

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**MERJENJE VREDNOSTI NAJBOLJŠIH SLOVENSKIH BLAGOVNIH
ZNAMK**

Ljubljana, september 2014

JANA KOLENC

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Jana Kolenc, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Merjenje vrednosti najboljših slovenskih blagovnih znamk, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Simonom Čadežem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja(-ice): _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV BLAGOVNE ZNAMKE	2
1.1 Računovodski vidik blagovne znamke	4
1.1.1 Neopredmetena sredstva.....	4
1.1.2 Pogojna sredstva.....	5
1.2 Blagovna znamka v bilanci stanja.....	6
1.3 Premoženje in vrednost blagovne znamke.....	9
2 VREDNOTENJE BLAGOVNE ZNAMKE	12
2.1 Namen vrednotenja blagovne znamke	13
2.2 Empirični podatki o merjenju vrednosti blagovne znamke	16
2.2.1 Vrednotenje blagovnih znamk v tujini	17
2.2.2 Vrednotenje blagovnih znamk v Sloveniji	17
2.3 Ovire pri vrednotenju blagovne znamke.....	18
3 METODE VREDNOTENJA BLAGOVNE ZNAMKE	19
3.1 Stroškovni pristop vrednotenja blagovne znamke	20
3.2 Tržni pristop vrednotenja blagovne znamke.....	22
3.3 Dohodkovni pristop vrednotenja blagovne znamke	24
3.4 Pristop vrednotenja blagovne znamke na osnovi formul.....	28
3.5 Omejitve metod vrednotenja blagovne znamke.....	30
4 MERJENJE VREDNOSTI NAJBOLJŠIH SLOVENSКИH BLAGOVNIH ZNAMK.....	31
4.1 Predstavitev izbranih blagovnih znamk	31
4.1.1 Predstavitev blagovne znamke Gorenje	31
4.1.2 Predstavitev blagovne znamke Radenska.....	32
4.2 Postopek izbora metode vrednotenja	33
4.2.1 Dejavniki izbire pristopa	33
4.2.2 Primerjava metode denarnega toka in metode večkratnika	34
4.2.3 Izbor metode	36
4.3 Izračun vrednosti blagovne znamke Gorenje.....	37
4.3.1 Doba koristnosti in pričakovani denarni tokovi	37

4.3.2	Izračun licenčne stopnje.....	43
4.3.3	Diskontna stopnja.....	45
4.3.4	Vrednost blagovne znamke z metodo prihranka licenčne pristojbine	49
4.4	Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska	51
4.4.1	Doba koristnosti in pričakovana prodaja	52
4.4.2	Izračun cenovne premije in pričakovanih denarnih tokov	59
4.4.3	Diskontna stopnja.....	61
4.4.4	Vrednost blagovne znamke z metodo cenovne premije.....	63
SKLEP.....		65
LITERATURA IN VIRI.....		67
PRILOGE		

KAZALO SLIK

Slika 1: Ravni vrednosti blagovne znamke	11
Slika 2: Razvrstitev metod vrednotenja blagovnih znamk.....	19
Slika 3: Pretekla prodaja blagovne znamke Gorenje	39
Slika 4: Pretekla prodaja Radenske d.d.....	54

KAZALO TABEL

Tabela 1: Pretekla prodaja Skupine Gorenje.....	39
Tabela 2: Kazalniki uspešnosti in donosnosti Skupine Gorenje	40
Tabela 3: Makroekonomski kazalci na ključnih trgih Skupine Gorenje.....	42
Tabela 4: Stopnje rasti prihodkov od prodaje blagovne znamke Gorenje	43
Tabela 5: Izračun licenčne stopnje.....	44
Tabela 6: Prikaz kategorij izračuna WACC za Skupino Gorenje	49
Tabela 7: Izračun vrednosti blagovne znamke Gorenje.....	50
Tabela 8: Količinska prodaja pijač Radenske d.d. na slovenskem trgu	54
Tabela 9: Zgodovinske stopnje rasti Radenske po kategorijah izdelkov	55
Tabela 10: Kazalniki uspešnosti in donosnosti podjetja Radenska d.d.....	55
Tabela 11: Napoved rasti količinske prodaje Radenske d.d. za lastne izdelke.....	58
Tabela 12: Napoved rasti količinske prodaje Radenske d.d. za trgovske blagovne znamke	59
Tabela 13: Povprečne cenovne premije mineralnih voda na dan 1. 7. 2014.....	60

Tabela 14: Prikaz kategorij izračuna WACC za Radensko d.d.	62
Tabela 15: Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 60-% marže trgovcev	64

UVOD

Blagovne znamke so za nekatera podjetja ključna sredstva in največje bogastvo. Podjetja namenijo velik del svojih prihodkov za njihovo graditev, vendar je njihov razvoj prevečkrat prepuščen kratkoročnim odločitvam zaposlenih v podjetju in pomanjkanju njihovega strateškega razumevanja. Blagovne znamke ustvarjajo prihodke dolgoročno v obliki prodaje in ustvarjajo poslovni ugled v javnosti. Zato ne morejo biti povezane samo s stroški, temveč jih je treba ovrednotiti kot druga sredstva podjetja.

V splošnem podjetja z močno blagovno znamko nimajo veliko opredmetenih sredstev. Le ta pogosto predstavljajo majhen del vseh sredstev, velikokrat ne več kot 15–30 odstotkov skupne vrednosti podjetja. Običajno se neopredmetena sredstva pri prevzemih vrednotijo skupaj kot dobro ime, ki obsega blagovne znamke, patente, avtorske pravice in licenčne pogodbe ter na drugi strani tudi bolj neformalna, celo začasna sredstva, kot so vodstveni timi in odnosi s strankami (Blackett, 1993, str. 28–29). Računovodski postopki za finančno vrednotenje blagovnih znamk so postali predmet precejšnjega zanimanja in razprav, kar je razvidno iz številnih člankov, ki so bili objavljeni na to temo in so uporabljeni tudi v magistrski nalogi. To intenzivno zanimanje za vrednotenje blagovnih znamk odraža zavedanje o pomembnosti investicij v neopredmetena sredstva v sodobnih podjetjih in o rasti, ki jo lahko blagovna znamka ustvari v določenih primerih.

Društvo potrošnikov za rangiranje in definiranje blagovnih in storitvenih znamk si Brand je razglasilo lestvico 50 najboljših slovenskih blagovnih znamk leta 2011. Na vrh lestvice se je že drugo leto uvrstila Radenska, tokrat na prvo mesto. Po izsledkih raziskave neodvisnega dunajskega inštituta European Brand Institute pa je najvrednejša slovenska blagovna znamka Gorenje, katere vrednost je v letu 2009 znašala 458 milijonov evrov. Prav tako je bilo Gorenje v letu 2011 že peto leto zapored dobitnik nagrade Trusted Brand, ki sporoča, katerim blagovnim znamkam potrošniki najbolj zaupajo.

Namen magistrskega dela je izmeriti vrednost najboljših slovenskih blagovnih znamk. V magistrski nalogi bom izračunala vrednost blagovne znamke Radenska in Gorenje. Cilj magistrskega dela je izračunati vrednost blagovne znamke Gorenje in Radenska.

Magistrska naloga v prvem delu vsebuje poglobljen pregled strokovne literature, znanstvenih razprav in raziskav ter člankov predvsem tujih strokovnjakov s področja obravnavane teme. Teoretični del predstavlja prva tri poglavja. V prvem poglavju opredelim blagovno znamko, poudarek je na njenem računovodskem vidiku. V omenjenem poglavju prikažem dilemo prikaza vrednosti blagovnih znamk v bilanci stanja ter razliko med premoženjem blagovne znamke in vrednostjo blagovne znamke. V drugem poglavju predstavim, kateri so nameni vrednotenja blagovnih znamk in kako se je njegov pomen razvil skozi čas ter prikažem empirične raziskave o uporabi vrednotenja blagovnih znamk v tujini in Sloveniji. Na koncu poglavja navedem ovire, ki se pojavljajo pri vrednotenju blagovnih znamk. V

tretjem poglavju predstavim metode vrednotenja blagovnih znamk znotraj štirih pristopov in njihove omejitve.

Drugi del magistrske naloge temelji na aplikativni metodi. Na začetku četrtega poglavja predstavim blagovni znamki Gorenje in Radenska, katerih vrednost bom izračunala. Nato prikažem postopek izbora metod vrednotenja izbranih blagovnih znamk. V tem delu povežem teorijo in praktične ugotovitve. Nato na podlagi izbranih metod izračunam najprej vrednost za blagovno znamko Gorenje in nato še za blagovno znamko Radenska. Izračunano vrednost blagovne znamke Gorenje primerjam z Eurobrandovo in prikazujem, koliko moj izračun odstopa od njihovega. Tako tudi vidim, kako zanesljiva je moja ocena vrednosti blagovne znamke Radenska. Poleg izračunanih vrednosti blagovnih znamk z vidika rezultatov ovrednotim podane teoretične vidike izbranih metod vrednotenja.

1 OPREDELITEV BLAGOVNE ZNAMKE

Opredelitve blagovnih znamk in pogledi nanje so med strokovnjaki različni. Glede na pregledano literaturo lahko definicije blagovne znamke razdelimo v tri kategorije, in sicer potrošnikov vidik, finančni in računovodski vidik ter pravni vidik. Opredelitve z vidika potrošnika se osredotočajo na vpliv blagovnih znamk na potrošnike. Opredelitve s finančnega in računovodskega vidika se osredotočajo na vpliv blagovnih znamk na podjetja. Opredelitev blagovne znamke s pravnega vidika pa zajema zaščito blagovne znamke. V nadaljevanju navajam definicije blagovne znamke s posameznega vidika.

American Marketing Association opredeljuje blagovno znamko na naslednji način (Kotler, 1998, str. 444): Blagovna znamka je ime, izraz, simbol, oblika ali kombinacija naštetih, namenjena prepoznavanju izdelka ali storitve enega ali skupine prodajalcev in razlikovanju izdelkov ali storitev od konkurenčnih. Pri tem razlikuje tri temeljne elemente blagovne znamke:

- ime kot tisti del blagovne znamke, ki se lahko izgovori;
- znak kot tisti del blagovne znamke, ki ga lahko prepoznamo, vendar ga ne moremo izgovoriti (simboli, oblika, barve);
- zaščitni znak, ki pomeni z zakonom zaščiteno blagovno znamko in varuje pravice uporabnika in lastnika blagovne znamke pred zlorabo s strani konkurence.

