvoja in napredka, saj je v večini netkanih aplikacij največji strošek surovina, iz katere je proizvod narejen. Ker imajo netkane tekstilije določeno minimalno težo za vsak proizvod, je vsak dodatni gram nad minimalnim predpisanim dodaten in nepotreben strošek. Poleg stroškovne optimizacije tak proizvod ustvari manjši ogljični odtis zaradi nižjih stroškov in teže tovora ter manj izpustov pri transportu (Kellie, 2016, str. 5). Uporaba recikliranih vlaken se povečuje in je posledica trajnostno naravnanih strategij, h katerim stremijo podjetja. Pri netkanem tekstilu, ki ga proučevano podjetje uporablja pri izolacijskih trakovih, je mogoče uporabiti reciklirana vlakna za proizvodnjo enake kakovosti proizvoda. Z naložbo in vertikalno integracijo z uporabo nove tehnologije namerava začeti uporabljati reciklirane materiale, saj so na trgu na voljo reciklirana vlakna, ki so potrebna pri proizvodnji izolacijskih trakov za kabelsko industrijo. Poleg tega je mogoča tudi uporaba

reciklirane plastike, ki jo proizvajalci vlaken proizvedejo iz odpadnih plastenk (Kellie, 2016, str. 6).

2.3.2 Uporaba netkanih materialov v avtomobilski industriji

V nadaljevanju podrobneje opisujem uporabo netkanih tekstilij v avtomobilski industriji. Ta se odpira zaradi prehoda na elektrifikacijo vozil. Na eni strani so torej izolacijski trakovi v kablilih, ki bodo eden izmed gradnikov prehoda na elektrifikacijo, na drugi strani pa so netkane tekstilije v električnih vozilih zaradi svojih dobrih mehanskih lastnosti.

Študija in projekcije podjetja Kellie Solutions Ltd. so pokazale, da naj bi se poraba netkanih tekstilij v avtomobilski industriji med letoma 2015 in 2025 podvojila, zadnji podatki pa kažejo celo, da so bila ta predvidevanja podcenjena. Največji motiv za uporabo netkanih tekstilij sta prilagodljivost in majhna teža, ki je pri električnih vozilih zaradi večanja dosega in manjšanja izpustov CO₂ najpomembnejša. V električnih vozilih je kar 45 namenskih vgradenj v notranjosti in na zunanjih delih vozil, kjer je mogoča uporaba netkanih tekstilij. Na eno enoto avtomobila je bilo v času te študije leta 2015 uporabljenih med 38 in 40 m² netkanih materialov. V letu 2013 naj bi trg kompozitov v avtomobilski industriji obsegal 8,8 milijarde USD (Kellie, 2016, str. 7).

3 ANALIZA PREDNOSTI IN SLABOSTI TER NEVARNOSTI IN PRILOŽNOSTI VERTIKALNE INTEGRACIJE

Pred sprejetjem poslovne odločitve je treba analizirati notranje in zunanje značilnosti okolja, ki vplivajo na to, ali bodo posledice poslovne odločitve pozitivno prispevale k uspešnosti poslovanja podjetja. Na vsako podjetje vplivajo zunanji in notranji dejavniki, ki jih lahko opredelimo na podlagi PSPN-analize, tj. analize prednosti in slabosti ter priložnosti in nevarnosti (angl. strengths, weaknesses, opportunities, threats – SWOT) (Mariani, 2017, str. 40, 41). Ugotovljene prednosti in slabosti ter priložnosti in nevarnosti se navedejo v obliki matrike s štirimi polji, nato pa se analizirajo poslovne strategije, ki so najbolj značilne za prednosti in slabosti podjetja (Pučko, 2008, str. 61). V naslednjih poglavjih bom s PSPN-matriko poskušal predstaviti smiselnost in nujnost vertikalne integracije v proizvodnjo netkanega materiala na podlagi lastnih izkušenj in razgovorov s kupci, internih poslovnih poročil, analiz panoge in tržnih analiz.

Ko vodstvo postavi strateški cilj, mora za ta cilj ovrednotiti optimalen načrt aktivnosti, ki pa so odvisne od več dejavnikov. Ti dejavniki določajo pozitiven vpliv, prednosti in priložnosti ali pa tak cilj zaradi slabosti in nevarnosti spremenijo v neuspeh. Zato mora vodstvo natančno analizirati notranje prednosti in slabosti ter zunanje priložnosti in nevarnosti, še posebej za tako naložbo kot v primeru obravnavanega podjetja, v vertikalno integracijo nazaj v osnovno sredstvo. Vodstvo mora posebno pozornost nameniti dejavnikom, ki bi lahko ovirali uspeh naložbe. Z natančno analizo ali kombiniranjem je mogoče poiskati konkurenčne prednosti na način, da se prednosti

spremenijo v priložnosti ali se slabosti in nevarnosti spremenijo v priložnosti. Če slabosti in nevarnosti ne morejo biti pretvorjene, bi morale podjetje narediti vse, da jih zmanjša (Mariani, 2017, str. 40, 41).

Slika 6: PSPN-matrika podjetja

Prednosti	Slabosti
- Stroškovno učinkovita in fleksibilna organizacija - Hitra odzivnost - Poznavanje panoge in kupcev - Hiter razvoj in prodaja novih proizvodov, ki jih konkurenca ne more proizvesti - Podpora kupcem, njihovim razvojnim projektom in pripravljenost na investicijo, v kolikor je ta potrebna - Nova tovarna po meri, zgrajena v letu 2021 in večja produktivnost - Stroškovna učinkovitost z lastno sončno elektrarno in alternativni izbiri energenta pri visokih cenah elektrike in plina - Možnost financiranja visokih zalog zaradi zdravega jedra podjetja	- Slabša konkurenčnost na trgih, kjer je zahtevano poreklo zaradi carine (dobava netkanega materiala iz tujine) - Odvisnost od kitajskega trga in nezanesljivih dobaviteljev - Zaradi dolgih in nerednih dobav pritiski na denarni tok podjetja
Priložnosti	Nevarnosti
- Pridobitev novih poslov v bolj zahtevnih kabelskih segmentih, manjša cenovna občutljivost kupcev - Stalne optimizacije nabave in projekcije sledenja zalog - EU investicije za enotni energetski trg - Nadaljnja rast svetovne kabelske industrije in velikih vlaganj evropske komisije in držav v obnovljive vire energije - Lokalizacija dobavnih verig, večja fleksibilnost - Vertikalna integracija proizvodnje netkanega materiala - Diverzifikacija v druge panoge - Pridobitev standarda ISO 14001 - Monitoring izpustov toplogrednih plinov v ozračje in spremljanje na letnem nivoju	- Visoka stopnja konkurence na trgu - Dolgoročno visoke cene pomorskih prevozov - Dolgoročne posledice Covid-19 na verige vrednosti po svetu in trganje le-teh. - Odvisnost od ukrepov tujih vlad glede zamejitve epidemije covid-19 (zaprtje luk na Kitajskem) - Odvisnost od tečaja EUR/USD in spremenljivosti cen surovin - Izguba naročil iz ZDA zaradi nerednih ladijskih linij in zamaškov v pristaniščih - Izguba cenovno bolj občutljivih trgov zaradi visokih cen surovin

Vir: lastno delo.

3.1 Prednosti

Proučevano podjetje poleg svoje prilagodljivosti, hitre odzivnosti na povpraševanja kupcev in poznavanja panoge skupaj s kupci razvija nove projekte. Med takimi projekti so bili razvoj kabla za obnovo distribucijskega omrežja za skrbnika francoskega elektroomrežja, svetovanje pri vpeljevanju enoslojnih trakov v sredico kabla za ukrajinskega proizvajalca, stalno razvijanje novih proizvodov skupaj s hrvaškim kupcem, povabilo na dan dobaviteljev kupca Nexans, na katerem je

sodelovalo le 300 najpomembnejših dobaviteljev, ter status favoriziranega dobavitelja v tem podjetju in številne presoje poslovnih procesov kupcev v proučevanem podjetju. Podjetje si šteje zgoraj omenjena dejstva kot prednost, saj ima pri novih projektih prednost sodelovanja in večje zaupanje kupca v kakovosten proizvod (Izbrano podjetje, 2021). Ena izmed prednosti je začetek obratovanja v novi proizvodni hali, ki je narejena po meri in z namenom večje produktivnosti in stroškovne učinkovitosti. Podjetje meni, da bo z izboljšavami, vlaganji v proizvodne prostore in osnovna sredstva doseglo še boljši konkurenčni položaj, razpršilo poslovanje, hkrati pa bo ohranilo svojo prilagodljivost (Izbrano podjetje, 2021). Zaradi višanja cen energentov podjetje načrtuje številna vlaganja za obvladovanje tveganj. Med drugim tudi drugačno tehnologijo barvanja netkanih tekstilij, uporabo alternativnih virov energije ter postopno optimiziranje porabe plina. Kot pomembno šteje tudi naložbo v 150-kW sončno elektrarno na strehi podjetja, ki bo omogočala 30- do 40-odstotno samooskrbo. Obdobje povrnitve naložbe je bilo leta 2021 z nižjimi cenami električne energije 5,1 leta. V času trganja dobavnih verig v letih 2020 in 2021 (Groznič, 2020), je proučevano podjetje kot ključno prednost videlo v kapitalski zmožnosti financiranja večjih zalog ter nakupa po višjih cenah od evropskih dobaviteljev, v nekaterih primerih tudi trikrat večjih kot običajno. To se je v času krize covid-19 izkazalo kot pravilna odločitev, saj je podjetje na račun konkurence in zaradi nezmožnosti dobav dobilo številne nove posle (Izbrano podjetje, 2021). Na sliki 6 prikazujem PSPN-matriko podjetja, ki ga analiziram v magistrskem delu.

3.2 Slabosti

Podjetje med slabosti šteje slabšo konkurenčnost na trgih, na katerih so visoke carine za izolacijske trakove zaradi nezmožnosti dokazovanja evropskega porekla, saj dobavlja blago pretežno s čezmorskih trgov. Glede na kombinirano nomenklaturu Evropske unije Taric je za tarifno številko, pod katero podjetje izvažja izolacijske trakove, predvidena enotna carinska stopnja za tretje države v višini 4,3 % (Evropska komisija, 2022). Vendar iz izkušenj poslovanja z državami Severne Afrike (Alžirija, Egipt) podjetje poudarja, da je uvozna carina za blago brez porekla po tej tarifni številki med 15 in 20 %. Podjetje ocenjuje, da pri poslovanju s Švico na letni ravni iz tega naslova izgubi približno 15.000 EUR čistega zaslužka, z Rusijo približno 20.000 EUR čistega zaslužka, zaradi carine pa ni konkurenčno pri poslih z Alžirijo in Egiptom. Glede na visoki potencial te regije podjetje ocenjuje, da na letni ravni zaradi nezmožnosti dokazovanja porekla potencialno izgubi več kot 500.000 EUR prihodkov. Podjetje bi v primeru naložbe v linijo za samostojno izdelavo netkanega materiala in vertikalno integracijo poreklo lahko dokazovalo kot evropsko. Odvisnost od čezmorskih trgov (kitajskega, korejskega, indijskega) se kaže predvsem v dolгих dobavnih rokih in načrtovanju, kar pomeni velike zaloge in večji pritisk na denarni tok, nezanesljivo kakovost dobaviteljev in zahtevno komunikacijo v primeru reklamacij. Podjetje ta tveganja v normalnih pogojih poslovanja rešuje z natančnimi projekcijami nabav v odnosu od načrta in gibanja naročil več mesecev vnaprej in tako razmeroma uspešno obvladuje velike zaloge in porabo.

3.3 Priložnosti

Ključna priložnost je pridobitev novih poslov v segmentu visokonapetostnih kablov v skladu z vidiki iz evropskega zelenega dogovora. Največji trije evropski proizvajalci Nexans, Prysmian in NKT bodo obnavljali zastarela evropska prenosna omrežja, gradili meddržavne povezave in proizvajali kable za vetrne elektrarne na morju. Vsi trije so že kupci proučevanega podjetja, podjetje pa izvaja številne poskusne projekte visokonapetostnih kablov, pri čemer si obeta nove posle. Evropski proizvajalci zaradi motenj v dobavnih verigah poskušajo lokalizirati dobavne verige in te izkoriščati predvsem v Evropi.

Že v letu 2020 po začetku pandemije je virtualna konferenca CRU Wire & Cable minila v znamenju poudarkov na lokalizacijo verig vrednosti. Za kabelsko industrijo je mogoče v kratkoročnem obdobju pričakovati pretrse verig vrednosti, v srednje- in dolgoročnem obdobju pa bolj lokalno razvite dobavne verige (Bosch, 2020). Za stabilnost dobavnih verig v prihodnje sta ključni tudi stabilnost dobavnih verig in celostna proizvodna ponudba vse na enem mestu (angl. »one-stop-shop«). Edini način je, da kupci izkoriščajo dobavne verige v svoji bližini (Schlumberger, 2020). Podjetje pri pogovorih s kupci opaža, da želijo čim večji delež verige vrednosti lokalizirati, zato bodo v prihodnosti dali prednost izključno dobaviteljem, ki imajo čim bolj lokalizirane verige vrednosti in lahko dokažejo, da je surovina proizvedena v Evropi. Tudi to kaže na priložnost in nujnost vertikalne integracije v proizvodnjo netkanih tekstilij. Nevarnosti trganja verig vrednosti pa niso edini vidik lokalizacije lastnih dobav. Glede na kabelsko konferenco CRU Wire & Cable, objave na LinkedInu in razgovore s kupci se povečuje pritisk na čim bolj trajnosten vidik proizvodnje po verigi vrednosti navzdol. Večina najpomembnejših evropskih kupcev podjetja se je zavezala k ničelnim izpustom toplogrednih plinov v ozračje (Nkt, 2021). V prihodnosti bo tako treba upoštevati izpuste CO₂, ki jih podjetje ustvari z ladijskim transportom surovin, kar je še en motiv za vertikalno integracijo nazaj in lastno proizvodnjo netkanih tekstilij. Podjetje tudi nadaljnja vlaganja v zeleno energijo (sončna elektrarna in 30- do 50-odstotna samooskrba, polnilnica za električne avte, zasaditev zelenic s prodcem v izogib zalivanju itd.) in uvedbo okoljskega standarda ISO 14001 vidi kot priložnost za trajnostno naravnost in konkurenčno prednost.

3.4 Nevarnosti

V času pandemije covid-19 je bilo več zunanjih nevarnosti na poslovanje podjetja kot v običajnih razmerah gospodarske stabilnosti. Že tradicionalno je največja nevarnost za podjetje, ki je predmet tega magistrskega dela, visoka stopnja konkurence na trgu, predvsem na trgih zunaj EU. Pandemija je zaradi trganja verig vrednosti, nerednih ladijskih transportnih linij in povišanja cen pomorskega transporta prisilila največje proizvajalce kablov v EU v čim večjo lokalizacijo dobavnih verig. Posledično proizvajalci izolacijskih trakov, ki so zunaj EU, niso več taka nevarnost kot pred pandemijo.

Kljub temu nevarnost visoke konkurence ostaja na trgih tretjih držav, predvsem tistih, ki so cenovno najbolj prožni, predvsem na Bližnjem vzhodu, v Rusiji, Južni Ameriki, deloma tudi v ZDA. Podjetje mora zaradi pritiska cen tako prilagoditi kakovost proizvoda tržnim cenam zaradi cenovnih pritiskov. Cene pomorskih prevozov pri uvozu in izvozu od decembra 2020 ustvarjajo največjo nevarnost. Ladjarji so cene prevozov iz Kitajske, Koreje in Japonske povišali za 10-kratnik (Freight Indices, 2022) in v času pisanja tega magistrskega dela se cene pomorskih transportov še ne umirjajo. Za kakšen precedens v zgodovini gre, so dokaz rekordni dobički ladjarjev na eni strani (Seatrade Maritime News, 2021a), na drugi strani pa rekordne zamude pri ladijskih urnikih (Seatrade Maritime News, 2021b). Podjetje je moralo zaradi stroškov prevoza in višanj cen osnovnih surovin višje cene prevaliti na kupce. Kljub temu vseh povišanj ni bilo mogoče prevaliti naprej, kar pomeni večji pritisk na dobičkovne marže. Proučevano podjetje se je hitro odzvalo in poiskalo nadomestne evropske dobavitelje ter uspešno nadomestilo del nevarnosti uvoza s čezmorskimi trgov.