Blagovno znamko podobno opredeljuje Aaker (1991, str. 7), ki pravi, da je blagovna znamka razlikovalno ime in/oziroma simbol (kot je logotip, trgovska znamka ali oblika), katerega namen je identificirati izdelke ali storitve enega prodajalca ali skupine prodajalcev in razlikovati te izdelke ali storitve od konkurenčnih. Blagovna znamka tako signalizira potrošniku poreklo izdelka in varuje tako potrošnika kot proizvajalca pred konkurenti, ki bi poskušali svoje izdelke ali storitve zagotavljati kot identične.

Keller, Aperia in Georgson (2008, str. 2–3) menijo, da je blagovna znamka, predvsem za managerje, več kot le to, in sicer blagovne znamke opredelijo v smislu, da te oblikujejo zavedanje, ugled in prepoznavnost na trgu. Blagovna znamka v primerjavi z izdelkom dodaja druge razsežnosti, ki jo na nek način razlikujejo od drugih izdelkov, ki zadovoljijo enake potrebe. Te razlike so lahko razumske in otipljive, povezane z delovanjem izdelka blagovne znamke ali bolj simbolične, čustvene in nematerialne, povezane s tem, kar blagovna znamka predstavlja. To, kar razlikuje izdelek z blagovno znamko od izdelka brez blagovne znamke in ji daje premoženje, je vsota zaznav in občutkov potrošnikov o lastnostih izdelka, o imenu blagovne znamke in njenem pomenu ter o podjetju, povezanim z blagovno znamko.

Opredelitve blagovne znamke z vidika potrošnikov se osredotočajo na pridobivanje zaznane vrednosti, ki jo prinese blagovna znamka in na njeno razmerje s potrošniki. V tem vidiku opredelitve je izdelek sam po sebi izključen iz obsega blagovne znamke, blagovna znamka je namreč množica dodanih zaznav. Zato je upravljanje blagovnih znamk razumljeno pretežno kot komunikacijska naloga. Čemur pa nasprotuje sodobno upravljanje blagovnih znamk, ki se začne z izdelkom in storitvijo kot glavnim vektorjem ugotovljene vrednosti, medtem ko komunikacija oblikuje opredmetene zaznave in dodaja nematerialno naravo.

Drugi vidik opredelitev blagovne znamke temelji na merjenju izraženem v številkah. Kapferer (2011, str. 9–10) se v svoji knjigi osredotoča na upravljalni vidik blagovne znamke. S tem, kako najbolje upravljati blagovne znamke za doseganje dobička, opredelitvi dodaja novo dimenzijo. Blagovne znamke opredeli kot neopredmetena sredstva, sredstva, ki povzročajo dodatne koristi za podjetje.

Potrošnikov in finančni pristop sta med seboj povezana. Finančni pristop meri vrednost blagovne znamke z ločitvijo dodatnih neto denarnih tokov, ustvarjenih z blagovno znamko. Ti dodatni denarni tokovi so posledica pripravljenosti kupcev za nakup ene blagovne znamke pred konkurenčno, tudi če je konkurenčna blagovna znamka cenejša. Porabniki so pripravljeni plačati več zaradi prepričanj in vezi, ki so se oblikovale skozi čas v njihovih glavah. Blagovne znamke imajo finančno vrednost, ker ustvarjajo premoženje v glavah in srcih kupcev in distributerjev. Ta sredstva so prepoznavnost blagovne znamke, prepričanje o ekskluzivnosti in večvrednosti neke koristi in čustvene vezi. To je tisto, kar se izraža v klasični definiciji blagovne znamke (Kapferer, 2011, str. 9–10). Več o računovodskem vidiku blagovne znamke v naslednjem poglavju.

Poleg že omenjenih vidikov opredelitev blagovne znamke, potrošnikovega in finančnega, obstaja tudi pravna opredelitev blagovne znamke. Mednarodno dogovorjena pravna definicija blagovno znamko opredeljuje kot znak ali kombinacijo znakov, ki potrjuje poreklo izdelka ali storitve in jo razlikuje od konkurence. Zgodovinsko gledano so bile blagovne znamke ustvarjene, da bi branile proizvajalce pred krajo. Ključna točka te pravne opredelitve je, da imajo blagovne znamke dan registracije. Od takrat dalje postanejo lastnina, ki jo je treba zaščititi proti kršitvam in ponarejanju. Pravice blagovne znamke izginejo, če niso dovolj dobro zaščitene ali če se registracija ne podaljša (Kapferer, 2011, str. 10–11). V Sloveniji ta

vidik blagovne znamke opredeljuje Zakon o industrijski lastnini. Kritika te opredelitve se nanaša predvsem na to, da se blagovna znamka ne rodi, ampak je ustvarjena, zato ta opredelitev ne sme postati osnova za upravljanje z blagovnimi znamkami.

Koncept blagovne znamke se pojavlja že vrsto let. Blagovne znamke, gledano z vidika potrošnikov, poenostavijo nakupovanje, pomagajo pri obravnavanju podatkov o izdelkih in jih prepričajo o njihovih nakupnih odločitvah. Poslovodstvo se zaveda dejstva, da je blagovna znamka postala pomembno sredstvo podjetja in pozornosti, ki jo je treba posvetiti ustvarjanju premoženja blagovne znamke (Abratt & Bick, 2003, str. 21). Za opredelitev koncepta blagovne znamke obstaja veliko razlag, vendar le-te, kot bomo videli kasneje, niso uporabne za vrednotenje blagovne znamke (Fernandez, 2002, str. 2).

1.1 Računovodski vidik blagovne znamke

Finančni in računovodski vidik opredeljuje blagovne znamke kot neopredmetena in pogojna sredstva.

1.1.1 Neopredmetena sredstva

Blagovne znamke so neopredmetena sredstva, ki so lahko prikazana v bilanci stanja kot ena izmed več vrst neopredmetenih sredstev. Ta vrsta sredstev vključuje tudi patente, podatkovne baze in podobno (Kapferer, 2011, str. 10). Slovenski računovodski standardi (v nadaljevanju SRS) določajo, da so neopredmetena sredstva razpoznavna nedenarna sredstva brez fizičnega obstoja in zajemajo:

- odložene stroške razvijanja,
- usredstvene stroške naložb v tuja opredmetena osnovna sredstva,
- naložbe v pridobljene pravice do industrijske lastnine in druge pravice,
- naložbe v dobro ime prevzetega podjetja.

Naložbe v pridobljene dolgoročne pravice do industrijske lastnine, med katere spadajo tudi blagovne znamke, ustvarjajo prihodnje gospodarske koristi. Blagovno znamko standard opredeljuje kot pravico, s katero se zavaruje blagovni znak, ki se v gospodarskem prometu uporablja za razlikovanje. Računovodsko se obravnavajo nabavna vrednost blagovne znamke oziroma stroški in izdatki v zvezi z njeno pridobitvijo.

Opredelitev neopredmetenega sredstva zahteva, da je neopredmeteno sredstvo razpoznavno in ga je mogoče razlikovati od dobrega imena. Sredstvo izpolnjuje sodilo razpoznavnosti, če (SRS 2.9):

- je ločljivo, to pomeni, da se lahko loči ali razdeli od podjetja ter proda, prenese, licencira, da v najem ali zamenja, posamič ali skupaj s povezano pogodbo, sredstvom ali

obveznostjo, ali

- izhaja iz pogodbenih ali drugih pravnih pravic, ne glede na to, ali so te pravice prenosljive ali ločljive od podjetja oz. od drugih pravic in obveznosti.

Neopredmeteno sredstvo se pripozna v knjigovodskih razvidih in bilanci stanja, če je verjetno, da bodo pritekale gospodarske koristi, povezane z njim, in je mogoče njegovo nabavno vrednost zanesljivo izmeriti. Prihodnje gospodarske koristi, ki pritekajo iz neopredmetenega sredstva, so lahko prihodki od prodaje izdelkov ali storitev, prihranki stroškov ali drugačne koristi, ki nastanejo zaradi uporabe sredstva v podjetju. Na primer uporaba blagovne znamke pri prodaji lahko bolj zmanjšuje prihodnje stroške trženja in povečuje prihodnje prihodke. Mednarodni računovodski standard 38 (v nadaljevanju MRS 38) navaja, da se v podjetju ustvarjene blagovne znamke ne pripoznavajo kot neopredmetena sredstva. To pa zato, ker izdatkov za interno ustvarjene blagovne znamke ni mogoče razlikovati od stroškov razvijanja poslovanja kot celote. V tej konkretni prepovedi se kaže preudarno stališče, ki poudarja zanesljivost.

Z vidika blagovnih znamk je pomembna delitev neopredmetenih sredstev na pridobljena in tista, ki so ustvarjena v podjetju, od tega je namreč odvisno njihovo pripoznanje. Zaradi pomanjkanja zanesljivih vrednotenj MRS 38 ne dovoljuje prevrednotenja blagovnih znamk. Namreč, za blagovne znamke delujoči trg ne more obstajati, ker je vsako takšno sredstvo enkratno. Čeprav se neopredmetena sredstva kupujejo in prodajajo, se pogodbe sklepajo med posameznimi kupci in prodajalci, transakcije pa so razmeroma redke. Cena, plačana za eno sredstvo, zaradi tega ni dovolj ustrezen dokaz o pošteni vrednosti drugega sredstva. Končno cene pogosto tudi niso javne.

Če je neopredmeteno sredstvo pridobljeno v poslovni združitvi, je po MSRP 3 nabavna vrednost neopredmetenega sredstva njegova poštena vrednost na dan prevzema. Poštena vrednost neopredmetenega sredstva kaže tržna pričakovanja o verjetnosti, da bodo v podjetje pritekale pričakovane prihodnje gospodarske koristi, ki jih omogoča sredstvo (33. člen MRS 38). Prevzemnik pripozna skupino dopolnilnih sredstev, ki sestavljajo blagovno znamko, kot eno samo sredstvo, če posameznih poštenih vrednosti dopolnilnih sredstev ni mogoče zanesljivo izmeriti. Če je posamezne poštene vrednosti dopolnilnih sredstev mogoče zanesljivo izmeriti, jih prevzemnik lahko pripozna kot eno samo sredstvo, pod pogojem, da imajo posamezna sredstva podobno dobo koristnosti (37. člen MRS 38).

1.1.2 Pogojna sredstva

Blagovne znamke so tudi pogojna sredstva. To je po mnenju Kapfererja (2011, str. 10) ključna točka, ki je bila doslej prezrta. Sredstvo je element, ki je sposoben proizvesti koristi v daljšem časovnem obdobju. Blagovna znamka je pogojno sredstvo, ker je za doseganje njene prednosti in njene finančne vrednosti potrebna povezava z materialnimi sredstvi, kot so izdelki. Blagovna znamka brez izdelkov ali storitev, ki jo nosijo, ne obstaja. Ta definicija blagovne znamke je pomembna za metode merjenja finančne vrednosti, saj je izdelek ali

storitev glavni vir vrednotenja blagovne znamke. Upravljanje blagovne znamke se prične z ustvarjanjem izdelkov oziroma storitev, ki utelešajo blagovno znamko.

Da je blagovna znamka pogojno sredstvo, lahko razberemo tudi iz 36. člena MRS 38, ki pravi, da je neopredmeteno sredstvo, prevzeto v poslovni združitvi, morda ločljivo, vendar samo skupaj s povezanim opredmetenim ali neopredmetenim sredstvom. Na primer blagovna znamka za naravno izvirsko vodo je lahko povezana s posameznim izvirom in je ni mogoče prodati ločeno od tega izvira. V takšnih primerih prevzemnik pripozna skupino sredstev kot eno samo sredstvo, ločeno od dobrega imena, če posameznih poštenih vrednosti sredstev v skupini ni mogoče zanesljivo izmeriti.

V zadnjih 10 letih so potekale intenzivne računovodske razprave glede vrednotenja blagovnih znamk. Osredotočene so na vprašanja, ki imajo pomembne posledice za podjetja in njihov poslovni izid (Kapferer, 2011, str. 510–511): Kdaj se lahko blagovna znamka prikaže v bilanci stanja? Mora biti kupljena? To izključuje znotraj podjetja ustvarjene blagovne znamke? Se blagovne znamke amortizirajo? Če da, v kakšnem obdobju? Kako zanesljivo oceniti vrednost blagovne znamke? Ta vprašanja ne bi smela pritegniti samo akademskega interesa. V resnici so pomembna vprašanja glede same narave blagovnih znamk in njihovega vpliva na dodano vrednost, ki jo je podjetje ustvarilo v življenjski dobi blagovne znamke. S tem se postavlja tudi vprašanje, ali imajo blagovne znamke življenjski cikel. V retrospektivi lahko uporabimo življenjski cikel izdelka s fazami uvedbe, rasti, zrelosti in upada. Z uvajanjem novih izdelkov, ki nadomeščajo stare, blagovna znamka koristi življenjski cikel izdelka in s tem pridobi navidezno neomejeno življenjsko dobo. Kljub temu razprava o amortizaciji blagovnih znamk vodi do zelo različnih zaključkov – glede na to, da nekateri menijo, da imajo blagovne znamke življenjski cikel in jih je zato treba amortizirati, ter drugi, da ga nimajo. Če življenjske dobe blagovne znamke ni mogoče določiti vnaprej, ni razloga za amortizacijo.

1.2 Blagovna znamka v bilanci stanja

Za večino podjetij so neopredmetena sredstva bistvenega pomena za razvoj in precejšen del njihove celotne vrednosti. Povečanje razkoraka v vrednosti med ceno delnic podjetja in njegovimi opredmetenimi osnovnimi sredstvi gre pripisati ravno neopredmetenim sredstvom, vključno z blagovno znamko. Nekateri avtorji so mnenja, da bi tudi vrednost blagovnih znamk v bilancah stanja pomagala razložiti ta razkorak.

Zagovorniki vključitve blagovne znamke v bilanco stanja (t.i. kapitalizacije blagovne znamke), opozarjajo, da so blagovne znamke za nekatera podjetja pogosto najpomembnejše premoženje, bolj pomembno od materialov in strojev, katerih vrednost je vključena v računovodskih izkazih. Čeprav blagovna znamka fizično ne obstaja, ima realno vrednost in se redno prodaja med podjetji ali uporablja za pridobivanje dohodka. Podjetja lahko plačajo velike vsote denarja za njih, zato bi jih bilo treba vključiti kot sredstva v bilanci stanja (Fernandez, 2002, str. 18). Ker blagovne znamke v večini držav niso kapitalizirane v bilanci

stanja, to preprečuje dolgoročno osredotočenost upravljanja na kakršnekoli interno razvite blagovne znamke. Strateško gledano močne blagovne znamke predstavljajo ključni element konkurenčne prednosti in delujejo kot glavni vir bodočih prihodkov. Zato bi morali za podjetja z močnimi blagovnimi znamkami kazalniki uspešnosti temeljiti na vključevanju vrednosti blagovne znamke, namesto da se osredotočajo na denarni tok in kratkoročne dobičke (Baldauf, Cravens, & Binder, 2003, str. 220–221). Prav tako so blagovne znamke notranje ustvarjeno premoženje, kar povečuje lastniški kapital delničarjev. Poleg tega lahko prikaz v bilanci stanja utemelji visoke premije za združitve in prevzeme (Abratt & Bick, 2003, str. 23).

Nasprotniki prikaza vrednosti blagovnih znamk v bilanci stanja trdijo, da je nemogoče (ali vsaj zelo težko) dodeliti vrednost blagovnih znamk ločeno od vrednosti podjetja. Možno je dodeliti vrednost blagovne znamke ob njeni prodaji. Vključitev v podjetju razvitih blagovnih znamk je tvegano, ker ni splošno sprejete metoda vrednotenja. Kapitalizacija blagovnih znamk bi tudi izboljšala dobiček na račun poslabšanja denarnega toka, kar je s finančnega vidika nesmiselno (Fernandez, 2002, str. 18). Prav tako vključevanje vrednosti blagovnih znamk v bilanco stanja zmanjšuje donosnost sredstev, saj ima podjetje tako večjo kapitalsko osnovo. Podjetja, ki so privzela ekonomsko dodano vrednost, bi morala v tem primeru dvigniti stroške kapitala proti sredstvom (Abratt & Bick, 2003, str. 23).

Zaradi pomembnosti blagovnih znamk za gospodarski razvoj podjetij je njihova računovodska obravnava predmet razprav in nasprotovanj v mnogih državah. V Avstraliji in Veliki Britaniji so se podjetja, kot so Grand Metropolitan in Rank Hovis McDougall (v nadaljevanju RHM), v letu 1988 odločila, da vključijo vrednost blagovnih znamk, kupljenih ali razvitih v podjetju, v svojih konsolidiranih bilancah stanja. Tudi v Franciji so posledice vrednotenja neopredmetenih sredstev, vključno z blagovnimi znamkami, pomembne za nekatera podjetja zaradi njihovega pomena pri predstavitvi bilance stanja. Na primer v letu 1998 so blagovne znamke predstavljale 22,8 % bilančne vsote za Remy Cointreau in 11,9 % za Danone. V Nemčiji se za podjetje Beiersdorf domneva, da je blagovna znamka Nivea vredna več kot celotna bilančna vsota (Stolowy, Haller, & Klockhaus, 2001, str. 148).

Glede na vse to je Odbor za mednarodne računovodske standarde (v nadaljevanju IASC) julija 1998 objavil MRS 38 Neopredmetena sredstva. Standard določa predloge za priznavanje, merjenje, amortizacijo in razkrivanje neopredmetenih sredstev. V tem standardu je vključena tudi računovodska obravnava blagovnih znamk. Pogosto se poudarja, da so proces in rezultati določanja standardov IASC pod vplivom anglosaškega računovodskega sistema, ki teoretično poudarja ustreznost. To velja za enega od glavnih razlogov, zakaj države z drugimi računovodskimi sistemi nerade sprejmejo mednarodne računovodske standarde. To še posebej velja za države, ki sodijo v kontinentalni računovodski sistem, ki poudarja zanesljivost, previdnost, uresničitev in izvirno nominalno vrednost. Zato je zanimivo preveriti, ali se opisano v MRS 38 razlikuje od računovodske prakse v državah celinske Evrope in če je vsebina standarda v teh državah sprejeta s strani podjetij. Avtorji Stolowy et al. so v študiji leta 2001 primerjali stališča glede blagovnih znamk v okviru

standarda MRS 38 v povezavi z računovodskimi pravili, načeli in prakso podjetij v Franciji in Nemčiji. Kljub podobnosti v mnogih točkah Francija in Nemčija kažeta, da sta ti dve državi, ki se nahajata v isti skupini računovodskih sistemov (kontinentalni računovodski sistem), sprejeli zelo različne rešitve glede MRS 38. Glede prikaza znotraj podjetja ustvarjenih blagovnih znamk v bilanci stanja so nemški računovodski standardi bolj usklajeni z mednarodnimi kot francoski. Tako mednarodni kot tudi nemški računovodski standardi zagovarjajo stališče, da znotraj podjetja ustvarjenih blagovnih znamk ni mogoče prikazati v bilanci stanja. Francosko stališče je načeloma v nasprotju z MRS, toda v praksi je v skladu z njim. Splošni računovodski načrt vsebuje posebno postavko bilance stanja za evidentiranje stroškov, nastalih za pridobitev ugodnosti, ki izhajajo iz zaščite za uporabo pravic blagovne znamke. Na podlagi široke razlage te postavke bi lahko podjetja vključevala lastno zgrajene blagovne znamke v svojih bilancah, vendar pa v praksi francoska podjetja tega ne počnejo. V Nemčiji se blagovne znamke obravnavajo kot amortizirana sredstva z relativno kratko življenjsko dobo, medtem ko so v Franciji blagovne znamke neopredmetena osnovna sredstva, ki se ne amortizirajo. MRS 38 je s svojo opredelitvijo dobe koristnosti, ne več kot 20 let, nekje vmes, čeprav bližje nemškemu vidiku. Opredelitev in pojasnila MRS 38 so veliko bolj natančna kot nemški in predvsem francoski predpisi na to temo. Rezultati te študije kažejo na težave pri mednarodnem usklajevanju standardov, povezanih z vrednotenjem blagovnih znamk. V skladu s standardnimi računovodskimi praksami se lahko sredstva prikazujejo v računovodskih izkazih le, če jih je mogoče identificirati in jim jasno pripisati prihodnje gospodarske koristi. Slovenski računovodski standardi glede tega sledijo mednarodnim računovodskim standardom.