Dodatno negotovost ustvarjajo višje cene in nepravočasni urniki ladijskih prevozov na izvoznih trgih, predvsem v ZDA, kjer se je zaradi čezmernega uvoza iz Kitajske na zahodni obali ZDA zgodil zamašek. Posledica neravnovesja so velikanske ladijske stojnine v pristaniščih, saj uvozniki ne morejo najeti kamionskih prevozov za prevoz tovora iz pristanišč (Seatrade Maritime News, 2022). Izkušnja proučevanega podjetja je, da zaradi zamud ladij in visokih stojnin kupec ne želi plačevati tovora vnaprej, zato nastajajo dodatni pritiski na denarni tok in plačila kupcev so čedalje bolj neredna. Podjetje se je zato odločilo za spremembo plačilnih pogojev in paritete, ki večji del tveganja in odgovornosti prevali na uvoznika. Dodatna nevarnost je tudi valutno tveganje med ameriškim dolarjem in evrom, saj kupci z Bližnjega vzhoda in iz ZDA zahtevajo plačevanje v ameriških dolarjih. Izkušnje kažejo, da so (v času krepitve vrednosti dolarja glede na evro) možna pozitivna valutna razmerja, kljub temu pa tveganje ostaja. Podjetje bo to nevarnost poskušalo odpraviti z manjšo odvisnostjo od trgov, na katerih se izolacijski trakovi plačujejo v tujih valutah, hkrati pa bo težilo k plačevanju v lastni valuti.

4 FINANCIRANJE NALOŽBE V VERTIKALNO INTEGRACIJO

V tem poglavju obravnavam velikost potrebnih naložbenih vlaganj v primeru vertikalne integracije ter prikazujem finančne vire za financiranje naložbe in njihovo strukturo. Zmožnost podjetja, da financira tako velik projekt, je namreč temeljni pogoj, da se sploh odloča o ekonomski upravičenosti takih vlaganj. Podjetje bo projekt financiralo z lastnimi sredstvi, zadolževanjem in pridobljenimi sredstvi na Javnem razpisu za spodbujanje velikih naložb za večjo produktivnost in konkurenčnost v Republiki Sloveniji (Spirit Slovenija, 2022) za osnovna sredstva, kar pojasnjujem v nadaljevanju.

4.1 Ocena naložbenih vlaganj

Za vertikalno integracijo proizvodnje netkanih tekstilij bo podjetje moralo nabaviti proizvodno linijo za ta namen, proizvodnja pa bo potekala v obstoječi proizvodni hali. Zato podjetje načrtuje vlaganja v osnovna sredstva le za dodatno proizvodnjo linijo, vlaganja v proizvodne prostore pa ne bodo potrebna.

Za presojo potrebnih naložbenih vlaganj v primeru vertikalne integracije v tabeli 7 prikazujem tri ponudbe proizvajalcev strojev za netkane tekstilije. Ponudbena vrednost pomeni nabavno vrednost potrebnih osnovnih sredstev. Podjetje se dogovarja s tremi potencialnimi ponudniki. Vsi ponudniki so evropski proizvajalci linij in ugledna imena na trgu netkanih tekstilij. Ponudbe so med seboj primerljive, saj je struktura elementov med dobavitelji podobna, zato bom pri oceni potrebnih vlaganj v osnovna sredstva upošteval ponudbo dobavitelja 1 v višini 4,211.722 EUR. Zaradi poslovne skrivnosti proizvajalci niso imenovani, temveč so le označeni kot dobavitelj 1, dobavitelj 2 oziroma dobavitelj 3.

Tabela 7: Nabor in cene proizvodnih linij netkanih tekstilij potencialnih dobaviteljev

Dobavitelj 1 (EUR)	Dobavitelj 2 (EUR)	Dobavitelj 3 (EUR)
4.211.722	4.955.700	3.868.614

Vir: Izbrano podjetje (2021).

Vlaganj v obratna sredstva ne ocenjujem, saj v podjetju menijo, da bo vrednost neto obratnih sredstev, ki bodo potrebna za lastno proizvodnjo netkanega tekstila nižja za višino prihranka, ki sem ga upošteval kot denarni tok iz poslovanja in jih torej ni potrebno upoštevati.

4.2 Financiranje investicije

Struktura finančnih virov za financiranje vertikalne integracije bo naslednja:

- 1,052.931 EUR ali 25 % – lastna sredstva,
- 1,431.985 EUR ali 34 % – nepovratna sredstva iz razpisa,
- 1,726.806 EUR ali 41 % – dolgoročni bančni kredit,
- skupaj: 4,211.722 EUR.

Proučevano podjetje na trgu ne nastopa kot en poslovni subjekt, temveč so v poslovni skupini tri podjetja. Dve podjetji sta lastniško povezani in delujeta v različnih panogah, avtomobilski in kabljski, tretje podjetje pa ima marketinško pogodbo z matico za trženje izolacijskih trakov za kabljsko industrijo v tujini. Kot lastna sredstva za financiranje podjetja pa navajam vire iz obeh omenjenih podjetij iz kabljske industrije. Kot osnovo za pridobitev dolgoročnega bančnega kredita

v višini 1,7 milijona EUR pa bom kot osnovo za kritje kredita upošteval premoženje vseh treh omenjenih podjetij. Premoženje vseh treh podjetij je pomembno z vidika banke in ocene največje ravni zadolževanja.

4.2.1 Lastni viri financiranja

Podjetje bo lastne vire financiranja črpalo iz zadržanih dobičkov. Podjetje je imelo na dan 31. 12. 2021 1,811.086 EUR kapitala, ki je bil sestavljen iz 1,413.451 EUR zadržanih dobičkov iz prejšnjih let, 247.636 EUR dobička iz poslovnega leta 2021 in 150.000 osnovnega kapitala. Podjetje je v letu 2021 ustvarilo 390.136 EUR dobička, a ga je 142.500 EUR namenilo za povečanje osnovnega kapitala. Podjetje namerava za novo naložbo lastne vire v višini 1,052.931 EUR zagotoviti iz zadržanih dobičkov, dobička v poslovnem letu 2021 in dobičkov v poslovnih letih 2022 in 2023. V prilogi 5 prikazujem bilanco stanja proučevanega podjetja.

4.2.2 Nepovratna sredstva iz razpisa

Nepovratna sredstva, ki so pogoj za uspešno financiranje projekta, bo podjetje poskušalo z zunanjimi strokovnjaki črpati iz Javnega razpisa za spodbujanje velikih naložb za večjo produktivnost in konkurenčnost v Republiki Sloveniji. Namen razpisa je spodbuditi gospodarske družbe k trajnostno naravnanim naložbam z vlaganji v naprednejšo tehnologijo in avtomatizacijo poslovnih procesov, ki bodo prispevale k razogljichenju ter dolgoročno omogočile večjo produktivnost gospodarskih družb, boljše okrevanje, odpornost, rast in konkurenčnost gospodarstva (Spirit Slovenija, 2022).

Upravičeni stroški razpisa so stroški nakupa opredmetenih osnovnih sredstev, med katere spadajo tudi stroji v vrednosti od 1,000.000 do 12,000.000 EUR. Višina sofinanciranja glede na velikost gospodarske družbe, ki je malo podjetje in spada v regijo NUTS 3 (celotna Goriška regija), je 35 % naložbe, kar glede na naložbo 4,211.722 EUR znaša 1,474.103 EUR. Pogoj pri sodelovanju na razpisu je tudi višina lastnih sredstev, ki mora biti najmanj 25-odstotna.

4.2.3 Dolgoročni bančni kredit

Podjetje, ki je predmet te magistrske naloge, je del skupine treh podjetij. Podjetja so ločeni poslovni subjekti, dve od teh sta lastniško povezani. Pomembno je poudariti, da banka pri presoji odobritve dolgoročnega kredita za financiranje vertikalne integracije nazaj v višini 1,726.806 EUR ne upošteva finančne stabilnosti le analiziranega podjetja, temveč vseh treh, ki delujejo v skupini (Izbrano podjetje, 2022).

Glede na to, da ne razpolagam z modeli, ki jih banke uporabljajo pri vrednotenju kreditne sposobnosti podjetij, prikazujem finančno vzdržnost takega zadolževanja na poenostavljen način v nadaljevanju. Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) kot finančni vzvod opredeljuje kreditno izpostavljenost podjetja, če po najemu kredita razmerje med celotnim dolgom in seštevkom čistih prihodkov od prodaje in spremembe vrednosti zalog proizvodov (kosmati donos iz poslovanja), zmanjšano za poslovne odhodke (stroške blaga, materiala in storitev, stroške dela in druge poslovne prihodke) in povečano za amortizacijo (angl. earnings before interest taxes depreciation and amortization, v nadaljevanju EBITDA) preseže vrednost 4. ECB opredeljuje razmerja med celotnim dolgom in EBITDA v vrednosti 6 kot visoko stopnjo zadolženosti in svetuje, naj bodo odločitve v tako tvegana posojila upravičene in sprejete izjemoma (European central bank, 2022a, str. 4). Agencija S & P Global navaja kreditne ocene in razlikuje med varnimi naložbami (angl. investment grade) in špekulativnimi naložbami (angl. speculative grade). Kreditne ocene so sestavljene iz dvanajstih ocen, mejo med še sprejemljivimi tveganji in špekulativno stopnjo pa predstavljata BBB–, ki je še sprejemljiva ocena, in BB+, ki že pomeni špekulativno stopnjo tveganja. S & P navaja še mejo med bonitetno stopnjo BBB in BB, ki je trikratnik razmerja med EBITDA in dolgom. Tudi v tem magistrskem delu bom pri svojem vrednotenju upošteval trikratnik EBITDA kot zadnjo mejo zadolževanja (S&P Global, 2022, str. 13).

Vsa tri podjetja, ki delujejo v skupini, so dobro upravljana z zdravim finančnim jedrom, zadržanimi in ponovno investiranimi dobički ter zdravo rastjo. Glede na bonitetno oceno družbe Dun & Bradstreet imajo vsa tri podjetja v skupini bonitetno oceno A1++, kar glede na zgornjo lestvico ne pomeni velikega tveganja, da dolg ne bi bil odplačan. Treba je omeniti, da je podjetje v letu 2021 najelo 1,800.000 EUR dolgoročnega desetletnega kredita po obrestni meri 1,6 % in 200.000 EUR kratkoročnega kredita za izgradnjo lastne hale, v katero se je decembra 2021 tudi preselilo. Pred tem je bilo proučevano podjetje skoraj nezadolženo, z razmerjem med neto dolgom in EBITDA v višini 0,95. Čeprav bo obremenitev podjetja z najemom novega, 1,7 milijona EUR dolgoročnega kredita za naložbo v vertikalno integracijo večja, v nadaljevanju prikazujem, da bo podjetje dodatne finančne obveznosti, ki izhajajo iz tega kredita, sposobno poravnati. V prilogi 3 prikazujem izkaze poslovnega izida vseh treh podjetij v skupini med letoma 2017 in 2021.

Iz izkazov poslovnega izida v Prilogi 3 je mogoče sklepati, da so tri podjetja skupaj v letu 2021 ustvarila za 1,355.388 EUR EBITDA. Če bi na tako izračunano višino skupnega EBITDA apliciral pravilo agencije S & P in priporočilo ECB o zgornji meji zadolževanja, je za to skupino podjetij zgornja meja zadolževanja najem dolgoročnega kredita v višini 4,066.164 EUR. Dolgoročni dolg skupine podjetij do bank je na dan 31. 12. 2021 znašal 2,085.027 EUR. Skupni kazalnik finančnega vzvoda dolg/EBITDA je torej 1,54. Če torej sklepam, da bo podjetje za vertikalno integracijo nazaj potrebovalo še 1,726.806 EUR dolgoročnega kredita, bo skupna izpostavljenost do bank narasla na 3,811.833 EUR, kar razmerje med dolgom/EBITDA zviša na 2,81. To pomeni, da je dolg še

vedno vzdržen pri obstoječih poslovnih rezultatih, pri čemer v izračunu sploh nisem upošteval dodane vrednosti in prihrankov, ki jih bo podjetje doseglo z naložbo v linijo netkanih materialov.

4.3 Strošek kapitala

Ko se podjetja odločajo glede novih naložb, je strošek kapitala eden izmed najpomembnejših dejavnikov, ki vpliva na sprejetje oziroma zavrnitev odločitve o novih vlaganjih (angl. capital budgeting). Strošek kapitala je cena dolgoročnih in trajnih virov, s katerimi se financira podjetje. Podjetje lahko nanje vpliva le delno, ker nekatere spremenljivke, kot so obrestne mere in davčne stopnje, določijo zunanji subjekti (Berk in drugi, 2002, str. 80). Ko se stroški kapitala večajo, je naložbo težje upravičiti in obratno. Strošek kapitala za podjetje kot celoto je mogoče uporabiti samo, kadar imajo vsi naložbeni projekti približno enako tveganje. Če gre za različne stopnje tveganja projektov, morajo biti tisti, ki so bolj tvegani, diskontirani po višjih stopnjah od manj tveganih naložb (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 267).

Tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. weighted average cost of capital, v nadaljevanju WACC) je povprečje možnosti financiranja, ki jih ima podjetje (Berk in drugi, 2002, str. 81):

- strošek dolga oziroma obrestne mere za tuje vire,
- zahtevani donos kapitala, ki ga zahtevajo lastniki.

Strošek kapitala je sestavljen iz različnih možnosti financiranja, bodisi dolžniškim ali lastniškim kapitalom. Lastniški kapital so prednostne delnice in navadni lastniški kapital (osnovni kapital, zadržani dobički, presežki kapitala). Za tehtano povprečje stroškov kapitala je treba določiti strošek vsake od teh vrst kapitala podjetja ter težo (ponder) lastniškega ali dolžniškega financiranja glede na skupno vrednost dolžniškega in lastniškega dolga. Dolžniški kapital lahko podjetje najame s kreditom pri banki ali drugih virih, lahko pa izda obveznice ali druge dolžniške papirje (Berk in drugi, 2002, str. 81).

Vsaka od naštetih možnosti ima svoj način vrednotenja. Za kapitalske trge in delničarje je tržna vrednost podjetja ali cena delnice merilo, po katerem financirajo podjetje, za banke pa je bilanca stanja merilo, po katerem se odločijo, kolikšno je največje posojilo, ki ga lahko prejme podjetje. Vrsta dolžniškega kapitala je lahko poleg bančnega kredita tudi izdaja obveznic ali drugih dolžniških papirjev. Pri najetju kredita je strošek kapitala obrestna mera (+ stroški obdelave kredita, zavarovanja itd.), ki jo zaračuna banka. Če se podjetje financira z dolgom, je treba upoštevati še davčno stopnjo, ki je olajševalna okoliščina, saj obresti na dolg znižujejo davčno breme podjetja (Berk in drugi, 2002, str. 82).

WACC lahko izračunamo kot (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 268):

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_{std} r_{std} (1 - T) + w_{ps} r_{ps} + w_s r_s \quad (1)$$

pri čemer velja:

r_d = obrestna mera na dolgoročni dolg, ki ga izda podjetje (približno enaka kot ameriške 10-letne obveznice),

T = davčna stopnja davka na dobiček, ki ga mora podjetje plačati,

r_{std} = zahtevani donos na kratkoročni dolg,

r_{ps} = zahtevana donosnost na prednostne delnice,

r_s = zahtevana donosnost navadnih delnic,

w = utež ali delež posameznega tipa financiranja glede na skupni kapital, ki ga podjetje lahko pridobi.