Stališče ZDA je bolj pragmatično. Neopredmeteno sredstvo se pripozna kot sredstvo, ločeno od dobrega imena, če izpolnjujejo enega od dveh meril, in sicer pogodbeno-pravno merilo ali merilo ločljivosti. Da bi se izognili nejasnostim, ameriški standard Izkaz finančnih računovodskih standardov št. 141 navaja točen seznam neopredmetenih sredstev, ki izpolnjujejo eno od teh meril. Seznam ne omenja tržnega deleža, prav tako ni vključen know-how, vključuje pa vrednotenje baze podatkov o kupcih. Stališče ZDA vključuje manj pravne lastnine, namesto tega sledi bolj ekonomskemu pristopu (Kapferer, 2011, str. 512). V ZDA se lahko določena neopredmetena sredstva kapitalizirajo in amortizirajo, vendar interno razvite blagovne znamke ne morejo biti vključene v bilanco stanja. Vrednost blagovnih znamk, pridobljenih z nakupom podjetja, se lahko kapitalizira in amortizira kot dobro ime. Vrednost dobrega imena se izračuna kot presežek kupnine nad vrednostjo stvarnega premoženja. Glede na visoke vrednosti velikih blagovnih znamk, kot so Coca Cola, Microsoft in Nike, so lahko ti zneski precej veliki. Zato ni presenetljivo, da več podjetij zahteva, da se odraža vrednost blagovnih znamk, ki predstavljajo najbolj dragoceno premoženje, v svojih računovodskih izkazih (Cravens & Guilding, 1999, str. 60–61). Novi osnutek MRS, ki bo postal prevladujoč v podjetjih po vsem svetu, je podoben ameriškemu modelu (Kapferer, 2011, str. 512).

Računovodska usmeritev sledi pripoznavnosti blagovne znamke in temu, da je vrednotenje odvisno od načina, kako je bila blagovna znamka pridobljena. Ločuje prevzem v okviru

poslovne združitve (spojitve ali nakup odvisnih družb) ali ustvarjenost znotraj podjetja. V vseh državah se nezanesljive informacije v računovodskih izkazih dojema za veliko večjo napako, kot če ekonomska vrednost blagovne znamke ni upoštevana. Kljub temu da računovodski standardi večinoma ne dovoljujejo prikaza znotraj podjetja ustvarjenih blagovnih znamk v bilanci stanja, je njihovo vrednotenje koristno za podjetje, tudi če rezultatov ne prikažejo v bilanci stanja. Vrednotenje blagovne znamke še vedno zagotavlja dragocene informacije za notranje upravljanje. Vsako podjetje, ki želi obvestiti delničarje o vrednosti svojih blagovnih znamk, lahko to stori v poslovnem delu svojih letnih poročil.

1.3 Premoženje in vrednost blagovne znamke

V svoji nalogi obravnavam vrednotenje blagovne znamke. V literaturi pogosto zasledimo tudi izraz premoženje blagovne znamke, kar ni isto. Zato se mi zdi pomembno, da se pojma premoženje blagovne znamke in vrednost blagovne znamke ne enačita oz. zamenjujeta.

Blagovne znamke se v zadnjem času priznavajo kot del premoženja družbe, ki ga je treba izkoristiti. Kapferer (2011, str. 13–14) navaja uradno opredelitev premoženja blagovne znamke Marketing Science-a kot niz zaznav in vedenje na strani kupcev blagovne znamke, deležnikov v verigi in matične družbe, ki omogoča blagovni znamki, da prinaša večje količine ali večje marže, kot bi jih podjetje doseglo brez blagovne znamke. Premoženje blagovne znamke temelji na psiholoških kazalnikih, ki se merijo iz potrošnikovega zornega kota, in ima vrednost le, če pripomore k večjemu dobičku.

Za razmah koncepta premoženja blagovne znamke je leta 1990 poskrbel Aaker. Za pojem, ki združuje finančni koncept (premoženje) s pojmom, ki temelji na trženju (blagovna znamka), je značilno vse večje zavedanje o finančni vrednosti blagovnih znamk, ki je prešlo iz izključno sveta oglaševanja in trženja na to, da postane zelo pomemben dejavnik, ki vpliva na celotno upravljanje. Uporaba izraza premoženje se, kadar je vezan na blagovno znamko, ne nanaša na obveznosti, na katero se nanaša njegov dejanski pomen, ampak na sredstva zgrajena sčasoma, zahvaljujoč poslovnim naložbam vanj. Ko pride do vprašanja merjenja premoženja blagovne znamke in razpravljanja o tem, kaj naredi blagovne znamke močne, se mnenja razdelijo na dva vidika, in sicer premoženje blagovne znamke, ki temelji na porabnikih, in finančno premoženje blagovne znamke (Kapferer, 2011, str. 507–508).

Nekdanja šola mišljenja (premoženje blagovne znamke na osnovi porabnikov) gleda na vrednost blagovne znamke s stališča porabnika. Pristop upošteva blagovno znamko kot prednost, ki je ni mogoče razložiti s samim izdelkom. Pri tem se meri premoženje blagovne znamke kot preostanek razlike med zaznano prednostjo in prednostjo predvideno z uporabo izdelka. Blagovna znamka je torej omejena izključno na neopredmeteno, čustveno dimenzijo. Aaker (1991, str. 7–8) premoženje blagovne znamke opredeljuje kot skupek sredstev in obveznosti, povezanih z imenom in simbolom blagovne znamke, ki dodaja k vrednosti izdelka ali storitve za podjetje in porabnike. Ena od štirih kategorij teh sredstev je **zvestoba blagovni znamki**, ki prikazuje, kolikšna je verjetnost, da bo kupec zamenjal blagovno

znamko z drugo, še posebej takrat, ko se tej blagovni znamki spremeni cena ali lastnost izdelka. S povečanjem zvestobe blagovni znamki se občutljivost kupcev na ukrepe konkurence zmanjša (Aaker, 1991, str. 38–40). **Prepoznavanje imena blagovne znamke** je zmožnost potencialnega kupca, da prepozna ali pripiše določeno blagovno znamko določeni kategoriji izdelkov. Prepoznavnost blagovne znamke vključuje uvrščanje, od negotovega občutka, da je blagovna znamka prepoznana, do prepričanja, da je edina v določeni kategoriji izdelkov. Za poznano blagovno znamko je bolj verjetno, da bo izbrana pri nakupu (Aaker, 1991, str. 61–62). **Zaznano kakovost** je mogoče opredeliti kot kupčevo dožemanje splošne kakovosti ali superiornosti izdelka glede na alternative. Eden od glavnih dejavnikov zadovoljstva potrošnikov je zaznana kakovost in dokazano je, da je zadovoljstvo kupcev neposredno vodilo dobičkonosnosti podjetij in uspešnosti delnic (Aaker, 1991, str. 85–86). **Asociacije v zvezi z blagovno znamko** so katera koli duševna povezava porabnika z blagovno znamko. Nanašajo se na vse informacije v spominu potrošnika povezane z blagovno znamko. Asociacije blagovne znamke pozitivno vplivajo na izbiro potrošnikov, želje in namere za nakup, njihovo pripravljenost plačati cenovno premijo za blagovno znamko, sprejem razširitve blagovne znamke in priporočila blagovne znamke drugim (Aaker, 1991, str. 272). Te štiri dimenzije predstavljajo premoženje blagovne znamke in vedenjske odnose, ki podpirajo povezavo med premoženjem blagovne znamke in uspešnostjo poslovanja. V poznejših prispevkih Aaker (1996) dodaja premoženju blagovne znamke tudi kategorije tržni delež, distribucija in cenovna premija.

Kotler & Keller (2012, str. 243) opredeljujeta premoženje blagovne znamke kot dodano vrednost, ki jo prinašajo izdelki in storitve. Ta se lahko odraža v načinu, kako potrošniki mislijo, čutijo in delujejo v zvezi z blagovno znamko, kot tudi v ceni, tržnem deležu in dobičkonosnosti delovanja blagovne znamke. Pristop premoženja blagovne znamke na osnovi potrošnikov opredeljuje premoženje blagovne znamke kot razlikovalen učinek, ki ga ima poznavanje blagovne znamke na odziv potrošnikov na trženje blagovne znamke (Keller, Aperia, & Georgson, 2008, str. 43). Blagovna znamka ima pozitivno premoženje blagovne znamke na osnovi potrošnikov, ko se potrošniki odzovejo bolj pozitivno na izdelek in na trženje, ko je blagovna znamka določena, kot takrat, ko blagovna znamka ni ugotovljena. Negativno premoženje blagovne znamke, ki temelji na porabnikih, pa je opredeljen kot stanje, v katerem identifikacija blagovne znamke vodi do manj ugodnega odziva.

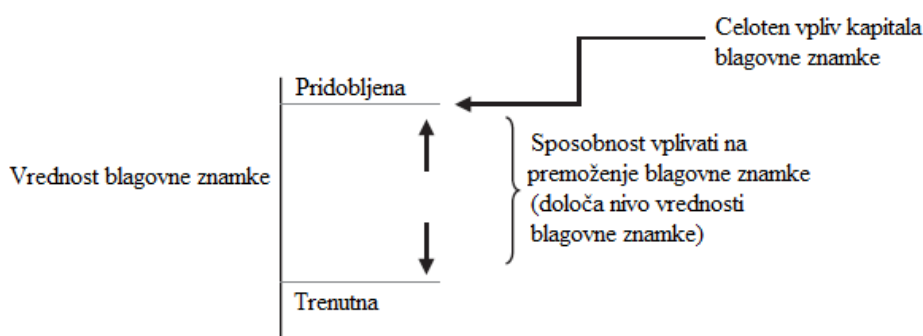
Kasnejše šole premoženja blagovne znamke vključujejo finančne analitike, katerih naloga je oceniti vrednost sredstev. Z njihovega gospodarskega vidika je premoženje blagovne znamke sedanja vrednost dobička, ki ga lahko pripišemo blagovni znamki v prihodnosti. V nasprotju s pristopom premoženja blagovne znamke, ki temelji na porabnikih, finančna analiza zahteva še bistveno pripombo: blagovna znamka je pogojno sredstvo. Z namenom, da se ustvari dobiček ali ekonomska dodana vrednost, mora pred tem priti do prodaje in tako oprijemljive osnove za blagovno znamko. Vrednost sredstva je ocenjena z vsoto njegovih bodočih pričakovanih dobičkov, potem ko je bila začetna investicija odšteta.

Glede na to, da je blagovna znamka orodje za povečanje obsega poslovanja, je treba oba

pristopa do premoženja blagovne znamke združiti. Ekonomska analiza nam pove, da blagovna znamka ne glede na svoj ugled, prednostne dejavnike in lojalnost, nima nobene vrednosti, če podjetju ne prinaša presežka dobička. Če lahko blagovna znamka povzroči, da potrošnik plača razliko v ceni, vendar so stroški oblikovanja blagovne znamke večji od te razlike v ceni, blagovna znamka nima vrednosti. Kapferer (2011, str. 509) zato predlaga poenoteno opredelitev blagovne znamke, ki ima vrednost (močno premoženje blagovne znamke): močna blagovna znamka je ime, ki vpliva na kupce z vrednostjo, ki jo ponuja in je podprta z donosno ekonomsko formulo.

Raggio in Leone (2007, str. 380–381) predstavljata nov konceptualni model, ki vzpostavlja premoženje blagovne znamke in vrednost blagovne znamke kot povezana, vendar dva različna pojma. Premoženje blagovne znamke, ki pomeni osredotočenost na potrošnike in vpliva na procese odločanja potrošnikov, predstavlja enega od številnih dejavnikov, ki prispevajo k vrednosti blagovne znamke. Ta pa je opredeljena kot prodajna ali nadomestitvena vrednost blagovne znamke in pomeni na podjetju temelječ vidik. Avtorja sta prepričana, da je eden od glavnih razlogov, da ni splošno sprejetega merila premoženja blagovne znamke, ker se je v zadnjih 15 letih pogosto obravnavalo premoženje blagovne znamke in vrednost blagovne znamke kot isti pojem. Model Raggio in Leone (2009, str. 248–263) uvaja koncept pridobljene vrednosti. To je vrednost, ki bi se lahko uresničila, če bi bilo vso obstoječe premoženje blagovne znamke v celoti povečano. Slika 1 prikazuje, kako se lahko dve ravni vrednosti blagovne znamke, trenutna in pridobljena, spreminjata na podlagi podjetja, ki ima v lasti blagovno znamko. Obe merili vrednosti blagovne znamke sta subjektivni in odvisni od sredstev in zmogljivosti podjetja. Sedanja vrednost temelji na predvidenih dobičkih, ki jih prinašajo podjetju določene obstoječe strategije, zmožnosti in sredstva. Vendar je jasno, da obstaja večja pridobljena vrednost, ki jo lahko to ali drugo podjetje doseže, če bi lahko bolj učinkovito povečalo obstoječe premoženje blagovne znamke. Torej razlika med sedanjo in pridobljeno vrednostjo blagovne znamke temelji na sposobnosti podjetja, da poveča premoženje te blagovne znamke. Pridobljena vrednost blagovne znamke predstavlja teoretično vrednost, ki bi jo lahko podjetje doseglo, če bi se obstoječe premoženje blagovne znamke optimalno povečalo.

Slika 1: Ravni vrednosti blagovne znamke



Vir: R. D. Raggio & R. P. Leone, *Chasing brand value: Fully leveraging brand equity to maximise brand value*, 2009, str. 250.

Obe ravni vrednosti blagovne znamke nam pomagata razumeti komponente vrednotenja, ki bi bile potrebne za finančna poročanja. Vendar pa sta najbolj dragoceni za vodstvene namene managerjem blagovnih znamk in trženja. Glavna naloga managerjev blagovnih znamk je maksimiranje premoženja blagovne znamke, da se poveča vrednost blagovne znamke.

Da je pomembno pokazati povezavo porabnikovega in finančnega pristopa blagovne znamke, navaja tudi Kapferer (2011, str. 14–15). Prvi korak vrednosti blagovne znamke so sredstva, ki so vir vplivanja blagovne znamke in so pridobljena skozi čas (zavedanje, podoba, vrsta razmerja s porabniki). Posledica teh sredstev znotraj posameznega trga in konkurenčnega okolja je moč blagovne znamke. Moč blagovne znamke je trenutni rezultat premoženja blagovne znamke, v kateri so zajeti vedenjsko konkurenčni kazalci, kot so tržni delež, vodenje trga, stopnje zvestobe in cenovne premije. Posledica moči blagovne znamke je vrednost blagovne znamke, ki je njena zmožnost ustvarjati dobiček v prihodnosti. Vrednost blagovne znamke je potencialni dobiček sredstev blagovne znamke, odvisen od moči blagovne znamke na trgu.

2 VREDNOTENJE BLAGOVNE ZNAMKE

Neopredmetena sredstva, kot so blagovne znamke, tehnologije, patenti in zaposleni, so bila vedno v središču korporativnega uspeha, vendar le redko jasno ovrednotena. Vse večje zavedanje vrednosti neopredmetenih sredstev je prišlo iz stalnega naraščanja razkoraka med knjigovodsko vrednostjo podjetij in njihovo vrednostjo na borzi, pa tudi iz strme rasti premij nad vrednostmi na borzi, ki so bile plačane v združitvah in prevzemih v poznih 80. letih prejšnjega stoletja. Pozornost managementa do teh sredstev se je zagotovo občutno povečala (Interbrand, b.l.).

Računovodsko vrednotenje blagovnih znamk je relativno nov razvoj v finančnem poročanju. Sredi 80. let prejšnjega stoletja je svetovalno podjetje Interbrand izvedlo prvo storitev vrednotenja blagovne znamke za podjetje RHM. Interbrand je računovodsko obravnavo vrednosti blagovne znamke podjetja vključilo v sredstva bilance stanja, s čimer se je podjetje želelo braniti pred sovražnim prevzemom. Namen uprave podjetja RHM je bil prepričati investitorje, da je ponudba prenizka, kar jim je tudi uspelo. Val prevzemov blagovnih znamk v poznih 80. letih prejšnjega stoletja je izpostavil skrito vrednost v blagovni znamki podjetja in postavil vrednotenje blagovne znamke v ospredje (Seetharaman, Nadzir, & Gunalan, 2001, str. 244).

Leta 1995 je Odbor za računovodske standarde objavil osnutek z izpostavljenimi temami in težavami 50, Neopredmetena sredstva, ki je omogočal vključitev neopredmetenih dolgoročnih sredstev v bilanci stanja pod pogoji: da so ugotovljeni pretekli stroški, da se sredstva ločijo od dobrega imena in da je mogoče stroške izmeriti neodvisno od dobrega imena, drugih sredstev in dobičkov. Navedeni pogoji so bili močno kritizirani z utemeljitvijo, da je zelo malo sredstev, ki lahko izpolnjujejo omenjene pogoje za priznavanje. V vmesnem

času so strokovnjaki s tega področja spodbujali h globljemu razumevanju finančne vrednosti blagovnih znamk. Čedalje več empirične literature dejansko podpira hipotezo, da je vrednotenje blagovnih znamk pomembno in povezano s tržnimi vrednostmi. V letu 2004 je Odbor za mednarodne računovodske standarde objavil MSRP 3 Poslovne združitve, ki navaja, da če je bila blagovna znamka pridobljena s poslovno združitvijo, so stroški pridobitve te blagovne znamke njena poštena vrednost na datum prevzema. Ta standard poročanja je uradno uveden v računovodski praksi vrednotenja blagovne znamke (Beccacece, Borgonovo, & Reggiani, 2006, str. 1–2).

Zanimanje za raziskave, povezane z blagovnimi znamkami, se je v zadnjih dveh desetletjih dramatično povečalo. Po uspešnih raziskava Aakerja je prišlo do naraščajočega zanimanja za odnose in stališča do blagovne znamke, premoženja blagovne znamke, lojalnosti blagovne znamke ter prednosti in posledic njenega merjenja. Zdi se, da je poslovni interes za blagovne znamke povečal skupaj z akademskimi prizadevanji. Leta 2003 je revija Fortune v svoji študiji na podlagi 3500 ameriških podjetij pokazala, da premoženje blagovne znamke znatno prispeva k skupni tržni vrednosti podjetja. Študija je pokazala, da se je razmerje neopredmetenih sredstev v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo povečalo s 3 % v letu 1978 na 72 % v letu 1998. Pogosto od 40 % do 75 % neopredmetenih sredstev družbe lahko pripišemo blagovni znamki. Tako se pogosto domneva, da imajo blagovne znamke ekonomsko vrednost in ustvarjajo vrednost za delničarje družbe (Yeung & Ramasamy, 2008, str. 322–323).

2.1 Namen vrednotenja blagovne znamke

V podjetjih, v katerih so blagovne znamke ključni vir njihove konkurenčne prednosti, je zbiranje in vrednotenje podatkov o blagovnih znamkah še posebej pomembno za pomoč pri upravljanju blagovnih znamk. Tudi visoka raven izdatkov za trženje blagovnih znamk poudarja pomen informacij, ki podpirajo odločitve za upravljanje blagovnih znamk. Poleg omenjenih razlogov za vrednotenje blagovnih znamk obstajajo še številni drugi. Na podlagi pregledane literature s tega področja sem glavne razloge za vrednotenje blagovnih znamk razdelila v pet sklopov:

1. Podpora trženju pri upravljanju blagovnih znamk

Podjetja se lahko zanašajo predvsem na trženske strokovnjake za upravljanje z blagovnimi znamkami, vendar tržniki v zameno potrebujejo informacije z različnih področij v celotnem podjetju. Ker je večina informacij, potrebnih za upravljanje blagovne znamke, kvantitativnih, jim morajo računovodje pomagati preoblikovati podatke, zbrane med računovodskimi transakcijami. Eden od najbolj učinkovitih načinov zagotavljanja uporabnih informacij računovodij tržnikom je izvajanje rednih vrednotenj blagovnih znamk. Kot merilo za uspeh pomaga uporaba vrednosti blagovne znamke oceniti učinek odločitev na področju upravljanja blagovnih znamk. Z uporabo podatkov vrednotenja blagovne znamke lahko managerji ocenijo učinek odhodkov blagovne znamke na lastnost premoženja blagovne znamke in ne zgolj spremljanje sprememb tržnega deleža (Cravens & Guilding, 1999, str. 53).