Proučevano podjetje se zadolžuje z dolgoročnimi bančnimi krediti, saj ne kotira na borzi in ne zbira kapitala vlagateljev, hkrati pa se vsi dobički ponovno vlagajo v podjetje. Podjetje trenutno plačuje dolgoročni kredit za halo po fiksni obrestni meri 1,5 %. Tudi za novo naložbo v vertikalno integracijo načrtuje najetje dolgoročnega kredita, zato bom za strošek kapitala upošteval tehtano povprečje stroškov kapitala. V času pisanja tega magistrskega dela so ključne obrestne mere evrskega območja celo negativne. 3-mesečni EURIBOR je aprila 2022 znašal -0,45% (European central bank statistical data warehouse, 2022b), kljub temu poslovne banke posojil ne dajejo po negativnih obrestnih merah. Fiksne realne obrestne mere za dolgoročne kredite gospodarstvu, ki so sestavljene iz euribora in pribitka, se po izkušnjah podjetja gibljejo v razponu 1,5–2,0 % (Izbrano podjetje, 2021).

4.4 Analiza finančnih kazalnikov zadolževanja po najemu kredita

V nadaljevanju bom ovrednotil kazalnike financiranja in preveril, ali je novo zadolževanje za nakup linije v vertikalno integracijo nazaj za podjetje finančno vzdržno. Če ima podjetje visoko kreditno izpostavljenost, lahko že majhno poslabšanje poslovanja povzroči padec vrednosti podjetja pod tisto vrednost, ki jo dolguje posojilodajalcu. Z naraščanjem kreditne izpostavljenosti postane pozicija posojilodajalca bolj tvegana, zato velja, da večja ko je zadolženost, bolj tvegana je naložba za posojilodajalca in večji je zahtevani donos (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 74). Kazalnike strukture virov financiranja zato izračunavam za skupino podjetij, ki najemajo kredit. V analizi finančnih kazalnikov zadolževanja po najemu kredita izračunavam kazalnike strukture virov financiranja, ki jih prikazujem v tabeli 8.

Tabela 8: Finančni kazalniki zadolževanja za tri podjetja v skupini

Stopnja kapitalizacije (angl. capital to asset ratio)	Stopnja zadolženosti (angl. debt to asset ratio)	Finančni vzvod (angl. debt to equity ratio)	Pokritost dolgoročnih sredstev
$\frac{\text{kapital}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \times 100$	$\frac{\text{finančne in poslovne o bveznosti}}{\text{sredstva}} \times 100$	$\frac{\text{finančne in poslovne o bveznosti}}{\text{kapital}} \times 100$	$\frac{\text{kapital}}{\text{sredstva}} \times 100$

Vir: Odar, Hieng, Koželj, Prusnik & Zupančič (2011).

Delež kapitala v financiranju ali stopnja kapitalizacije (angl. capital to asset ratio) predstavlja delež kapitala v vseh sredstvih. Večji ko je delež sredstev, financiranih s kapitalom, večja je vrednost kazalnika in manj je družba finančno tvegana za upnike. Delež dolgov v financiranju ali stopnja zadolženosti kaže, kolikšen delež sredstev je financiran z dolgom. Večja ko je vrednost kazalnika, večje je dolžniško financiranje sredstev. Finančni vzvod (angl. debt to equity ratio) pokaže, kako se podjetje financira, ali z lastnim denarjem ali z dolgom. Nižja ko je vrednost kazalnika, večjo finančno moč ima podjetje in bolj je neizkoriščen potencial zadolževanja. Pokritost dolgoročnih sredstev pokaže, kolikšen delež dolgoročnih sredstev je financiran z lastniškim kapitalom. Večja ko je vrednost kazalnika, večji del dolgoročnih sredstev je financiran z lastniškim dolgom in manjša je izpostavljenost do bank (Odar, Hieng, Koželj, Prusnik & Zupančič, 2011, str. 346).

V prilogi 5 prikazujem podatke iz bilance stanja podjetja 1 skupaj s projekcijo bilance stanja konec leta 2022 za to podjetje, ki že izkazuje dodatno najeti dolgoročni kredit za financiranje naložbe v linijo netkanega tekstila v višini 1,726.806 EUR. V izogib podvajanju izračunov bilanci stanja podjetij 2 in 3 predstavljam v prilogi 4. Iz bilance stanja podjetja 1 lahko sklepam, da staro posojilo, najeto leta 2021 za proizvodno halo, slabša sposobnost financiranja dodatnega dolga, saj bi se delež dolgov v financiranju povečal na 67 %. Glede na to, da banka pri presoji tveganj uporablja konsolidirane bilance vseh treh podjetij (dve sta lastniško povezani), bom izračunal finančne kazalnike za konsolidirano bilanco vseh treh podjetij.

Pri izračunu finančnih kazalnikov predpostavljam, da je bila linija za proizvodnjo tehničnega tekstila nabavljena in v celoti plačana v letu 2022, poleg tega je bila v istem letu v celoti postavljena in pripravljena za uporabo. Predpostavljam še, da je podjetje na javnem razpisu agencije Spirit za spodbujanje velikih naložb za večjo produktivnost in konkurenčnost v Republiki Sloveniji prejelo 1,431.985 EUR nepovratnih sredstev, ki bodo v izkazu poslovnega izida izkazana kot drugi prihodki ter tako neposredno vplivala na poslovni izid poslovnega leta, v bilanci stanja pa bodo povečevala kapital. Financiranje naložbe z lastnimi viri v višini 1,052.931 EUR le spreminja strukturo premoženja podjetja na aktivih bilance stanja, dolgoročni kredit pri banki v višini 1,726.806 EUR pa se izkazuje kot povečanje dolgoročnih obveznosti do bank. Celotna naložba v

višini 4,211.722 EUR je na aktivih bilance stanja izkazana pod dolgoročnimi sredstvi, saj predpostavljam, da je naložba končana, zato izkazujem stanje na dan 31. 12. 2022. Hkrati predpostavljam, da je podjetje že v letu 2022 po najbolj realističnem scenariju ustvarilo čiste prihodke od prodaje v višini 7,696.010 EUR, druge prihodke v višini 1,431.985 EUR in imelo čisti poslovni izid obračunskega obdobja v višini 1,879.917 EUR (čisti dobiček iz poslovanja 447.932 EUR + prejeta subvencija v višini 1,431.985 EUR).

Iz projekcije bilance stanja podjetja 1 na dan 31. 12. 2022, ki jo prikazujem v prilogi 5, v primerjavi s stanjem bilance stanja podjetja 1 na dan 31. 12. 2021 je razvidno, da je novo zadolževanje vzdržno, saj se finančni kazalniki bistveno ne poslabšajo v primerjavi z letom 2021. Delež kapitala v financiranju se poveča s 33 % na 37 % v letu 2022, delež dolgov v financiranju se v letu 2022 zmanjša s 67 % na 63 %. Finančni vzvod se zmanjša z 207 % na 171 % višine kapitala. Pokritost dolgoročnih sredstev s kapitalom se kot edini izmed štirih kazalnikov zmanjša z 49 % na 46 %.

Ker banke v tem primeru za dolgoročno posojilo vrednotijo konsolidirane kazalnike vseh treh podjetij, sem izračunal tudi finančne kazalnike za konsolidirano bilanco stanja vseh treh podjetij. Za izračun kazalnikov sem uporabil projekcijo bilance stanja podjetja 1, ki se bo zadolžilo, za leto 2022 ter bilanci stanja za leto 2021 za podjetji 2 in 3. Vrednosti finančnih kazalnikov, izračunanih na podlagi konsolidiranih vrednosti za vsa tri podjetja v skupini, se v primerjavi z bilanco stanja za podjetje 1 v letu 2022 izboljšajo, saj bo v primeru novega najema kredita za financiranje linije v netkane tekstilije delež kapitala v financiranju skupine 42 %, delež dolgov v financiranju 58 %, finančni vzvod 137 % ter pokritost dolgoročnih sredstev 65 %. Iz tega lahko sklepam, da najem dolgoročnega kredita za financiranje vertikalne integracije ne ogroža finančne stabilnosti podjetja 1, še posebej v sklopu skupine. Konsolidirano bilanco stanja navajam v prilogi 5.

5 PRESOJA EKONOMSKE UPRAVIČENOSTI VLAGANJ V VERTIKALNO INTEGRACIJO

Za managerje so naložbe lahko kupovanje delnic podjetij in s tem nalaganje presežkov kapitala ali pa naložbena vlaganja v osnovna in obratna sredstva, intelektualno lastnino itd., ki jih podjetje nabavlja zaradi povečevanja zmogljivosti. Da bi podjetje obdržalo svojo konkurenčnost, mora stalno načrtovati ideje za nove proizvode ter izboljševati proizvode in procese. Za podjetje je zato ključno, da zna presoditi finančno upravičenost v naložbena vlaganja. Analiziranje smiselnosti projektov zahteva čas, znanje in trud (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 288). Naložba v linijo za izdelavo netkanih tekstilij in vertikalna integracija nazaj sta za proučevano podjetje strateško pomembni odločitvi, saj povečujeta proizvodne zmogljivosti podjetja, diverzificirata njegovo proizvodnjo in sta temelj za prihodnjo rast podjetja. Kot izhaja iz PSPN-matrike in Porterjeve analize konkurenčnosti, so tovrstna vlaganja tudi izhodišče za zmanjševanje obstoječih in prihodnjih tveganj.

5.1 Investicijski kriteriji za presojo ekonomske upravičenosti

Poznamo več finančnih orodij, ki jih lahko uporabimo za vrednotenje naložbe, vsako ima svoje prednosti in slabosti. Za realno oceno smiselnosti naložbe Brigham in Ehrhardt (2019) priporočata uporabo več finančnih orodij hkrati. Največkrat so tako v uporabi naslednji kazalniki (Berk in drugi, 2002, str. 97):

- neto sedanja vrednost (angl. net present value, v nadaljevanju NPV),
- notranja stopnja donosa (angl. internal rate of return, v nadaljevanju IRR),
- indeks donosnosti (angl. profitability index, v nadaljevanju PI),
- doba povračila (angl. payback, v nadaljevanju PB),
- diskontirana doba povračila (angl. discounted payback, v nadaljevanju DPB).

NPV je standardni kazalnik za presojo finančne upravičenosti naložbenih vlaganj ali projektov. Naložba je smiselna, če je NPV višja od nič, saj to pomeni, da je projekt finančno upravičen. NPV upošteva vrednost naložbe in prihodnjih denarnih tokov (angl. cash flow – CF_t), ki jih lahko podjetje pričakuje od naložbe. Denarni tok v obdobju 1 je negativen, saj gre za denarni tok iz investiranja, vsa naslednja obdobja (t) pa imajo pozitiven denarni tok. Prihodnji denarni tokovi so zmanjšani na podlagi diskontiranja z diskontno stopnjo (r), ki pomeni tehtano povprečje stroškov kapitala oz. WACC, saj je današnja vrednost denarja, ki ga lahko podjetje pričakuje v prihodnosti, nižja (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 290).

Enačbo NPV zapišem kot (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 289):

$$NPV = -I + \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = -I + \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} \quad (2)$$

Če je NPV večja od 0, je naložbeni projekt finančno upravičen, saj so prihodnji denarni tokovi, ki jih naložba prinaša, višji od začetnih vlaganj. Če je NPV enako 0, je podjetje glede naložbe nevtravno, če je NPV manjša od 0, pa naložbeni projekt ni sprejemljiv, saj prihodnji denarni tokovi ne pokrijejo naložbenih vlaganj (Berk in drugi, 2002, str. 97).

Presoja naložbenih vlaganj na podlagi kazalnika IRR je bolj intuitiven način presoje finančne upravičenosti projekta od NPV. Z IRR podjetje dobi tisto diskontno stopnjo, pri kateri je NPV natanko 0. Gre za najvišjo diskontno stopnjo, ki jo lahko podjetje pripiše projektu, ne da bi zato postalo nedobičkonosno (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 291). IRR ima pozitivno lastnost, ker upošteva vse pričakovane denarne tokove podjetja, je relativna mera in poda informacijo o varnostni meji projekta (Berk in drugi, 2002, str. 82). Vendar ima tudi IRR svoje slabosti. Med dvema projektoma tako ni mogoče videti razlike v velikosti. Projekt A ima na primer IRR 14,7 %, projekt B pa 16 %. Če bi podjetje upoštevalo samo IRR, bi bilo smiselno izbrati projekt B, čeprav je velikost projekta A lahko v milijonih, projekta B pa v centih. Kljub nekaterim slabostim je IRR

bolj priljubljeno orodje pri vrednotenju naložb kot NPV. Zaradi potencialnih slabosti bi moralo podjetje uporabiti več orodij, ki pomagajo pri vrednotenju projekta (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 291).

$$IRR = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = 0 \quad (3)$$

Če je IRR višja od WACC, je naložbeni projekt sprejemljiv, saj je diskontna stopnja, pri kateri je IRR enaka 0, višja od povprečnih stroškov kapitala, ki jih podjetje plačuje za financiranje. Obratno pa velja, če je IRR nižja od WACC. Naložbeni projekt ni sprejemljiv, saj je diskontna stopnja, pri kateri je IRR enaka 0, nižja od stroškov kapitala (Berk in drugi, 2002, str. 98).

PI omogoča pogled na NPV z vidika IRR, vendar brez osnovne slabosti ocene velikosti projekta. Indeks kaže sedanjo vrednost pričakovanih denarnih koristi (tokov) glede na sedanjo vrednost ene denarne enote pričakovanih stroškov. Če je vrednost višja od 1, je naložbeni projekt finančno sprejemljiv in obratno (Berk in drugi, 2002, str. 103). PI pokaže dobiček za vsak evro vloženih stroškov (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 292).

$$PI = \frac{PV \text{ "koristi"}}{PV \text{ "stroškov"}} = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+WACC)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+WACC)^t}} \quad (4)$$

Kazalnik PB pove, v koliko letih se naložba povrne. Projekt, ki ima krajšo PB naložbe, je boljši in manj tvegan. Orodje je priljubljeno v kontekstu z NPV, ima pa nekatere slabosti. Ne vključuje denarnih tokov po poplačilu naložbe, hkrati pa lahko podjetje napačno oceni in izbere projekt, ki ima kratko dobo vračanja naložbe, vendar nizko NPV. Metoda PB upošteva samo denarni tok, DPB pa upošteva diskontirane denarne tokove in prek diskontiranih denarnih tokov prikaže, v koliko letih se naložba povrne. Čeprav je DPB ustrežnejša različica PB, obeh metod ni priporočljivo uporabljati kot samostojno metodo. Brigham poudari, da je treba za vrednotenje vsake naložbe uporabiti več dinamičnih metod za presojo naložb, ki dajo pravo podobo vrednosti projekta (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 292).

NPV najbolj neposredno prikazuje vrednost projekta in posledično naraščanje vrednosti premoženja lastnika. Kazalnik IRR izraža dejansko stopnjo donosa projekta v odstotkih, PI pa meri stopnjo donosa v primerjavi z višino naložbe, hkrati pa ne zanemarija višine NPV. Po drugi strani IRR in PI prikazujeta varnostno mejo, pri kateri se projekt ne izplača več (angl. safety margin). PB in DPB pokazeta likvidnost projekta in njegovo tveganje. Dolga doba vračanja naložbe pomeni bolj tvegane projekte, saj bo kapital vezan več časa in relativno nelikviden. Poleg tega dolga doba vračanja pomeni, da morajo biti denarni tokovi predvideni globoko v prihodnost, kar še poveča negotovost, zato mora podjetje ustrezno prilagoditi in povišati tudi diskontno stopnjo. V splošnem pa velja, da različne metode vrednotenja prinesejo različne uporabne informacije. Podjetja vedno

upoštevajo več kot eno metodo vrednotenja, ko se odločajo o kapitalskih proračunih. Kljub temu Brigham in Ehrhardt (2019) menita, da bi za večino odločitev največjo težo morali pripisati NPV, preostale metode pa podpirajo osnovno metodo.