Guiling (1992, str. 44–45, 55) preučuje učinkovitost vrednotenja blagovne znamke kot računovodskega orodja za upravljanje. Njegovo raziskovanje spodbuja pogled, da vrednotenje blagovnih znamk predstavlja dejavnost, ki lahko spodbuja tesnejše odnose med funkcijami trženja in računovodstva, zagotavlja ustrezne informacije za podporo odločanju povezanem z blagovnimi znamkami in spodbuja izvedbo ukrepov v nasprotju s kratkoročnimi ukrepi tradicionalnega računovodstva. Vrednotenje blagovnih znamk se izvaja v okviru poslovnega računovodstva, ki se ukvarja z zagotavljanjem informacij za odločanja in nadzor vodstva. Z vidika odločanja vrednotenje blagovne znamke omogoča, da se zagotovi ustrezno ozadje pri sprejemanju odločitev, ki se nanašajo na dodelitev proračuna za promocijo med več blagovnimi znamkami v enem podjetju, razširitev blagovne znamke ipd. Koristne posledice uporabe vrednotenja blagovne znamke kot merila poslovanja izhajajo iz dejstva, da je to kazalnik za dolgoročno uspešnost blagovne znamke. Usmerjeno je v prihodnost, saj moč blagovne znamke kaže njen potencial za ohranjanje in povečanje obstoječe prodaje in dobička ali njena šibkost na izgubo obstoječe ravni dobičkonosnosti.

Vrednotenje blagovne znamke vključuje podroben pregled blagovne znamke iz trženjskega, finančnega in pravnega vidika. Model vrednotenja blagovnih znamk zagotavlja odlično orodje za strateški razvoj, bodisi za portfelj ali posamezno blagovno znamko. Tehnike vrednotenja blagovne znamke se lahko uporablja za presojo, katere blagovne znamke so primerne za prodajo in za določitev njihove vrednosti za tretjo osebo (Blackett, 1993, str. 30). Prednost ugotavljanja pravilne vrednosti blagovne znamke je, da se sredstva ustrezno razporedijo glede na to, kje bodo prinesla največjo vrednost organizaciji, predvsem z optimizacijo portfelja blagovnih znamk (Abratt & Bick, 2003, str. 2003, str. 21–22).

2. Ocenjevanje učinkovitosti in uspešnosti trženja

Naslednji pomen vrednotenja blagovnih znamk je večja potreba po oceni produktivnosti porabe trženja in ocenjevanje rezultatov vodij blagovnih znamk (Abratt & Bick, 2003, str. 2003, str. 21–22). Vrednotenje blagovnih znamk ustvarja močno podporo načelu, da je trženje naložba in ne nujni strošek. S tem ko razmerje med naložbami in donosi postane bolj transparentno in obvladljivo, bodo podjetja sprejemala boljše odločitve o tem, kako in kam vlagati svoja trženjska sredstva za doseganje najboljših možnih rezultatov (Liodice, 2010, str. 26). V času upočasnitve gospodarske rasti ali recesije je v večini primerov prvi proračun, ki se zmanjša, trženje in z njim povezani stroški, to kar pomaga podjetjem razumeti in bolje skrbeti za svoje stranke. Malo pozornosti je bilo posvečene vplivu marketinških odločitev na vrednost podjetja, saj se finance in trženje na splošno štejeta kot dve ločeni funkciji v podjetjih. Obstaja velika težava pri oceni učinkovitosti trženja in dejstvo dolgotrajne nezmožnosti, da se ovrednoti njihov vpliv na ostale ravni, kar močno zmanjšuje njihovo verodostojnost. Zato je pomembno, da se dokaže vpliv trženja za zagotavljanje stalne podpore pri izgradnji blagovne znamke. Tržniki morajo, da bi upravičili svoja dejanja, pokazati, da se naložbe v blagovne znamke izplačajo in ustvarjajo ustrezne donose. Če blagovna znamka ne more proizvajati teh učinkov, se vodstvo bolj osredotoča na druge vire ustvarjanja vrednosti (Yeung & Ramasamy, 2008, str. 324).

Cravens & Guilding (1999, str. 57) poleg ostalih pomenov vrednotenja blagovnih znamk navajata, da je mogoče spremembe v vrednosti blagovne znamke vključiti tudi v sistem ocenjevanja uspešnosti. Informacije o vrednosti blagovne znamke opozorijo poslovodstvo tako o negativnih kot tudi pozitivnih rezultatih strateških odločitev upravljanja blagovnih znamk. Tradicionalni načini ocenjevanja uspešnosti in nagrajevanja temeljijo na kratkoročnih in zgodovinsko usmerjenih merilih, kot sta prodaja in dobiček. Zato managerji pogosto sprejemajo ukrepe, ki jim koristijo pri doseganju kratkoročnih bonusov, vendar lahko dolgoročno škodujejo podjetju in stanju blagovne znamke. Veliko nagrajevalnih sistemov je bilo spremenjenih tako, da ocenjujejo dolgoročna merila uspešnosti. Vrednost blagovne znamke je primeren kriterij za preprečevanje kratkoročnih doseganj ciljev in pomaga določiti uspešnost.

3. Vpliv na odnose z vlagatelji

Blagovne znamke svojim lastnikom omogočajo stabilnost in večjo kakovost dobička, kar so v kriznih časih dokazala mnoga z blagovnimi znamkami bogata podjetja. Če imajo podjetja v lasti močne in dragocene blagovne znamke, je to treba dokazati analitikom in vlagateljem, tudi če ne vključujejo blagovnih znamk v svojih bilancah stanja (Blackett, 1993, str. 30). Vlagatelji imajo finančno motivacijo za pridobivanje informacij o vrednosti blagovne znamke in jih zanima kolikšna je razlika v uspešnosti med poslovanjem z blagovno znamko ali brez nje (Yeung & Ramasamy, 2008, str. 324).

Fehle, Fournier, Madden in Shrider (2008, str. 3, 23) dokazujejo, da imajo podjetja z najboljšimi blagovnimi znamkami vrednost, ki se s klasičnimi modeli vrednotenja premoženja ne da popolnoma oceniti. Avtorji so učinkovitost trga vrednostnih papirjev preučevali na vzorcu podjetij, ki so se pojavila na Interbrandovem seznamu najvrednejših blagovnih znamk na svetu med letoma 1994 in 2006. Uporaba podatkov mesečnih donosov na portfelju vzorčnih podjetij je pokazala, da imajo le-ti statistično in gospodarsko gledano boljše rezultate od celotnega trga vrednostnih papirjev. Ker njihovi rezultati kažejo, da so lahko vrednosti blagovne znamke uporabne za temeljne analize vrednostnih papirjev, bi morale družbe v korist delničarjem podjetja razkriti ocene vrednosti blagovne znamke v letnem poročilu.

4. Trgovanje z blagovnimi znamkami

Glede na to, da lahko veliko ali večino vrednosti ciljnih podjetij predstavljajo blagovne znamke, je vrednost blagovnih znamk, vključno z njihovo zmožnostjo rasti in razširitve, ključnega pomena za prevzemnike (Blackett, 1993, str. 30). Računovodstvo zahteva določitev vrednosti blagovnih znamk pri združitvah in prevzemih, da so kupljene blagovne znamke ovrednotene in amortizirane (Abratt & Bick, 2003, str. 2003, str. 21–22). Številna podjetja tudi zaračunajo hčerinskim družbam za uporabo blagovnih znamk (npr. Nestle) (Stolowy et al., 2001, str. 151–152). To je pogosto zaradi davčnega načrtovanja. Če lahko mednarodno podjetje upravičeno prenese lastništvo blagovne znamke v območje z nižjimi davki in zmanjša delež dobička, ki se nanaša na hčerinske družbe z višjimi davčnimi obveznostmi, se bo skupni dohodek po davkih povečal (Salinas & Amber, 2009, str. 40–41).

5. Možnost širitve

Vrednotenje blagovnih znamk omogoča večje možnosti za izdajanje licenc in dodatne možnosti razširitev blagovne znamke (Fehle et al., 2008, str 3–4). Dovoljenje za uporabo blagovne znamke, bodisi tretjim osebam ali navznoter povezanim osebam, je vse bolj pogosta praksa, pri kateri pomaga formalna vrednost blagovne znamke (Blackett, 1993, str. 30). Vrednost blagovne znamke pomaga podjetjem odkriti vire prihodkov, ki lahko obstajajo zunaj njegovih temeljnih dejavnosti. Prav tako kot pomaga določiti potencial za rast, pomaga določiti tudi negativna tveganja razširitev blagovne znamke (Liodice, 2010, str. 26). Vrednotenje blagovne znamke pomaga pri načrtovanju novih izdelkov in daje informacijo, kako je treba čim boljje izkoristiti visoke vrednosti blagovnih znamk (Kasturi, Corporate Brand Valuation - A need for Acquisition, Mergers and Investment, 2008). Večina podjetij, če sploh meri premoženje blagovne znamke, omejuje svoje meritve na blagovne znamke v konkretnih razredih izdelkov in trgov. Širjenje perspektive z vključitvijo več razredov izdelkov in trgov, ima lahko pomembno praktično vrednost, saj se lahko poveča tudi sposobnost podjetij za upravljanje portfelja blagovnih znamk in trgov ter pomaga razviti veljaven sistem vrednotenja premoženja blagovne znamke (Aaker, 1996, str. 102–103).