5.2 Diskontna stopnja

Diskontna stopnja pove, koliko je 100 EUR v prihodnjem letu za vlagatelja vredno danes, torej izraža razmerja med donosi in vlaganji v različnih obdobjih. Diskontna stopnja je delno subjektivna in jo je zato treba skrbno izbrati. Najpogosteje podjetja kot diskontno stopnjo upoštevajo višino bančne obrestne mere na najeti kredit (Pučko & Rozman, 2000, str. 307). Diskontne stopnje, po katerih podjetja vrednotijo sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov, so vedno pričakovane vrednosti in ne morejo biti 100-odstotno zanesljive. Dovoljena je uporaba stroška kapitala podjetja tudi za posamezno naložbo, če je tveganje posamezne naložbe in podjetja podobno ali enako. Enakega stroška kapitala za podjetje in naložbo namreč ni mogoče uporabiti pri podjetjih, ki so diverzificirana (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 278). V tabeli 9 izračunavam diskontno stopnjo na podlagi tehtanega povprečja stroškov kapitala WACC, ki so sestavljeni iz treh virov financiranja. Lastna sredstva bo podjetje črpalo iz dobička iz tekočega poslovnega leta in zadržanih dobičkov iz preteklih let. Strošek lastniškega financiranja sem izračunal na podlagi povprečne dobičkonosnosti kapitala (angl. ROE) zadnjih treh let. Podlaga za izračun je bilanca stanja podjetja 1. Za nepovratna sredstva iz razpisa je strošek financiranja enak 0, za dolgoročni najem kredita pa obračunavam obrestno mero v višini 2 %, kar je približek obrestne mere za dolgoročni kredit, ki ga je podjetje najelo v letu 2020 za financiranje nove hale. Pri dolžniškem financiranju moram upoštevati še davčni ščit in davčno stopnjo v višini 19 % odšteti, saj imajo obresti na dolg kot odbitna postavka od davčne osnove ugoden učinek na strošek dolga (Berk in drugi, 2002, str. 82). V Republiki Sloveniji je splošna davčna stopnja za dohodek pravnih oseb 19 % (Finančna uprava, 2022). V tabeli 9 je prikazujem izračun diskontne stopnje v višini 5,66 %.

Tabela 9: Izračun diskontne stopnje na podlagi tehtanega povprečja stroškov kapitala WACC

	Izračun tehtanih stroškov kapitala WACC projekta				
	Skupni znesek	Delež v %	Strošek v %	Davčni ščit v %	Skupaj v %
Lastna sredstva	1.052.931	25,00%	20,00%	0,00%	5,00%
Nepovratna sredstva iz razpisa	1.431.985	34,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dolgoročni bančni kredit	1.726.806	41,00%	2,00%	19,00%	0,66%
	4.211.722	100%			5,66%

Vir: lastno delo.

5.3 Denarni tok investicije

Za projekt vertikalne integracije nazaj, torej za naložbo v proizvodnjo netkanega materiala bom ekonomsko upravičenost projekta presojal s finančno analizo na podlagi NPV, IRR, PB in DPB z vidika vlagatelja. V analizo bom zajel naložbena vlaganja in vse koristi, ki jih projekt prinaša, ter vse stroške, ki s projektom nastanejo (Marc, Ponikvar & Tekavčič, 2000, str. 6). Vse metode temeljijo na denarnem toku, povezanem z naložbo, zato v nadaljevanju najprej opredelim denarni tok. Da bi lahko presojalo ekonomsko upravičenost projekta, je ključno, da podjetje v analizo zajame le učinke, ki nastanejo po tem, ko sprejme odločitev o izvedbi projekta. Ti učinki ne bi nastali, če se podjetje ne bi odločilo za izvedbo projekta. Prihodke in stroške, ki dodatno nastanejo kot posledica projekta, imenujem inkrementalni prihodki in inkrementalni stroški, tak pristop pa se imenuje inkrementalni pristop (Marc, Ponikvar & Tekavčič, 2000, str. 8).

5.3.1 Ocena koristi vertikalne integracije

Osnova za vrednostno presojo koristi, ki izhajajo iz vertikalne integracije, je načrt prodaje od leta 2022 do leta 2027, ki ga podjetje na letni ravni računa in prilagaja. Prilagojen je vsakemu kupcu posebej, glede na potencial povpraševanja, pogodbene obveze in pomembnost kupca. Na podlagi letnega plana prodaje bodo izračunane količine, ki bodo izhodišče za izračun prihranka med obstoječim načinom kupovanja netkanega materiala na trgu in lastno proizvodnjo. Ker je obstoječi načrt prodaje analiziranega podjetja ključni vir informacij za analizo finančne upravičenosti odločitve o vertikalni integraciji, sem temu prilagodil tudi izbiro analiziranega obdobja, tj. obdobje od 2022 do 2027.

Prihranek, ki bo predstavljal pozitiven denarni tok v posameznem obdobju, bo izračunan kot razlika med nabavljeno ceno pri zunanjih dobaviteljih in lastno proizvodnjo za tiste količine, ki so predvidene v prodajnem planu za obdobje 2022–2027. Izračun prihranka bo temeljil na aktualnih cenah potrebnih surovin, pridobljenih v marcu 2022, in na izračunu lastne cene proizvodnje netkanih tekstilij v primeru vertikalne integracije. Podjetje je v času raziskave trga netkanih tekstilij, s pridobivanjem ponudb, pogovori s svetovalci na tem področju in analizami v lastnem laboratoriju pridobilo natančne recepture za izdelavo kosovnic in materialov, ki jih bo uporabljalo za proizvodnjo. Zato je seznanjeno tudi s cenami vseh surovin, ki bodo potrebne za končni izdelek v primeru vertikalne integracije nazaj in lastne proizvodnje. Natančna omemba surovin in surovinske sestave netkanih tekstilij, recepture, porabe energije ter lastne cene proizvodnje v primeru nakupa na trgu oziroma vertikalne integracije nazaj niso predmet tega magistrskega dela, saj so poslovna skrivnost podjetja.

Koristi, ki bi v podjetju nastale kot posledica vertikalne integracije, torej nastajajo kot oportunitetni prihodki. Ti spadajo med relevantne prihodke projekta, ki nastanejo kot posledica izvedbe projekta in predstavljajo stroške, ki se jim podjetje izogne z izvedbo projekta. V tem primeru predstavljajo

oportunitetni prihodki vrednost prihranjenih stroškov v zvezi s pridobivanjem netkanih tekstilij, ki predstavljajo vložek (input) v osnovni proizvodnji. Podjetje med relevantne stroške šteje tudi oportunitetne stroške. Ti nastanejo, če podjetje z izvedbo projekta izgubi del prihodkov, ki bi nastali, če projekta ne bi izvedlo (Marc, Ponikvar & Tekavčič, 2000, str. 8). Menim, da v tem primeru oportunitetnih stroškov ne bo.

V primeru odločitve o vertikalni integraciji bi na podlagi vlaganj v proizvodnjo netkanih tekstilij nastale proste zmogljivosti v višini 10–15 %. Te bi bile zaradi načrtovane rasti proizvodnje izolacijskih trakov in s tem tudi netkanega tekstila na voljo samo v začetnih letih od izvedbe naložbe. Iz tega razloga so se v podjetju odločili, da proste zmogljivosti obdržijo za ohranjanje prilagodljivosti proizvodnje v primeru rasti povpraševanja. Posledično podjetje v proučevanem obdobju 2022–2027 še ne namerava prodajati netkanega tekstila na zunanem trgu.

Čeprav je plan prodaje podjetja narejen z upoštevanjem vseh razpoložljivih virov informacij, tržnih raziskav, sestankov s kupci itd., zaradi negotovosti glede obsega povpraševanja v prihodnjem obdobju 2022–2027 pri ocenjevanju koristi vertikalne integracije upoštevam tri scenarije. Poleg scenarija, ki temelji na osnovni oceni povpraševanja, ki ga predstavljam v nadaljevanju, analiziram še dva scenarija, ki ju predstavljam v poglavju 5.6 Analiza scenarijev in tveganj.

Ocena denarnega toka iz poslovanja temelji na prodajnem planu glede na lastno proizvodnjo oziroma nakup na trgu, ki ga predstavljam v tabeli 10. V tabeli predstavljam količino prodanih izolacijskih trakov v kvadratnih metrih in prihodke od prodaje v evrih. Podjetje si v letu 2022 obeta količinsko rast prodaje glede na leto prej, v letu 2023 pa pričakuje rahlo ohlajanje trga zaradi pričakovanega upočasnjevanja gospodarske rasti, brzdanja inflacije in negotovosti cen energentov kot posledica vojne v Ukrajini. Podjetje bo tako v letu 2023 predvsem poskušalo ohraniti tržni delež. Po letu 2023 pričakuje ponovno rast prodajnih količin, ki se bodo nato stabilno ohranjale do leta 2027. V letu 2022 pričakuje večjo rast prihodkov od prodaje od planirane, predvsem zaradi nujnega višanja prodajnih cen in pritiska na višanje stroškov surovin, v letu 2023 umiritev razmer in stabilnejše cene surovin, po letu 2023 pa vrnitev k stabilnejši prihodkovni rasti do leta 2027. Glede na potencial povpraševanja po kablji in posledično po izolacijskih trakovih, ki ga podrobno opisujem v poglavju 2, je predstavljeni plan prodaje v naslednjem šestletnem obdobju celo konservativen. Opredelitev prodanih količin je ključna za presojo upravičenosti naložbe v vertikalno integracijo, saj bom to ocenil na podlagi prihrankov, ki bodo v podjetju nastali zaradi lastne proizvodnje namesto nakupa na trgu.

Tabela 10: Plan prodaje izolacijskih trakov za obdobje 2022–2027

Plan prodaje 2022-2027	Količina (m ²)	Rast prodane količine v %	Vrednost (EUR)	Rast prihodkov od prodaje (EUR)
------------------------	----------------------------	---------------------------	----------------	---------------------------------

se nadaljuje

Tabela 11: Plan prodaje izolacijskih trakov za obdobje 2022–2027 (nad.)

2021	9.858.533		6.552.349	
2022	10.657.300	108%	7.696.010	117%
2023	10.196.300	96%	7.348.740	95%
2024	10.578.300	104%	7.589.760	103%
2025	11.603.300	110%	8.394.310	111%
2026	12.288.300	106%	8.984.510	107%
2027	13.148.481	107%	9.703.271	108%

Vir: Izbrano podjetje (2022).

V prilogi 6 dodajam tabeli, ki prikazujeta razliko med lastno ceno proizvodnje netkanega tekstila in tržno ceno v primeru nakupa na trgu. V proizvodnji izolacijskih trakov se kot surovini uporabljata dva tipa netkanega tekstila (tip 1, tip 2), z njunimi kombinacijami pa podjetje dosega mehanske zahteve proizvajalcev kablov. Vsak tip netkanega tekstila je narejen iz materiala 1 in materiala 2. Tip 1 se uporablja za mehansko šibkejšje izolacijske trakove, ki so namenjeni za nizko- in sredjenapetostne kable. Izolacijski trakovi, narejeni iz tipa 1, so cenejši kot izolacijski trakovi, narejeni iz tipa 2. Obratno pa se tip 2 uporablja za močnejše izolacijske trakove, ki so namenjeni za kable za visoko in zelo visoko napetost. V prilogi 6 prikazujem lastno ceno v kilogramih, ki je preračunana v kvadratne metre. Proizvodnja in prodaja podjetja, ki sta predmet tega magistrskega dela, sta merjeni v kvadratnih metrih, materiali, ki jih podjetje kupuje, pa se kupujejo v kilogramih.

Glede na to, da so cene plina ključne za proizvodnjo netkanih tekstilij in dobavitelji v teh razmerah zaračunavajo energijski dodatek (angl. energy surcharge), ki je izračunan po natančno določeni formuli glede na borzno ceno plina TTF (angl. Dutch TTF natural gas calendar), je v tem scenariju upoštevan energijski dodatek po cenah plina iz februarja 2022, to je povprečje meseca 125 EUR/kWh. To so zgodovinsko gledano absolutno najvišje cene od začetka meritev zaradi ponudbenih šokov in vojne v Ukrajini. Enake cene so upoštevane v izračunu za celotno leto 2022, v letu 2023 pa se indeks TTF stabilizira na predkrizno raven, tj. na večletno povprečje 15,74 EUR/kWh (Yahoo finance, 2022). Dodatek stroška energije je letni strošek plina in elektrike, ki bi ga podjetje porabilo za načrtovani obseg proizvodnje v letu 2022, preračunan na kvadratni meter materiala. Višji strošek energije, ki močno vpliva na izračun lastne cene proizvodnje netkanih tekstilij, podjetje pričakuje samo v letu 2022 in deloma v letu 2023, zato je nižjo ceno in dolgoročno povprečje stroškov energije upoštevalo do leta 2027. V primeru nizkih cen energije je vpliv stroškov energije, povezan z višjo količino proizvedenih izolacijskih trakov, zanemarljiv.

V skladu s podatki o ceni dela v analiziranem podjetju upoštevam ceno dela v višini 1.800 EUR bruto (bruto bruto delodajalca) za šest delavcev, kolikor je pričakovano dodatno povpraševanje po delu z novo naložbo, preračunano na letno raven v kvadratnih metrih (Izbrano podjetje, 2022).

Obstoječa cena kvadratnega metra nakupa na trgu tipa 1 in tipa 2 je povprečna cena, po kateri podjetje trenutno kupuje netkane tekstilije v Evropi. Prihranki za lastno proizvodnjo materiala tip 1 znašajo 0,031 EUR/m², prihranki z lastno proizvodnjo materiala tip 2 pa znašajo 0,053 EUR/m².

5.3.2 Ocena denarnega toka vertikalne integracije

Oceno denarnega toka projekta vertikalne integracije prikazujem za obdobje 2022–2027. Ocena temelji predvsem na dejanskem načrtu prodaje analiziranega podjetja za obdobje 2022–2027. Ta temelji na informacijah kupcev o napovedih naročil za srednjeročno obdobje ter na ocenah prihodnjega povpraševanja na kabelskem trgu in anketi o zadovoljstvu kupcev. Pri načrtu prodaje so upoštevani tudi prihodnji gospodarski trendi, ki jih podjetje pričakuje. Tako na primer v planu za leto 2022 zaradi vojne ni upoštevano poslovanje z Rusijo in Ukrajino, upoštevani so vsi cenovni pritiski in nadaljnje višanje cen v letu 2022. Glede na trenutne tržne razmere in nevarnost gospodarskega ohlajanja v planu prodaje za 2023 ni upoštevana rast, za leto 2024 je upoštevana nižja rast, za leto 2025 pa odboj in začetek stabilnega poslovanja (Izbrano podjetje, 2021).