2.2 Empirični podatki o merjenju vrednosti blagovne znamke

Kritike poslovodnemu računovodstvu se nanašajo predvsem na to, da ne zagotovi informacij za upravljanje, ki so koristne pri odločanju. Večina kazalnikov uspešnosti se osredotoča na združena, finančno računovodska osnovana merila, ki so zaostali kazalniki uspešnosti. Najslabše je, da imajo le-ti pogosto malo informativne vsebine za managerje v smislu vpliva njihovih ukrepov na uspešnost podjetja. Podjetja se glede upravljanja blagovnih znamk poglavitno zanašajo na tržnike, vendar so običajno tržniki usmerjeni zgolj na spremljanje sprememb tržnega deleža blagovne znamke. Ker je večina informacij, potrebnih za upravljanje z blagovnimi znamkami, kvantitativnih, lahko zlasti računovodje zagotovijo bistvene podatke za vrednotenje blagovnih znamk. Nekateri avtorji celo predlagajo, da bi moralo imeti vrednotenje neopredmetenih sredstev, kot so vrednost blagovne znamke, človeškega kapitala in inovacijske moči, prednost pred merjenjem dobička, saj so to dolgoročna sredstva podjetja, ki prinašajo trajnostne dolgoročne dobičke.

Cravens & Guilding (1999, str. 61) menita, da je vrednotenje blagovnih znamk najbolj obetavna tehnika, ki lahko kaže na pomembnost blagovne znamke za vodstvene kadre, hkrati pa povezuje različne usmeritve med tržniki in računovodji. Vsaka od teh funkcij lahko v procesu ocenjevanja vrednosti blagovne znamke prispeva veliko količino strokovnega znanja in izkušenj. Ta skupni prispevek pa lahko nato pomaga podjetju pri upravljanju blagovnih znamk. Kot je že bilo omenjeno v začetku poglavja, se je v zadnjih dveh desetletjih zanimanje za raziskave povezane z blagovnimi znamkami dramatično povečalo. Še vedno pa se zdi, da se je zanimanje bolj kot med podjetji povečalo med akademiki. V nadaljevanju prikazujem študije glede zanimanja za to področje s strani podjetij v tujin in Sloveniji.

2.2.1 Vrednotenje blagovnih znamk v tujini

Raziskava Davisa in Douglasa (1995, str. 4–5) je pokazala, da 43 % anketiranih ameriških podjetij meri vrednost premoženja blagovne znamke. Le 55 % tistih, ki merijo premoženje blagovne znamke, meni, da je njihova metodologija zadovoljiva. Več kot 66 % vprašanih je navedlo, da njihova podjetja nimajo dolgoročne strategije blagovne znamke. Le blagovne znamke, ki so dobro upravljane, lahko služijo kot vir konkurenčne prednosti podjetja. Na primer Coca Cola in McDonald vlagata čas in energijo za upravljanje svojih blagovnih znamk (Gabay, Moskowitz, Beckley, & Ashman, 2009, str. 5). Način upravljanja blagovnih znamk je med podjetji različen. Na primer v Veliki Britaniji in na Nizozemskem je prisotna večletna praksa poročanja vrednosti blagovne znamke v finančnih poročilih. Na podlagi raziskave družbe Brand Finance, izvedene v letu 2000, 73 % analitikov in 72 % podjetij misli, da morajo javne družbe objavljati več informacij o vrednosti blagovne znamke preprosto zato, ker menijo, da so informacije o vrednosti blagovne znamke pomembne za vrednotenje sredstev podjetja (Yeung & Ramasamy, 2008, str. 325–328).

Enako pomembna je ideja, da igrajo blagovne znamke ključno vlogo pri uspešnosti podjetij. V svoji študiji so Michell, King in Reast (2001) anketirali 70 vodilnih industrijskih podjetij in potrdili ugotovitve, ki kažejo, da industrijska podjetja v povprečju verjamejo, da je upravljanje z blagovno znamko pomemben korak k uresničitvi uspeha podjetja. Raziskava Booz Allen Hamilton in Wolff Olins European (2004), v okviru katere so anketirali vodje trženja in prodaje v vodilnih 500 evropskih podjetij, je pokazala, da je 90 % teh podjetij prepričanih, da je usmerjenost k blagovni znamki ključni dejavnik njihovega uspeha (Yeung & Ramasamy, 2008, str. 322–323).

2.2.2 Vrednotenje blagovnih znamk v Sloveniji

Tuja podjetja, katerih blagovne znamke predstavljajo velik delež sredstev, se redno ukvarjajo z vrednotenjem blagovne znamke. Nekatera jih celo prikazujejo v bilanci stanja. Slovenska podjetja nimajo tako močnih in mednarodno priznanih blagovnih znamk, da bi bilo njihovo vrednotenje pomembno z vidika bilance stanja. Je pa vrednotenje pomembno z vidika trženja. Trženjski strokovnjaki namreč potrebujejo informacije o vrednotenju blagovnih znamk za odločanje o upravljanju blagovnih znamk.

Čadež je v okviru *»Raziskave o uporabi strateškega poslovnega računovodstva v slovenskih podjetjih«* empirično preučil uporabo računovodske tehnike vrednotenja blagovnih znamk. Raziskava je bila izvedena na podlagi vprašalnikov, ki so bili poslani 388 velikim slovenskim podjetjem. Analiza je bila narejena na podlagi 193 vrnjenih vprašalnikov. Rezultati raziskave kažejo, da več kot tri četrtine podjetij ima blagovne znamke, vendar pa se jih le približno četrtina dejavno ukvarja z njihovim vrednotenjem. Preostala podjetja blagovnim znamkam očitno ne posvečajo pretirane pozornosti, kar kaže na ignoranco slovenskih podjetij do svojih neopredmetenih sredstev, ki so morda ključni vir njihove konkurenčne prednosti (Čadež, 2005, str. 344–345).

2.3 Ovire pri vrednotenju blagovne znamke

Ko eno podjetje kupi drugo, je razlika med knjigovodsko vrednostjo sredstev podjetja in plačano ceno pogosto velika, zlasti če so prisotne močne blagovne znamke in pozitivne napovedi rasti podjetja. Ta razlika se imenuje dobro ime. Za računovodske namene mora biti plačilo prevzemne družbe vključeno v njeni bilanci stanja, in sicer kar je bilo dejansko kupljeno (sredstva, zmanjšana za dolgove). V sodobnih računovodskih sistemih in normah mora biti dobro ime dodeljeno posameznim postavkam, ki ga ustvarijo. Blagovne znamke so ena izmed njih, tako kot tudi patenti, know-how in podatkovne baze. Zato je mogoče reči, da vprašanje vrednotenja blagovne znamke izhaja iz potrebe, da se ovrednotijo včasih ogromna plačila dobrega imena pri prodaji pomembnih korporacij (Kapferer, 2011, str. 503).

Računovodstvo je urejeno po načelu previdnosti. Računovodske vrednosti morajo pokazati, da so veljavne, skladne in ponovljive. To je razlog, da se lahko le blagovne znamke, ki so kupljene posamezno ali so vključene v ceno plačano za podjetje, objavijo v bilanci stanja prevzemne družbe. Načelo previdnosti je vodilo, da nacionalne in mednarodne računovodske norme in standardi prepovedujejo prikaz v bilanci stanja za znotraj podjetja ustvarjene blagovne znamke. Dokler blagovne znamke niso kupljene ali prodane, obstaja preveč dvoma o veljavnosti ocen njenih vrednosti (Kapferer, 2011, str. 504).

Različne študije (Abratt & Bick, 2003, str. 23) kažejo na precejšnje ovire pri ocenjevanju vrednosti blagovnih znamk. Te so:

- širok razpon alternativnih metod vrednotenja z različnimi rezultati,
- težave pri ocenjevanju dobe koristnosti blagovne znamke,
- pomanjkanje delujočega trga za same blagovne znamke,
- veliko število metod vrednotenja je povzročilo zmedo med tržniki in težave pri interpretaciji različnih modelov,
- težko je ločevati premoženje blagovne znamke od drugih neopredmetenih sredstev,
- še vedno ni nekega splošnega (mednarodnega) dogovora o enotnih načinih vrednotenja,
- proces ocenjevanja zahteva precej subjektivnosti v ocenah vhodnih elementov.

Blagovna znamka ne vsebuje ene, ampak več vrednosti. Vrednost je namreč odvisna od ciljev ocenjevanja. Če je cilj oceniti neopredmeteno sredstvo, katerega preverja revizor, je treba sprejeti previden pristop. Vključitev pridobljene blagovne znamke ne krši načela knjigovodstva po nabavni vrednosti, ki je temeljno načelo računovodstva. Kot bomo videli kasneje, se znotraj podjetja ustvarjene blagovne znamke lahko vrednotijo na podlagi metod, ki temeljijo na zgodovinskih stroških, vendar te niso dovolj dobre. Najboljše metode so tiste, ki temeljijo na projekcijah prihodnjih dohodkov, le-te pa so zelo subjektivne. Če bi bile znotraj podjetja ustvarjene blagovne znamke vključene v bilanci stanja, bi bila ustvarjena določena mera negotovosti, kar pa je v nasprotju s pravilom previdnosti. Več glede uporabnosti metod vrednotenja blagovnih znamk tudi v zadnji točki naslednjega poglavja.