Neto prosti denarni tok projekta je sestavljen iz denarnega toka iz poslovanja, denarnega toka iz investiranja in denarnega toka iz preostanka vrednosti. Seštevek teh treh elementov je temelj za presojo ekonomske upravičenosti projekta. Denarni tok iz poslovanja se uporablja kot ocena poslovanja z izpeljanim projektom v izbranem obdobju, sestavljen pa je iz prihodkov iz poslovanja, zmanjšanih za stroške materiala in storitev, stroške dela in davka na dobiček (Marc, Ponikvar & Tekavčič, 2020, str. 58). Denarni tok iz poslovanja bo v tem primeru sestavljen iz prihrankov med nabavo netkanih tekstilij na trgu in lastno proizvodnjo v okviru vertikalne integracije. Stroški dela, materiala in storitev so v prihrankih že upoštevani. Gre torej za inkrementalni pristop pri izračunu upravičenosti projekta, ki primerja stanje v podjetju brez izvedbe projekta s stanjem v podjetju z izvedbo projekta (Marc, Ponikvar & Tekavčič, 2020, str. 7). Denarni tok iz investiranja predstavlja začetna vlaganja v sredstva, ki bodo prinašala gospodarske koristi v prihodnosti, predstavlja pa seštevek nakupa opredmetenih osnovnih sredstev, nakup neopredmetenih osnovnih sredstev in naložbo v neto obratna sredstva (Marc, Ponikvar & Tekavčič, 2020, str. 60). Pri oceni denarnega toka iz investiranja sem upošteval le naložbo v opredmetena osnovna sredstva v letu 2022. Vlaganj v obratna sredstva ne predvidevam, saj v podjetju menijo, da bo vrednost neto obratnih sredstev, ki bodo potrebna za lastno proizvodnjo netkanega tekstila, podobna neto vrednosti obratnih sredstev, ki jih ima podjetje trenutno vezanih zaradi nabave tekstilij od dobaviteljev na zunanjem trgu. Hkrati so vlaganja v obratna sredstva upoštevana v prihranku, ki ga bo z vertikalno integracijo mogoče doseči. Ta prihranek je nato upoštevan pri zmanjšanju stroškov blaga, materiala in storitev na letni ravni. Izračunan je za vsak kvadratni meter pri obstoječem prodajnem planu, podrobneje pa je prikazan v prilogi 6 za oba tipa materiala. Prihranek za vsak kvadratni meter je nato pomnožen z 2, saj se pri kabelskih izolacijah za vsak kvadratni meter uporabi 2 m² netkanih tekstilij (t. i. sendvič proizvod). Denarni tok iz preostanka vrednosti pa predstavlja seštevek

preostale vrednosti osnovnih sredstev in sprostitvev neto obratnih sredstev (Marc, Ponikvar & Tekavčič, 2020, str. 71). Za denarni tok iz preostanka vrednosti sem upošteval knjigovodsko vrednost osnovnih sredstev po šestem letu. Neodpisana vrednost osnovnih sredstev je izračunana z upoštevanjem amortizacije, izračunane na podlagi linearne metode in ob upoštevanju 20-letne življenjske dobe naložbe, saj je take stroje mogoče uporabljati tudi daljše obdobje ob primernem vzdrževanju. V tabeli 11 prikazujem izračun prostega denarnega toka, ki ga delim na denarni tok iz poslovanja, investiranja in preostanka vrednosti za obdobje 2022–2027, diskontni faktor pa je izračunan z upoštevanjem diskontne stopnje 5,66 %, katere izračun je podan v tabeli 9.

Tabela 12: Denarni tok iz poslovanja, investiranja in preostanka vrednosti po realističnem scenariju za obdobje 2022–2027 in diskontno stopnjo 5,66%

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Obdobje	0	1	2	3	4	5
Denarni tok iz poslovanja (prihranki z novo linijo)	715.375	816.265	849.858	937.199	994.845	1.066.133
Denarni tok iz investiranja	-4.211.722					
Denarni tok iz preostanka vrednosti						2.948.205
Denarni tok skupaj	-3.496.347	816.265	849.858	937.199	994.845	4.014.338
Diskontni faktor	1	0,9464	0,8957	0,8477	0,8026	0,7594
Kumulativni denarni tok	-3.496.347	-2.723.808	-1.962.562	-1.168.051	-369.849	2.678.474

Vir: lastno delo.

5.4 Kazalniki ekonomske upravičenosti vertikalne integracije z vidika investitorja

V nadaljevanju predstavljam izračun kazalnikov ekonomske upravičenosti vertikalne integracije z vidika vlagatelja. Izračun temelji na denarnem toku iz poglavja 5.3.2. Neto sedanja vrednost uresničitve vertikalne integracije je izračunana v skladu z že predstavljeno enačbo (2) na dva načina. Prvi izračun temelji na denarnem toku, predstavljenem v tabeli 11. Tako izračunana NPV znaša 2,678.474 EUR in potrjuje ekonomsko upravičenost naložbe z vidika vlagatelja.

$$NPV \text{ (z DT iz preostanka vrednosti)} = -3.496.347 + \frac{816.265}{1,056} + \frac{849.858}{1,056^2} + \frac{937.199}{1,056^3} + \frac{994.845}{1,056^4} + \frac{1.066.133}{1,056^5} + \frac{2.948.205}{1,056^5} = 2.678.474 \quad (5)$$

Pri drugem izračunu NPV pa upoštevam specifičnost naložbe v vertikalno integracijo in dejstvo, da je premoženju v okviru projekta težko najti alternativno uporabo in je zato tržna vrednost tega premoženja ob koncu analiziranega obdobja enaka 0. Zato v tem izračunu upoštevam, da je DT iz preostanka vrednosti enak 0. Tudi v tem primeru je NPV projekta pozitivna.

$$\begin{aligned} NPV (\text{brez DT iz preostanka vrednosti}) = & -3.496.347 + \frac{816.265}{1,056} + \frac{849.858}{1,056^2} + \frac{937.199}{1,056^3} + \\ & \frac{994.845}{1,056^4} + \frac{1.066.133}{1,056^5} + 0 = 439.728 \end{aligned} \quad (6)$$

Že samo z osnovno dejavnostjo je naložba v vertikalno integracijo upravičena, saj je po izračunih količin zmogljivost linije zasedena za dvoizmensko delo. To pomeni, da zmogljivost linije dovoljuje povečanje načrtovane proizvodnje in večjo prilagodljivost podjetja pri izpolnjevanju prodajnega plana. Sinergijskih učinkov diverzifikacije v druge panoge pri izračunu nisem upošteval, saj sem se osredotočil na osnovno dejavnost, ki bi kot taka morala upravičiti naložbena vlaganja. Hkrati je napovedovanje potencialnih prihodkov od prodaje, doseganja tržnih cen, dobičkovnih marž brez konkretnjših aktivnosti na trgu drugih panog s konkretnim proizvodom nevhvaležno.

IRR predstavlja tisto diskontno stopnjo, pri kateri je NPV enaka 0. Zaradi specifičnosti naložbe v vertikalno integracijo tako kot pri NPV tudi IRR izračunavam z vključenim denarnim tokom iz preostanka vrednosti in brez tega.

$$\begin{aligned} IRR (\text{z DT iz preostanka vrednosti}) = & -3.496.347 + \frac{816.265}{1,239} + \frac{849.858}{1,239^2} + \frac{937.199}{1,239^3} + \frac{994.845}{1,239^4} + \\ & \frac{4.014.338}{1,239^5} = 0 \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} IRR (\text{brez DT iz preostanka vrednosti}) = & -3.496.347 + \frac{816.265}{1,0993} + \frac{849.858}{1,0993^2} + \frac{937.199}{1,0993^3} + \\ & \frac{994.845}{1,0993^4} + \frac{1.066.133}{1,0993^5} = 0 \end{aligned} \quad (8)$$

IRR bi v šestem letu projekta dosegla vrednost 0 pri diskontni stopnji 9,93 % brez denarnega toka iz preostanka vrednosti oziroma 23,9 % z vključenim denarnim tokom iz preostanka vrednosti. Glede na to, da je IRR višja od tehtanih stroškov kapitala WACC, je naložbeni projekt upravičen. Razlika med uporabljenimi diskontnimi stopnjami za izračun NPV in IRR je v primeru izračuna brez upoštevanega DT iz preostanka vrednosti 4,27 % odstotne točke. Glede na fiksno obrestno mero 1,5 % za 10-letni dolgoročni kredit ne pričakujem, da bi se obrestne mere v naslednjih nekaj mesecih tako spremenile, da s projektom v podjetju ne bi bili več sposobni pokrivati stroškov financiranja.

Na podlagi denarnih tokov iz tabele 11 sem izračunal, da se naložba v vertikalno integracijo povrne v četrtem letu. Bolj natančno, doba povračila znaša 3,95 leta. Diskontirana doba povračila naložbe

je daljša, in sicer 4,46 leta, saj sem pri izračunu upošteval diskontirane denarne tokove z diskontno stopnjo 5,66 % iz tabele 11. Kljub diskontu se doba vračanja naložbe bistveno ne spreminja, zato je diskontirana doba vračanja še vedno ugodna.

5.5 Analiza občutljivosti

Pri presoji denarnega toka, na katerem temelji izračun ekonomske upravičenosti naložbe, se zlahka naredi napaka, saj presoja izhaja iz predpostavk o velikosti spremenljivk, ki vplivajo na izračunane vrednosti kazalnikov. Glede na to, da sprememba vsake spremenljivke vpliva na vrednosti kazalnikov ekonomske upravičenosti projekta, je smiselno preveriti, kako občutljive so posamezne spremenljivke na spremembo denarnega toka projekta. Zaradi tega je potrebna analiza občutljivosti in tveganj. S to analizo lahko preverim, katere so kritične spremenljivke, ki najbolj vplivajo na ekonomsko upravičenost projekta. Kot kritične bom obravnaval tiste spremenljivke, katerih petodstotna sprememba vodi v več kot petodstotno spremembo NPV (Marc, Ponikvar & Tekavčič, 2000, str. 98). Pri analizi občutljivosti za naložbo v vertikalno integracijo nazaj bom upošteval od 5 do 20-odstotne spremembe posameznih spremenljivk v pozitivno in negativno smer. Spremembo NPV bom spremljal na podlagi spremenljivk prihodkov od prodaje, višine naložbe in prihrankov, ki jih bo podjetje doseglo z novo linijo. V analizi občutljivosti v tabeli 12 prikazujem odvisnost NPV glede na spremembo posamezne spremenljivke v letu 2027. V skladu s pojasnilom glede izračuna NPV v poglavju 5.4 tudi v analizi občutljivosti nisem upošteval denarnega toka iz preostanka vrednosti na koncu petega obdobja zaradi specifičnosti naložbe in dejstva, da je težko najti alternativno uporabo ob morebitni prodaji osnovnega sredstva.

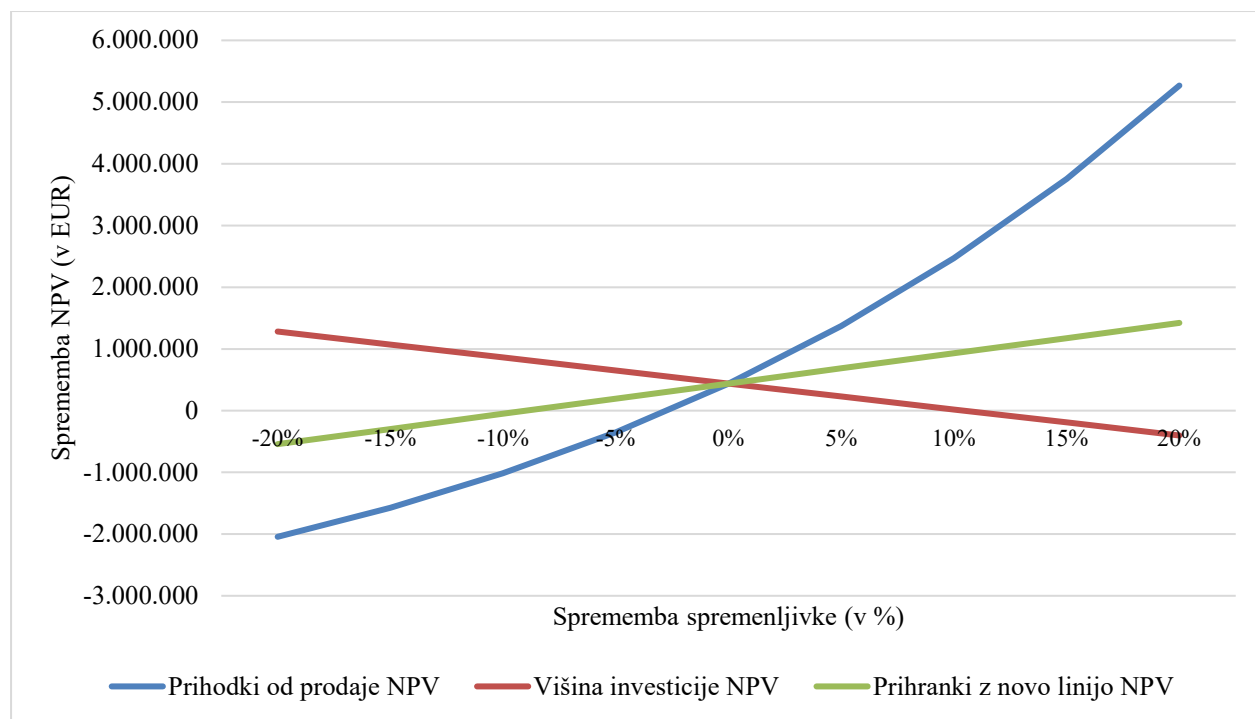
Tabela 13: Občutljivost različnih spremenljivk na NPV projekta vertikalne integracije nazaj

	Prihodki od prodaje		Višina investicije		Prihranki z novo linijo	
Odklon	NPV	% spremembe	NPV	% spremembe	NPV	% spremembe
-20	-2.043.938	-564,8%	1.282.073	191,6%	-542.482	-223,4%
-15	-1.573.205	-457,8%	1.071.486	143,7%	-296.929	-167,5%
-10	-1.013.218	-330,4%	860.900	95,8%	-51.377	-111,7%
-5	-348.220	-179,2%	650.314	47,9%	194.176	-55,8%
0	439.728	0,0%	439.728	0,0%	439.728	0,0%
5	1.370.952	211,8%	229.142	-47,9%	685.281	55,8%
10	2.468.374	461,3%	18.556	-95,8%	930.833	111,7%
15	3.757.740	754,6%	-192.030	-143,7%	1.176.386	167,5%
20	5.267.843	1098,0%	-402.616	-191,6%	1.421.938	223,4%

Vir: lastno delo.

Iz tabele 12 je mogoče sklepati, da je na spremembo NPV najbolj občutljiva sprememba prihodkov prodaje, saj se v primeru povečanja za 5 % višina NPV v letu 2027 poveča za 211,8 %. Ta spremenljivka ima tudi največji vpliv na druge spremembe, saj se v primeru povečanja prihodkov od prodaje spremeni tudi višina prihrankov z novo linijo zaradi večjih količin. Scenarij zmanjšanja prihodkov prodaje ocenjujem kot manj verjeten zaradi dobrih prihodnjih obetov v kabelski industriji, zaradi višanja stroškov materialov, energije itd. pa bil lahko verjetnejši scenarij zmanjšanja prihrankov. Če bi se načrtovani prihranki zmanjšali za na primer 15 %, bi bila NPV v šestem letu od začetka naložbe negativna in bi znašala –296.929 EUR. Pozitivna bi bila šele v sedmem letu, 2028, in sicer v višini 398.406 EUR. Analiziral sem še tretjo spremenljivko občutljivosti, tj. višino naložbe. V primeru podražitve ali pocenitve naložbe za 5 % bi se NPV zmanjšala oziroma povečala za 47,9 %. Ta scenarij bi bil lahko glede na trende podražitev vseh materialov verjetnejši. Če bi se naložba podražila za 15 %, s 4,211.722 EUR na 4,843.480 EUR, bi se doba vračanja naložbe podaljšala. NPV bi bila tako pozitivna v sedmem letu od začetka naložbe, v letu 2028 in v višini 628.999 EUR. Na sliki 7 prikazujem občutljivost posamezne spremenljivke na višino NPV. Večji naklon pomeni večjo občutljivost na spremembe. Iz naklona je mogoče sklepati, da je na višino NPV najbolj občutljiva sprememba prihodkov od prodaje. Ta vpliva tudi na druge spremembe in se z rastjo eksponentno dviguje. Najmanj občutljiva pa je sprememba vrednosti naložbe.

Slika 7: Analiza občutljivosti na spremembo posamezne spremenljivke, ki vpliva na vrednost NPV



Vir: lastno delo.

5.6 Analiza scenarijev in tveganj

V primerjavi z analizo občutljivosti analiza scenarijev upošteva spreminjanje več spremenljivk na končen rezultat. Pomanjkljivost analize občutljivosti je prav ta, da pri izračunu upošteva samo spremembo ene spremenljivke, medtem ko druge ostanejo nespremenjene. Analiza scenarijev pa omogoča, da podjetje izračuna najslabši in najboljši scenarij z neko verjetnostjo, ki ju nato primerja z najverjetnejšim scenarijem. S tem orodjem dobi standardni odklon NPV projekta za boljše razumevanje tveganja projekta. Največkrat se pri analizi scenarijev uporabijo tri scenariji, pri katerih sta najboljši in najslabši ovrednotena s 25-odstotno verjetnostjo realizacije, najverjetnejši scenarij pa je vrednoten s 50-odstotno verjetnostjo realizacije (Brigham & Ehrhardt, 2019, str. 302).

Pri analizi scenarijev za projekt vertikalne integracije nazaj v naložbo linije za netkane tekstilije bom upošteval tri scenarije. Najbolj realističen scenarij naložbe (angl. base case scenario) je tisti, ki ga predstavljam v izračunih v poglavju 5.3 in ima pozitivno NPV v višini 439.728 EUR, brez upoštevanega preostanka vrednosti. Scenariju pripisujem 50 % verjetnosti. Pesimističnemu scenariju naložbe (angl. grey sky scenario) z upoštevanim 50-odstotnim zmanjšanjem rasti plana prodaje v obdobju 2022–2027 pripisujem 25 % verjetnosti. Podroben plan prodaje po tem scenariju prikazujem v prilogi 7. Hkrati so cene energentov z rekordnih ravni februarja in marca 2022 upoštevane za celotno leto 2023 in se na dolgoročno povprečje vrnejo šele v letu 2024. Pri tem scenariju je upoštevana diskontna stopnja 5,66 %. Zadnji, tretji scenarij pa je optimističen scenarij naložbe (angl. blue sky scenario), ki predvideva, da se rast plana prodaje poveča za 50 %, cene energije pa padejo na predkrizno raven že v drugi polovici leta 2022, upoštevana je diskontna stopnja 5,66 %. Plan prodaje po optimističnem scenariju prikazujem v prilogi 7. Scenarij bo ovrednoten s 25-odstotno verjetnostjo realizacije. V tabeli 13 prikazujem verjetnost realizacije vseh treh mogočih scenarijev in skupno pričakovano NPV glede na pripadajočo utež za posamezen scenarij.

Tabela 14: Izračun pričakovane NPV na podlagi treh scenarijev

Scenarij	Verjetnost scenarija v % (P)	Plan prihodkov od prodaje	Cena energije EUR	NPV	P*NPV
Pesimističen scenarij	25%	-50%	318.881	-242.868	-60.717
Realističen scenarij	50%	0	159.440	439.728	219.864
Optimističen scenarij	25%	50%	23.558	1.658.673	414.668
				Skupna pričakovana NPV	573.815

Vir: lastno delo.

Iz tabele je razvidno, da v šestem letu od začetka naložbe, v letu 2027, samo pesimističen scenarij ne bi dosegel pozitivne NPV. Če vsem trem scenarijem pripišem dodeljeno utež, bi bila najverjetnejša skupna NPV v letu 2027 573.815 EUR. Glede na to, da je NPV v šestem letu pri realističnem scenariju za 61,6 % manjša, sem ta scenarij ovrednotil precej konservativno.

V tabeli 14 prikazujem metode vrednotenja naložbe za tri scenarije in višino NPV v šestem letu od začetka naložbe. Pri realističnem scenariju je NPV pozitivna v šestem letu, v letu 2027, pri optimističnem scenariju pa v petem letu, v letu 2026. Za pesimistični scenarij je NPV v šestem letu, v letu 2027, še vedno negativna. Pozitivna postane šele v sedmem letu, v letu 2028. Višina IRR je pri realističnem scenariju 9,93 %, pri optimističnem pa 15,22 %, kar je več od tehtanih stroškov kapitala WACC v višini 5,66 %. Po drugi strani IRR za pesimističen scenarij v šestem letu ne dosega višine stroškov kapitala WACC in znaša 2,42 %.

Tabela 15: Rezultati analize upravičenosti naložbe za različne scenarije

Scenarij	Modeli vrednotenja investicije			
	IRR (v %)	DPB (v letih)	PB (v letih)	NPV (v EUR)
Pesimističen scenarij	2,42%	5,37	4,60	-242.868
Realističen scenarij	9,93%	4,46	3,95	439.728
Optimističen scenarij	15,22%	3,56	3,19	1.658.673

Vir: lastno delo.

SKLEP

Namen magistrskega dela je bil na podlagi različnih teoretičnih pristopov utemeljiti odločitve o vertikalni integraciji nazaj ter predstaviti praktične vidike presoje vlaganj v vertikalno integracijo. Namen je bila tudi presoja ekonomske upravičenosti naložbe v vertikalno integracijo nazaj in s tem lastno proizvodnjo netkanih tekstilij namesto zunanjega izvajanja. Smiselnost naložbe sem presojal na podlagi teoretičnih pristopov teorije transakcijskih stroškov in uporabe finančnih orodij, ki ovržejo ali potrdijo smiselnost take naložbe. Osnovni cilj magistrskega dela je bil zato izdelati analizo ekonomske upravičenosti vlaganj v vertikalno integracijo.

Teoretični pregled teorije transakcijskih stroškov in prenos teoretičnih pristopov na analizirano podjetje sta pokazala, da podjetje v zvezi z naložbo izpolnjuje nekatere temeljne pogoje, ki potrjujejo vertikalno integracijo. To so predvsem visoka specifičnost sredstev, ki lahko netkane tekstilije proizvajajo, pogostost nakupov in zahteve po visoki točnosti ter zanesljivosti zaradi strateške pomembnosti izolacijskega traku v kablu. Čeprav nekateri teoretični pogledi ne kažejo koristi od vertikalne integracije, predvsem so to nizka kompleksnost transakcije na trgu, pomembnost ekonomij obsega in velikost trga in tržnega deleža, sem smiselnost vertikalne

integracije kljub temu utemeljil na naslednjih osnovah. Prvič, podjetje bo večje ekonomije obsega doseglo z izkoriščanjem prostih zmogljivosti in diverzifikacijo poslovanja v druge panoge po proučevanem obdobju. Drugič, v trenutnih gospodarskih razmerah trgovanja in lokalizacije verig vrednosti je konkurenca na trgu okrnjena, hkrati pa se visoke cene ladijskih prevozov, surovin in energije prelivajo v višje končne cene izolacijskih trakov. V trenutnih tržnih razmerah so torej transakcijski stroški uporabe trga višji kot stroški lastne proizvodnje, tako da ne moremo govoriti o tradicionalni visoki konkurenčnosti trga izolacijskih trakov.

S Porterjevo analizo petih silnic sem primerjal tržni položaj podjetja v panogi kabelskih izolacij pred vertikalno integracijo in po njej. Ugotovil sem, da naložba v linijo netkanih tekstilij prinaša številne prednosti. Nevarnost vstopa konkurentov se bo s srednje zmanjšala na nizko zaradi obvladovanja dodatne faze proizvodnje v lastnem obratu in možnostjo dobave surovin iz Evrope. V preteklosti so na evropski trg vstopali konkurenti, ki so preprodajali kabelske izolacije iz azijskih držav. S trganjem verig vrednosti in nedostopnostjo azijskih proizvodov se ta začasna konkurenca zmanjšuje. Pogajalska moč kupcev se bo kljub njihovi velikosti v primerjavi s proučevanim podjetjem zmanjšala z visoke na srednjo, saj bo podjetje del zmogljivosti diverzificiralo, vendar šele po proučevanem obdobju, hkrati pa bo zmanjšalo odvisnost od nabave osnovne surovine na čezmorskih trgih. Nevarnost substitutov se bo iz visoke zmanjšala na nizko raven zaradi lastnega razvoja in izdelave netkanih tekstilij ter možnosti prilagajanj končnega proizvoda na zahteve kupcev. Pogajalska moč dobaviteljev bo ostala na enaki ravni, saj bodo dobavitelji še vedno dobavljali druge materiale, potrebne za izolacijske trakove. Raven konkurence v panogi se bo pričakovano znižala, saj bo podjetje zdaj konkuriralo samo preostalim trem evropskim dobaviteljem, ki so že vertikalno integrirani v proizvodnji netkanih tekstilij. Vsi drugi dobavitelji zaradi sprememb v nabavnih politikah kupcev in prehoda k lokalizaciji ne bodo mogli konkurirati na enaki ravni.

Da bi potrdil smiselnost naložbe v linijo netkanih tekstilij, sem proučil trg kabelske industrije in gonilnike povpraševanja v prihodnosti. Trg kabelske industrije bo med letoma 2022 in 2027 v povprečju rasel za 5,6 %. Proučevano podjetje si obeta 4,1-odstotno povprečno letno rast v letih 2022 do 2027. Ugotovil sem, da bo rast trga kabelske industrije neločljivo povezana s trendi, ki bodo vplivali na povpraševanje po električni energiji. Velika urbanizacija mest, prodor elektromobilnosti in izgradnja za to potrebnih polnilnih postaj ter zeleni prehod v obnovljive vire energije bodo osnovni dejavniki povpraševanja v panogi izolacijskih trakov v prihodnje. S PSPN-analizo podjetja sem prikazal prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti, s katerimi se srečuje podjetje. Predvsem nevarnosti, ki so z zunanjega vidika za podjetje neobvladljive, potrjujejo odločitev za vertikalno integracijo. Podjetje bo težko konkuriralo in zagotavljalo nemotene dobave kupcem z dobavami osnovnega materiala iz čezmorskih trgov ter visokimi cenami dobav od evropskih kupcev. Poleg tega vertikalno integracijo potrjujejo tudi priložnosti, predvsem na trgu

visokonapetostnih kablov, kjer je lastna proizvodnja netkanih tekstilij v danih gospodarskih razmerah postala pogoj za točnost, kontinuirano kakovost in nemotene dobave.

Pred presojo upravičenosti naložbe sem želel potrditi, da bo finančna konstrukcija kljub ekonomski upravičenosti projekta zaprta. Naložbo v vertikalno integracijo bo podjetje financiralo z lastniškim in dolžniškim kapitalom ter nepovratnimi sredstvi za spodbujanje velikih naložb. Tako bo finančna konstrukcija zaprta, saj bo podjetje preneslo novo zadolževanje. Kazalnik dolg/EBITDA se bo z 1,54 zvišal na 2,81, kar je po merilih zadolževanja agencije S & P še vedno vzdržno zadolževanje. Na koncu sem analiziral finančne kazalnike za presojo upravičenosti naložbe in jih apliciral na tri scenarije.

Pri vrednotenju naložbe sem upošteval stroške kapitala v višini 5,66 %, vanje pa vključil obresti za novi dolgoročni kredit, ničelne obresti nepovratnih sredstev in zahtevani lastniški donos na kapital. Pri prvem, najbolj realističnem scenariju sem upošteval dejanski plan prodaje podjetja v letih 2022 do 2027. NPV po realističnem scenariju je pozitivna, in sicer 439.728 EUR v šestem letu od začetka naložbe. Ob upoštevanju preostanka vrednosti je NPV pozitivna, in sicer 2,678.474 EUR. V nadaljnjih izračunih preostanka vrednosti nisem upošteval, saj je specifičnost naložbe visoka in alternativne uporabe ob morebitni prodaji ni mogoče izvesti. IRR po tem scenariju znaša 9,93 %, kar je več od stroškov kapitala 5,66 %. Analiza občutljivosti je pokazala največjo odvisnost končne NPV v letu 2027 od nihanj v prihodkih od prodaje, najmanjšo odvisnost pa od nihanja višine naložbe. Če bi se prihodki od prodaje zmanjšali oziroma povečali za 5 %, bi se NPV v letu 2027 zmanjšala za 179,2 % oziroma povečala za 211,8 %. Z analizo scenarijev in tveganj sem tri scenarije ponderiral: realističnega s 50-odstotno verjetnostjo, pesimističnega in optimističnega pa s 25-odstotno verjetnostjo. Tako sem za leto 2027 dobil najverjetnejšo NPV projekta v višini 573.815 EUR. Glede na analize je vertikalna integracija vsebinsko smiselna in ekonomsko upravičena, saj analiziranemu podjetju prinaša pozitivne finančne učinke.

Nabor metodoloških pristopov in analiz iz tega magistrskega dela je lahko za bralca kot pregled analiz, ki jih je treba izdelati za presojo finančne upravičenosti vertikalne integracije, da bi lahko sprejeli poslovno odločitev, ki vodi v uspešno poslovanje. Magistrsko delo je primerno tudi za podjetja, ki se odločajo za vertikalno integracijo ali dezintegracijo navpične verige. Pri pisanju magistrskega dela sem se srečal tudi z nekaterimi omejitvami, saj sem se osredotočil samo na aktualno stanje proučevanega podjetja in primerjal nakup na trgu v primerjavi z notranjim izvajanjem dejavnosti. Omejitev analize predstavlja tudi relativno kratko šestletno obdobje analize, kar je posledica dolgoročnega plana prodaje, ki ga podjetje spremlja samo za šestletno obdobje. Poleg tega je življenjska doba takega osnovnega sredstva precej daljša, lahko tudi trideset let. Daljše obdobje bi dalo boljši vpogled v finančne učinke vertikalne integracije. Omejitev analize predstavlja tudi trenutno obdobje višanja obrestnih mer, kar lahko pripelje do višjih tehtanih stroškov kapitala in ogrozi finančno upravičenost naložbe. V presojo finančne upravičenosti

vertikalne integracije bi lahko uvedli skupna vlaganja z obstoječim dobaviteljem ali dolgoročne pogodbe, saj obstoječi dobavitelji že imajo potrebno znanje.

LITERATURA IN VIRI

1. Ansoff, H. I. (1957). Strategies for diversification. *Harvard business review*, 35(5), 113-124.
2. Balakrishnan, S. & Wernerfelt, B. (1986). Technical change, competition and vertical integration. *Strategic management journal*, 7(4), 347-359.
3. Barney, J. B. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of management*, 27(6), 643-650.
4. Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P., Krajnović, K. E., Deželan, S., Groznik, P. & Valentinčič, A. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. (2009). *Economics of strategy*. John Wiley & Sons.
6. Brewer, P. C., Garrison, R. H. & Noreen, E. W. (2015). *Introduction to managerial accounting*. McGraw-Hill Education.
7. Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. (2019). *Financial management: Theory & practice*. Cengage Learning.
8. Bosch, A. (2020.) *Prysmian group*. CRU Wire & Cable 2020. Cable conference 2020.
9. Cannon, J. & Hillebrandt, P. M. (1989). Diversification. V P. M. Hillebrandt & J. Cannon (ur.), *The Management of Construction Firms* (str. 31-43). London: Palgrave Macmillan.
10. Chatterjee, S. & Wernerfelt, B. (1991). The link between resources and type of diversification: Theory and evidence. *Strategic management journal*, 12(1), 33-48.
11. Cuypers, I. R., Hennart, J. F., Silverman, B. S. & Ertug, G. (2021). Transaction cost theory: Past progress, current challenges, and suggestions for the future. *Academy of Management Annals*, 15(1).
12. Dobbs, I. M. (1999). *Managerial economics*. Oxford University Press.
13. Dun & Bradstreet d.o.o. (20. junij 2022). *GVIN*. Pridobljeno iz Finančni podatki: <https://www-gvin-com.nukweb.nuk.uni-lj.si/GvinFipo/Pages/Company.aspx?Mode=GvinSI&App=GvinFipo2012SI&CompanyId=344109&CompanyDetailType=BalanceSheet&CompanyDetailSubType=BalanceSheet&Lang=s1-SI>
14. Gertner, R. & Knez, M. J. (2000). *Vertical integration: make or buy decisions*. V T. Dickson (ur.), *Mastering Strategy* (str. 146-151). Harlow: Pearson Education Limited.
15. Edana. (2019). *Nonwovens markets, facts and figures*. Pridobljeno 15. januarja 2022 iz <https://www.edana.org/nw-related-industry/nonwovens-markets>
16. Edana. (2021). *European nonwoven production grows by over 7% to exceed 3 million tonnes in 2020*. Pridobljeno 10. januarja 2022 iz <https://www.edana.org/about-us/news/2020-nonwovens-market-insights>

17. Enabling green transition. (2021). Online: CRU Wire & Cable.
18. Engel, H., Hensley, R., Knupfer, S. & Sahdev, S. (2018). *Charging ahead: Electric-vehicle infrastructure demand*. McKinsey Center for Future Mobility.
19. European Central Bank. (2022a). *Guidance on leveraged transactions*. Pridobljeno 9. aprila 2022 iz https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_Transactions_guidance_201705.en.pdf
20. European Central Bank. (2022b). *Euribor 3-month*. Statistical data warehouse. Pridobljeno 19. avgusta 2022 iz https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.M.U2.EUR.RT.MM.EURIBOR3MD_HSTA
21. Evropska komisija. (2022). *Podatki TARIC*. Pridobljeno 29. januarja 2022 iz https://ec.europa.eu/taxation_customs/dds2/taric/measures.jsp?Lang=sl&SimDate=20220129&Area=&MeasType=&StartPub=&EndPub=&MeasText=&GoodsText=&op=&Taric=5603931000&search_text=goods&textSearch=&LangDescr=sl&OrderNum=&Regulation=&measStartDat=&measEndDat=
22. Freight Indices. (2022). *Shanghai (Export) Containerized Freight index based on settled rates (EUR service)*. Pridobljeno 30. januarja 2022 iz <https://en.sse.net.cn/indices/scfisnew.jsp>
23. Geringer, M., J., Beamish, P. W. & DaCosta, R. C. (1989). Diversification strategy and internationalization: Implications for MNE performance. *Strategic management journal*, 10(2), 109-119.
24. Gilley, K. M. & Rasheed, A. (2000). Making more by doing less: an analysis of outsourcing GOSS. (2021). *Konferenca o oskrbovalnih verigah v proizvodnih podjetjih*. Nova Gorica. Saop
25. Groznik, A. (2020). Koronavirus bo spremenil oskrbovalne verige. Kaj to pomeni za slovenska podjetja? *Finance*. Pridobljeno 29. januarja 2022 iz <https://tl.finance.si/8959566/Koronavirus-bo-spremenil-oskrbovalne-verige-Kaj-to-pomeni-za-slovenska-podjetja>
26. Guan, W. & Rehme, J. (2012). Vertical integration in supply chains: driving forces and consequences for a manufacturer's downstream integration. *Supply chain management: An international Journal*, 17(2), 187–201.
27. Gupta, A., Willi, A., Lin, Y., & Singh, T. (8. October 2021). European Cable Companies - HV market deep dive - A rising tide to lift all boats; prefer cable over turbine OEMs. *J.P.Morgan Cazenove*, 62.
28. Harrigan, K. R. (2003). *Vertical integration, outsourcing, and corporate strategy*. Beard Books.
29. Hart, O. & Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of political economy*, 98(6), 1119-1158.
30. Hillebrandt, P. M. & Cannon, J. (ur.). (1989). *The management of construction firms: aspects of theory*. London: Macmillan.
31. Hoque, Z. & Chia, M. (2012). Competitive forces and the levers of control framework in a manufacturing setting: A tale of a multinational subsidiary. *Qualitative research in accounting & management*, 9(2), 123–145.

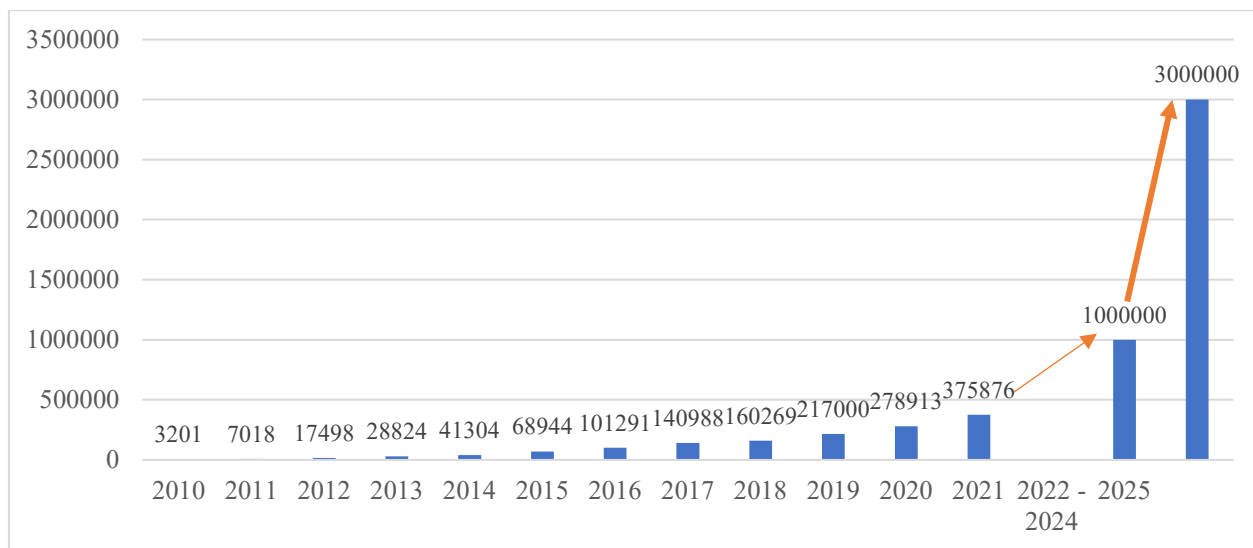
32. Izbrano podjetje. (2021). *Poslovni načrt*. Ajdovščina: Izbrano podjetje.
33. Izbrano podjetje. (2022). *Poslovni načrt*. Ajdovščina: Izbrano podjetje.
34. Johnson, M. L. L. S. F. (2014). *The five competitive forces framework in a technology mediated environment: do these forces still hold in the industry of the 21st century?* University of Twente.
35. Kaiser, F. & Obermaier, R. (2020). Vertical (dis-) integration and firm performance: A management paradigm revisited. *Schmalenbach Business Review*, 72(1), 1-37.
36. Kellie, G. (2016). *Introduction to technical nonwovens*. V *Advances in Technical Nonwovens* (str. 1–17). Woodhead Publishing.
37. Kfw. (2021). *Ceremonial opening of Nordlink on 27 May 2021*. Pridobljeno 11. decembra 2022 iz <https://www.kfw.de/stories/environment/renewable-energy/nordlink/>
38. Khudadad, S., Tahir, M. & Ghulam, J. (2018). The Comparative Financial Performance of Outsourcing and Vertically Integrated Corporations. *The East Asian Journal of Business Management*, 8(3), 23-31.
39. Kim, J. (2019). Vertical Integration and the Theory of the Firm. V *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*. Oxford University Press.
40. Loertscher, S. & Riordan, M. H. (2019). Make and buy: Outsourcing, vertical integration, and cost reduction. *American Economic Journal: Microeconomics*, 11(1), 105-123.
41. Marc, M., Ponikvar, N. & Tekavčič, M. (2000). *Ekonomika projektov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
42. Marc, M., Ponikvar, N., Tekavčič, M. (2020). *Ekonomika projektov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Mariani, G. (2017). *M&A value creation: A SWOT analysis*. ProQuest Ebook Central.
44. Negrutiu, C. (2021). Major Trends and New Business Models in Supply Chain and Entrepreneurship After the Covid-19 Crisis. *Studia Universitatis Vasile Goldiș, Arad-Seria Științe Economice*, 31(1).
45. Nexans. (2021). Electrify the future. *Nexans suppliers day*. Nexans.
46. Nkt. (2021). *NKT commits to the Science Based Target initiative to become a net-zero emissions company*. Pridobljeno 30. januarja 2022 iz <https://www.nkt.com/news-press-releases/nkt-commits-to-the-science-based-target-initiative-to-become-a-net-zero-emissions-company>
47. Odar, M., Hieng, R., Koželj, S., Prusnik, M. & Zupančič, V. (2011). *Finančno računovodstvo za družbe*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
48. Papasavvas, F. (2021). Cables as the enablers of the green transition. *CRU Wire & Cable 2021* (online).
49. Porter, E. M. (1998). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
50. Prijatelj Petelinkar, N. (2008). *Prednosti in slabosti zunanjega izvajanja računovodenja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

51. Pučko, D. & Rozman, R. (2000). *Ekonomika in organizacija podjetja: Ekonomika podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
52. Pučko, D. (2008). *Strateški management I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
53. Reportlinker. (2021). *Global Insulated Wires and Cables Industry*. Pridobljeno 21. novembra 2022 iz https://www.reportlinker.com/p05895967/Global-Insulated-Wires-and-Cables-Industry.html?utm_source=GNW
54. Romanello, R. & Veglio, V. (2022). COVID-19 Crisis, Digitalization and Localization Decisions. V *International Business in Times of Crisis: Tribute Volume to Geoffrey Jones. International business research*, 16 (str. 253-271). Emerald Publishing Limited.
55. Rumelt, R. P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic management journal*, 3(4), 359-369.
56. Schlumberger, A. (2020). Southwire. Online: CRU Wire&Cable.
57. Seatrade Maritime News. (2021a). *Container lines set for \$200bn profit in 2022: Drewry*. Pridobljeno 30. januarja 2022 iz <https://www.seatrade-maritime.com/containers/container-lines-set-200bn-profit-2022-drewry>
58. Seatrade Maritime News. (2021b). *Container schedule reliability hit new low in December 2021*. Pridobljeno 30. januarja 2022 iz <https://www.seatrade-maritime.com/containers/container-schedule-reliability-hit-new-low-december-2021>
59. Seatrade Maritime News. (2022). *Congestion starts to grow again at US West Coast ports*. Pridobljeno 30. januarja na spletnem naslovu <https://www.seatrade-maritime.com/ports-logistics/congestion-starts-grow-again-us-west-coast-ports>
60. S&P Global. (2022). *Guide to credit rating essentials*. Pridobljeno 9. aprila 2022 iz https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide_to_credit_rating_essentials_digital.pdf
61. Spirit Slovenija. (2022). *Javni razpis za spodbujanje velikih investicij za večjo produktivnost in konkurenčnost v Republiki Sloveniji*. Pridobljeno 3. aprila 2022 iz <https://www.spiritslovenija.si/razpis/386>
62. Statista. (2021). *Forecasted number of public charging points needed for electric vehicles in European Union member states in 2030*. Pridobljeno 7. novembra 2022 iz <https://www-statista-com.nukweb.nuk.uni-lj.si/statistics/1086751/ev-charging-stations-forecast-eu/>
63. Tajnikar, M. (1997). *Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih*. Ljubljana: GEA College za Visoko strokovno šolo za podjetništvo.
64. Tajnikar, M., Bršič, B., Bukvič, V. & Ponikvar, N. (2002). *Upravljalvska ekonomika z vajami*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
65. Taric. (2022). *Taxation and Customs Union*. Taric Consultation database. Pridobljeno 30. junija 2022 iz https://ec.europa.eu/taxation_customs/dds2/taric/taric_consultation.jsp?Lang=en
66. Thurk, J. (2020). *Outsourcing, Firm Innovation, and Industry Dynamics in the Production of Semiconductors*. Notre Dame: Department of Economics, University of Notre Dame.

67. Volker, W. (2021). Mainstreaming cable technology: Key to empower Europe's decarbonisation. *CRU Wire & Cable 2021* (online).
68. Williamson, O. E. (1979). Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *The journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261.
69. Wang, C. (2019). China is slowing down, who will drive the wire and cable market next. Bruselj: CRU Wire & Cable.
70. Yahoo finance. (2022). *Dutch TTF Natural Gas Calendar (TTF=F)*. Pridobljeno 27. marca 2022 iz <https://finance.yahoo.com/quote/TTF%3DF/>
71. Yates, M. (2021). How cable company strategies are evolving in the energy transition. Online: CRU Wire & Cable.

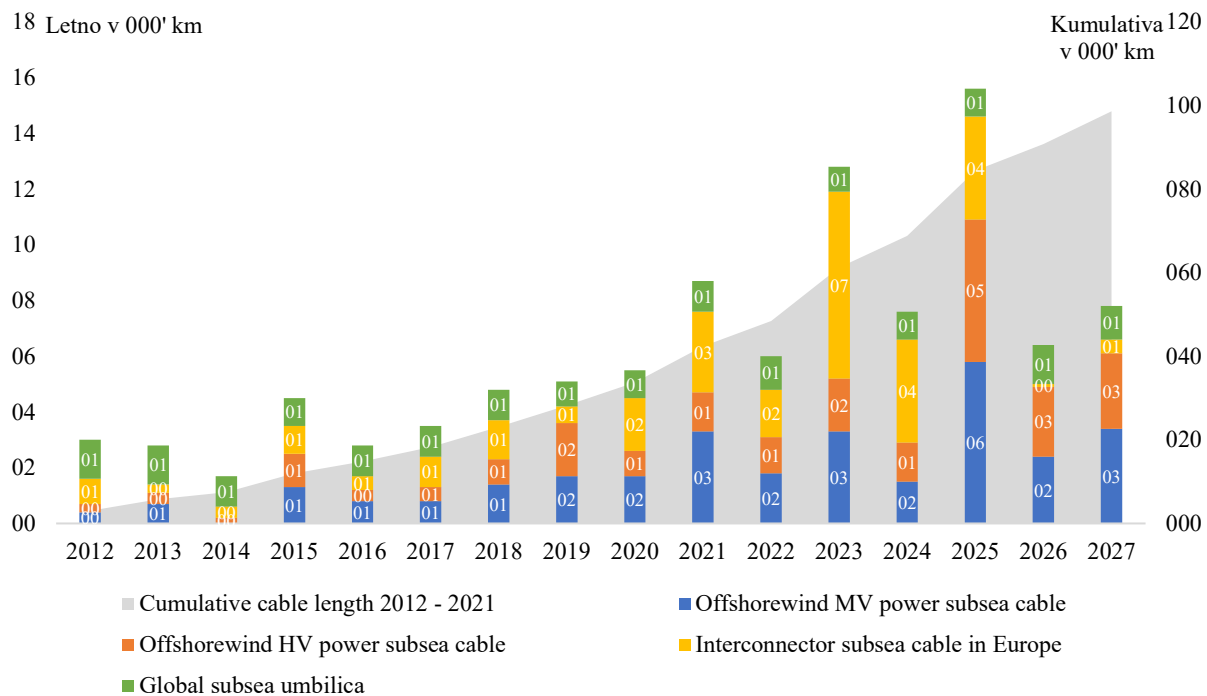
PRILOGE

Priloga 1: Št. polnilnih postaj in cilj zelenega načrta



Vir: European court of auditors (2021).

Priloga 2: Projekcija dodatnih kapacitet vetrnih elektrarn na morju do leta 2030



Vir: Gupta, Will, Lin & Singh (2021).

Priloga 3: Izkazi poslovnega izida za podjetja 1, 2 in 3 iz skupine v obdobju 2017 – 2021

Izkaz poslovnega izida podjetja 1

Izkaz poslovnega izida	2017	2018	2019	2020	2021
Čisti prihodki od prodaje	2.642.320	3.142.182	4.318.907	4.751.894	5.394.803
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	82.697	-52.125	12.543	130.667	-56.339
Drugi poslovni prihodki	0	0	3.776	0	0
Stroški blaga, materiala in storitev	1.993.306	2.554.118	3.507.465	3.700.003	4.243.858
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	1.607.482	2.247.453	3.226.832	3.391.183	3.958.467
Stroški storitev	385.824	306.665	280.633	308.819	285.391
Stroški dela	104.623	149.937	308.072	412.036	501.058
Stroški plač	74.925	106.900	226.961	297.052	374.115
Stroški pokojninskih zavarovanj	6.631	9.490	20.212	21.811	33.679
Stroški drugih socialnih zavarovanj	5.484	7.794	16.609	26.886	26.914
Drugi stroški dela	17.583	25.754	44.290	66.287	66.350
Odpisi vrednosti	108.145	156.742	222.282	274.607	297.513
Amortizacija	108.145	156.731	222.282	274.607	288.103
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	0	0	0	0	9.410
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0	11	0	0	0
Drugi poslovni odhodki	764	1.341	3.214	7.513	12.229
Finančni prihodki iz deležev	0	8	39	2	3
Finančni prihodki iz danih posojil	0	1.502	0	0	0
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	5.467	5.915	3.864	8.729	11.223
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	4.621	3.387	4.470	3.515	16.442
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	9.055	17.286	22.174	33.530	14.990
Drugi prihodki	4.583	122.725	110	14.515	683
Drugi odhodki	8	56	3	1	13

se nadaljuje

Izkaz poslovnega izida podjetja 1 (nad.)

Izkaz poslovnega izida	2017	2018	2019	2020	2021
Davek iz dobička	56.324	32.751	13.618	59.768	18.844
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	458.221	304.590	257.941	414.835	247.636
Povprečno število zaposlenih	5,54	7,49	14,35	18,00	20
Kosmati donos iz poslovanja	2.725.017	3.090.057	4.331.450	4.882.561	5.338.464
Poslovni odhodki	2.206.838	2.862.138	4.041.033	4.394.159	5.054.658
Ebit	518.179	227.919	290.417	488.402	283.806
Ebitda	626.324	384.661	512.699	763.009	581.319

Vir: Dun & Bradstreet d.o.o. (2022) in lastno delo.

Izkaz poslovnega izida podjetja 2

Izkaz poslovnega izida	2017	2018	2019	2020	2021
Čisti prihodki od prodaje	3.052.719	3.295.994	4.146.966	4.618.609	4.943.581
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	4.030	-48.099	-9.116	-81.414	0
Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0	0	0	0	1.233
Drugi poslovni prihodki (skupaj s subvencijami, dotacijami,...)	55.379	960	0	0	3.575
Stroški blaga, materiala in storitev	2.498.960	2.627.509	3.460.148	3.731.487	4.336.611
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	2.108.758	2.158.518	2.889.089	3.162.559	3.545.113
Stroški storitev	390.202	468.991	571.059	568.928	699.407
Stroški dela	453.787	545.005	570.162	592.037	439.678
Stroški plač	355.805	423.722	452.337	469.820	349.824
Stroški pokojninskih zavarovanj	31.509	37.571	40.145	44.083	56.322
Stroški drugih socialnih zavarovanj	25.798	30.881	32.708	31.558	0
Drugi stroški dela	40.674	52.831	44.972	46.576	33.532
Odpisi vrednosti	60.935	29.686	29.505	38.379	62.722
Amortizacija	57.987	29.686	29.505	31.450	46.443

se nadaljuje

Izkaz poslovnega izida podjetja 2 (nad.)

Izkaz poslovnega izida	2017	2018	2019	2020	2021
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	0	0	0	0	16.279
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	2.948	0	0	6.929	0
Drugi poslovni odhodki	3.319	11.752	9.914	9.587	3.157
Finančni prihodki iz deležev	0	1	1	2	215
Finančni prihodki iz danih posojil	540	671	2.453	0	0
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	2.602	4.377	218	415	18.428
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	2.953	1.624	3.976	1.443	118
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	4.354	5.641	1.262	5.667	1.680
Drugi prihodki	904	15.656	5.238	26.520	32.032
Drugi odhodki	58	71	0	47	3.474
Davek iz dobička	15.564	6.561	14.870	26.752	28.455
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	76.244	41.713	55.923	158.735	123.169
Poslovni izid iz poslovanja	91.097	83.003	77.238	247.119	106.221
Kosmati donos iz poslovanja	3.056.749	3.247.895	4.137.850	4.537.195	4.943.581
Poslovni odhodki	3.017.001	3.213.952	4.069.729	4.371.490	4.842.168
Ebit	39.748	33.943	68.121	165.705	101.413
Ebitda	100.683	63.629	97.626	204.084	117.692

Vir: Dun & Bradstreet d.o.o. (2022) in lastno delo.

Izkaz poslovnega izida podjetja 3

Izkaz poslovnega izida	2017	2018	2019	2020	2021
Čisti prihodki od prodaje	2.002.320	3.388.273	4.965.621	5.330.200	6.055.151
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	6.736	55.398	27.846	59.240	-18.549

se nadaljuje

Izkaz poslovnega izida podjetja 3 (nad.)

Izkaz poslovnega izida	2017	2018	2019	2020	2021
Stroški blaga, materiala in storitev	1.644.809	2.812.064	3.981.615	4.072.246	4.772.894
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	1.479.683	2.630.776	3.784.460	3.886.076	4.500.888
Stroški storitev	165.126	181.288	197.154	186.170	272.006
Stroški dela	269.368	331.979	427.658	473.500	584.258
Stroški plač	216.140	253.451	323.936	359.602	446.344
Stroški pokojninskih zavarovanj	18.088	22.437	28.772	26.470	39.894
Stroški drugih socialnih zavarovanj	15.308	18.421	23.467	31.607	32.627
Drugi stroški dela	19.833	37.670	51.483	55.821	65.392
Odpisi vrednosti	36.063	63.571	160.395	168.045	101.402
Amortizacija	36.063	62.168	79.729	93.028	98.624
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	0	0	2.274	0	2.778
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0	1.403	78.393	75.017	0
Drugi poslovni odhodki	7.321	8.414	9.605	11.165	23.073
Finančni prihodki iz deležev	1	1	2	0	18
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	0	0	454	9	48
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	10.434	11.852	8.537	5.450	4.276
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	0	1.216	1.503	1.588	847
Drugi prihodki	829	298	6.384	20.153	1.137
Drugi odhodki	0	0	5	9	770
Davek iz dobička	0	10.331	37.626	76.690	39.071
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	41.892	204.541	373.362	600.910	513.726
Poslovni izid iz poslovanja	44.759	172.245	386.349	605.244	605.244
Kosmati donos iz poslovanja	2.009.056	3.443.671	4.993.467	5.389.440	6.036.602
Poslovni odhodki	1.957.561	3.216.028	4.579.273	4.724.956	5.481.627
Ebit	51.495	227.643	414.194	664.484	554.975
Ebitda	87.558	291.214	574.589	832.529	656.377

Vir: Dun & Bradstreet d.o.o. (2022) in lastno delo.

Priloga 4: Bilance stanja podjetij 2 in 3 v obdobju 2020 – 2021 in finančni kazalniki

Bilanca stanja podjetja 2

Bilanca	2020	2021
Sredstva	869.404	1.633.028
Dolgoročna sredstva	182.863	128.776
Kratkoročna sredstva	686.529	1.504.252
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	12	0
Obveznosti do virov sredstev	869.404	1.633.028
Kapital	416.404	539.573
Vpoklicani kapital	151.000	151.000
Osnovni kapital	0	0
Nevpoklicani kapital (kot odbitna postavka)	0	0
Kapitalske rezerve	0	0
Rezerve iz dobička	0	15.000
Revalorizacijske rezerve	0	0
Rezerve, nastale zaradi prevrednotenja po poštenu vrednosti	0	0
Preneseni čisti poslovni izid (preneseni čisti dobiček/izguba)	106.669	250.304
Čisti poslovni izid poslovnega leta (čisti dobiček/čista izguba poslovnega leta)	158.735	123.169
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	0	0
Dolgoročne obveznosti	1.000	1.000
Kratkoročne obveznosti	452.000	1.092.455
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0	0
Delež kapitala v financiranju	48%	33%
Delež dolgov v financiranju	52%	67%
Finančni vzvod	109%	203%
Pokritost dolgoročnih sredstev	228%	419%

Vir: Dun & Bradstreet d.o.o. (2022) in lastno delo.

Bilanca stanja podjetja 3

Bilanca	2020	2021
Sredstva	2.601.200	3.220.720
Dolgoročna sredstva	1.078.308	1.498.160
Kratkoročna sredstva	1.522.135	1.722.560
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	756	0

se nadaljuje

Bilanca stanja podjetja 3 (nad.)

Bilanca	2020	2021
Obveznosti do virov sredstev	2.601.200	3.220.720
Kapital	1.522.125	2.035.852
Vpoklicani kapital	7.500	7.500
Osnovni kapital	0	0
Nevpoklicani kapital (kot odbitna postavka)	0	0
Kapitalske rezerve	0	0
Rezerve iz dobička	750	750
Revalorizacijske rezerve	0	0
Rezerve, nastale zaradi prevrednotenja po poštenu vrednosti	297.200	297.200
Preneseni čisti poslovni izid (preneseni čisti dobiček/izguba)	615.765	1.216.675
Čisti poslovni izid poslovnega leta (čisti dobiček/čista izguba poslovnega leta)	600.910	513.726
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	0	0
Dolgoročne obveznosti	36.976	231.381
Kratkoročne obveznosti	1.032.998	940.130
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	9.100	13.357
Delež kapitala v financiranju	59%	63%
Delež dolgov v financiranju	41%	36%
Finančni vzvod	70%	58%
Pokritost dolgoročnih sredstev	141%	136%

Vir: Dun & Bradstreet d.o.o. (2022) in lastno delo.

Priloga 5: Bilanca stanja podjetja 1 in projekcija učinkov financiranja investicije na podlagi s finančnih kazalnikov

Bilanca	2020	2021	2022
Sredstva	2.295.673	5.569.031	10.022.623
Dolgoročna sredstva	1.199.851	3.716.407	7.958.220
Kratkoročna sredstva	1.092.518	1.848.211	2.059.892
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	3.303	4.412	4.511
Obveznosti do virov sredstev	2.295.673	5.569.031	10.022.623
Kapital	1.563.451	1.811.086	3.691.003
Vpoklicani kapital	7.500	150.000	150.000
Osnovni kapital	7.500	150.000	0
Nevpoklicani kapital (kot odbitna postavka)	0	0	0
Kapitalske rezerve	0	0	0
Rezerve iz dobička	0	0	0
Revalorizacijske rezerve	0	0	0
Rezerve, nastale zaradi prevrednotenja po poštenu vrednosti	0	0	0
Preneseni čisti poslovni izid (preneseni čisti dobiček/izguba)	1.141.116	1.413.451	1.661.086
Čisti poslovni izid poslovnega leta (čisti dobiček/čista izguba poslovnega leta)	414.835	247.636	1.879.917
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	0
Dolgoročne obveznosti	84.773	1.852.646	3.345.194
Kratkoročne obveznosti	647.449	1.893.808	2.974.680
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0	11.489	11.747
Delež kapitala v financiranju	68%	33%	37%
Delež dolgov v financiranju	32%	67%	63%
Finančni vzvod	47%	207%	171%
Pokritost dolgoročnih sredstev	130%	49%	46%

Vir: Dun & Bradstreet d.o.o. (2022) in lastno delo.

Priloga 6: Kalkulacija prihranka uporabe lastne proizvodnje v primerjavi z nakupom na trgu materiala tip 1 in tip 2

Tip 1	cena na kg materiala (EUR)
Material 1	0,98
Material 2	1,39
LC	2,37
	cena na m ² (EUR)
Cena/m ² (tip 1)	0,054
Cena dela (3 izmene - 6 delavcev/dnevno)	0,012
Skupaj LC	0,066
Obstoječa cena nakup na trgu, mar. 2022	0,097
Prihranek med lastno proizvodnjo LC in nakupom na trgu	0,031
Dodatni strošek energije letno (visoka cena od marca 2022 dalje, v EUR)	82.984
Dodatni strošek energije letno (dolgoročno povprečje nizka cena v EUR)	12.750

Vir: Izbrano podjetje (2020).

Tip 2	cena na kg materiala (EUR)
Material 1	0,97
Material 2	1,39
LC visok dodatek energije	2,35
	cena na m ² (EUR)
Cena/m ² (tip 2)	0,082
Cena dela (3 izmene - 6 delavcev/dnevno)	0,012
Skupaj LC	0,094
Obstoječa cena nakup na trgu, Apr. 2022	0,147
Prihranek med lastno proizvodnjo LC in nakupom na trgu	0,053
Dodatek energije letno (visoka cena v EUR, od Marca 2022 dalje)	76.457
Dodatek energije letno (dolgoročno povprečje nizka cena v EUR)	10.808

Vir: Izbrano podjetje (2020).

Priloga 7: Plan prodaje 2022 – 2028 glede na pesimističen scenarij in 50% zmanjšanje prodaje, ter optimističen scenarij in 50% povečanje prodaje

	Pesimistični scenarij		Optimistični scenarij	
Plan prodaje 2022-2027	Količina (m2)	Vrednost (EUR)	Količina (m2)	Vrednost (EUR)
2021	9.858.533	6.552.349	9.858.533	6.552.349
2022	10.252.874	7.043.775	11.435.898	8.780.147
Indeks 2022/2021	104%	108%	116%	134%
2023	9.432.644	6.339.397	11.321.539	8.780.147
Indeks 2023/2022	92%	90%	99%	100%
2024	9.621.297	6.434.488	12.227.263	9.306.956
Indeks 2024/2023	102%	101,5%	108%	106%
2025	10.102.362	6.788.385	14.672.715	11.354.486
Indeks 2025/2024	105%	105,5%	120%	122%
2026	10.405.433	7.025.978	16.433.441	12.944.114
Indeks 2026/2025	103%	103,5%	112%	114%
2027	10.769.623	7.307.018	18.734.123	15.015.172
Indeks 2026/2025	103,5%	104%	114%	116%

Vir: lastno delo.

Priloga 8: Konsolidirana bilanca stanja treh podjetij v skupini 31.12. 2021 in vrednosti finančnih kazalnikov z vključenimi učinki financiranja investicije v letu 2022

Bilanca za leto	2022	2021	2021	2022
	Podjetje 1	Podjetje 2	Podjetje 3	Skupaj
Sredstva	10.022.623	1.633.028	3.220.720	14.876.371
Dolgoročna sredstva	7.958.220	128.776	1.498.160	9.585.156
Kratkoročna sredstva	2.059.892	1.504.252	1.722.560	5.286.704
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	4.511	0	0	4.511
Obveznosti do virov sredstev	10.022.623	1.633.028	3.220.720	14.876.371
Kapital	3.691.003	539.573	2.035.852	6.266.428
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0
Dolgoročne obveznosti	3.345.194	1.000	231.381	3.577.575
Kratkoročne obveznosti	2.974.680	1.092.455	940.130	5.007.265
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	11.747	0	13.357	25.104
Delež kapitala v financiranju	37%	33%	63%	42%
Delež dolgov v financiranju	63%	67%	36%	58%
Finančni vzvod	171%	203%	58%	137%
Pokritost dolgoročnih sredstev	46%	419%	136%	65%

Vir: lastno delo.