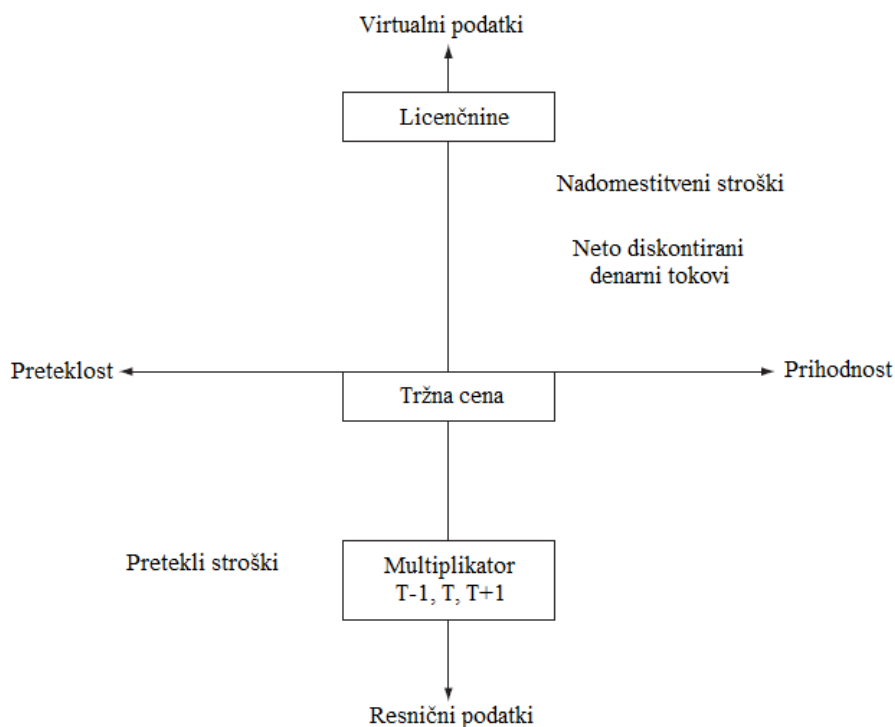
3 METODE VREDNOTENJA BLAGOVNE ZNAMKE

Za določitev vrednosti blagovne znamke obstaja več metod. Za razliko od drugih sredstev, kot so zaloge ali nepremičnine, ni delujočega trga blagovnih znamk, ki bi zagotovil primerljive vrednosti. Z namenom, da bi dosegli veljaven pristop, so bili razviti številni modeli vrednotenja blagovne znamke. V splošnem jih lahko razvrstimo v štiri vrste:

- stroškovno usmerjeni pristop,
- tržno usmerjeni pristop,
- pristop na osnovi prihodkov in
- pristop na osnovi formul.

Kapferer (2011, str. 513) metode vrednotenja blagovnih znamk prikazuje v dvodimenzionalnem modelu (Slika 2). Horizontalna os se nanaša na čas in razlikuje med vrednotenjem, ki temelji na preteklih stroških (tistih, ki so pripomogli zgraditi blagovno znamko), vrednotenjem, ki temelji na tekočih dobičkih in na tržni ceni, ter vrednotenjem, ki se zanaša na načrtovano poslovanje, se pravi napoved. Navpična os prikazuje resnično/virtualno razsežnost. Nekateri analitiki se zanašajo na trdna dejstva, kot so zgodovinski podatki in tekoči dobički. Druge metode pa se zanašajo bolj na ocene o sedanjosti (metoda zamenjave) ali prihodnosti (metoda diskontiranih denarnih tokov).

Slika 2: Razvrstitev metod vrednotenja blagovnih znamk



Vir: J. N. Kapferer, *The new strategic brand management: creating and sustaining brand equity long term*, 2011, str. 513.

3.1 Stroškovni pristop vrednotenja blagovne znamke

Metodi v okviru stroškovnega pristopa sta dve: metoda, ki temelji na upoštevanju stroškov, povezanih z ustvarjanjem blagovne znamke, in metoda stroškov zamenjave blagovne znamke.

1. Metoda preteklih stroškov

Metoda preteklih stroškov pri ocenjevanju vrednosti blagovne znamke upošteva vse pretekle stroške, ki so nastali pri ustvarjanju blagovne znamke. To so stroški, ki so nastali skozi faze raziskave in razvoja koncepta izdelka, tržnega preverjanja, promocije izdelka na trgu in izboljšav izdelka skozi čas (Cravens & Guilding, 1999, str. 58–59). Metoda je usmerjena v preteklost in tako v skladu s standardno računovodsko prakso vrednotenja sredstev. Pogosto, vendar ne vedno, prikazuje minimalno vrednost blagovne znamke in se lahko uporablja za vrednotenje sredstev, katerih posebne tržne vloge in koristi ni mogoče definirati. To metodo je najlažje izvesti, saj so večinoma vsi podatki na voljo. Slabosti te metode so, da ne upošteva prihodnjih donosov blagovne znamke, ne zajema dodane ali izgubljene vrednosti dosežene z upravljanjem ter to, da je težko zajeti vse pretekle stroške razvoja blagovne znamke (Salinas & Amber, 2009, str. 43).

Blagovna znamka je sredstvo, katere vrednost izhaja iz naložb v določenem obdobju. Ti stroški so lahko določeni objektivno in so bili prikazani v zadnjih izkazih poslovnega izida. Čeprav je ta metoda preprosta, vseeno povzroča naslednje praktične težave, ki kažejo na določeno mero subjektivnosti (Kapferer, 2011, str. 514–515):

- Za kakšno obdobje bi morali računati stroške? Številne znamke so zelo stare (Coca Cola sega v leto 1887, Danone v leto 1919, Lacoste v leto 1933). Bi morali vključevati stroške točno od njihovih začetkov? Pri tem morajo podjetja pogledati nazaj v preteklost in se vprašati ali ima preteklo oglaševanje danes še vedno učinek.
- Katere stroške je treba upoštevati? Naložbe v oglaševanje imajo dvojno trženjsko vlogo. En del ustvarja dodatno prodajo, ki jo je mogoče takoj izmeriti, medtem ko drugi del gradi prepoznavnost blagovne znamke, ki spodbuja prihodnjo prodajo. Težava je, da je ocenjevanje koliko pripisovati vsaki vlogi iz leta v leto težje.
- Seštevanje stroškov ni preprosto. Treba je upoštevati ustrezno izračunano diskontno stopnjo.

Nepopolno razumevanje blagovne znamke povzroča subjektivnost glede zgoraj omenjenih dilem vrednotenja na podlagi stroškov:

- Pri ustvarjanju blagovne znamke pri velikem delu dolgoročnih naložb ne gre za denarne izdatke. Te vključujejo nadzor kakovosti, pridobljeno znanje in izkušnje, strokovno usposobljenost itd. Vse to je bistvenega pomena za spodbujanje ponovnega nakupa, za dolgoročen ugled blagovne znamke in širjenje od ust do ust. Primer blagovne znamke

Rolls Royce kaže, da je metoda sedanje vrednosti zgodovinskega vlaganja v trženje in promocijo blagovne znamke v neskladju, saj so stroški trženja v tem primeru zanemarljivi, vrednost blagovne znamke pa je precejšna.

- Ena od glavnih strategij za oblikovanje močne blagovne znamke je sestavljena iz izbire cene pri uvedbi izdelka, ki je lahko enaka konkurenčni, čeprav je izdelek izpopolnjen. Swatch bi se lahko odločil za rahlo razliko v ceni ali dodatek k ceni za kritje stroškov inovacij in izpopolnitve izdelka. Kljub temu so vstopili na trg z agresivno ceno, ki je bila enaka ceni konkurentov, zaradi česar so povečali razmerje cena/kakovost svoje blagovne znamke in njeno privlačnosti. To je eden od ključnih dejavnikov uspeha, vendar se ta negotovinska naložba ne bi pojavila v sistemu, kjer so zavedeni le denarni izdatki.
- Metoda daje prednost blagovnim znamkam, katerih vrednost prihaja le iz oglaševanja in trženja in imajo precejšnjo cenovno premijo. Prav tako pretekli stroški niso jamstvo za sedanjo vrednost. Ta metoda je primerna za interne blagovne znamke, ki so v postopku nastajanja, in za blagovne znamke, ki se veliko oglašujejo, a za majhne vrednosti, in gredo h koncu svojega življenja.

2. Metoda nadomestitvenih stroškov

Metoda nadomestitvenih stroškov pri vrednotenju blagovne znamke upošteva sedanjo vsoto ocenjenih stroškov, ki bi nastali, če bi blagovno znamko oblikovali danes. Prav tako kot metoda preteklih stroškov lahko tudi metoda nadomestitvenih stroškov pogosto prikazuje minimalno vrednost blagovne znamke in se lahko uporablja za vrednotenje sredstev, katerih posebne tržne vloge in koristi ni mogoče definirati (Salinas & Amber, 2009, str. 43).

Prednost te metode je, da zagotavlja boljši odsev prave vrednosti blagovne znamke kot metoda preteklih stroškov. Prav tako je po tej metodi vrednost lahko izračunati. Pomanjkljivost tega pristopa je, da vrednost ni povezana z vrednostjo na odprtem trgu. Nekdo bi lahko pretirano vlagal v ta sredstva, kar ne bi bilo povrnjeno, če bi bila blagovna znamka prodana (Abratt & Bick, 2003, str. 24). Prav tako je slabost te metode, da ni dober pokazatelj prihodnosti (Salinas & Amber, 2009, str. 43). Aaker (1991) predlaga, da se stroške za uvedbo nove blagovne znamke razdeli skladno z možnostmi za uspeh. Težava tega pristopa je tudi, da ne upošteva uspeha priznanih blagovnih znamk.

Metoda nadomestitvenih stroškov je bila razvita kot alternativa pristopu preteklih stroškov, da bi premagala težave omenjene metode. Za določeno število blagovnih znamk velja, da jih je nemogoče ponovno ustvariti (Kepferer, 2011, str. 515–516). Lahko so bile ustvarjene v času, ko so bili izdatki oglaševanja zanemarljivi in je bila blagovna znamka ustvarjena skozi čas s komunikacijo od ust do ust. Danes je potrebno za pridobitev enega odstotnega deleža širjenja od ust do ust toliko, da je postalo nemogoče ustvariti vodilno blagovno znamko brez pomoči zavedanja. Vrednotenje blagovne znamke po nadomestitvenih stroških ostaja zelo subjektivno. Zahteva skupna mnenja strokovnjakov in dvoumne postopke. Metode stroškov se osredotočajo na vloške, medtem ko ekonomska vrednost temelji na rezultatih – kaj blagovna znamka proizvaja in ne tisto, kar porabi. Dobiček ni ustvarila z naložbami, temveč s

tržno prevlado in vodstvom.

3.2 Tržni pristop vrednotenja blagovne znamke

Metode vrednotenja v okviru tržnega pristopa so usmerjene veliko bolj navzven iz podjetja. Temeljijo na oceni zneska, za katerega se lahko blagovna znamka proda. Prihodnje koristi, ki jih blagovne znamke prinašajo za lastnike, so vključene pri določanju njene tržne vrednosti in se diskontirajo na sedanjo vrednost. Metoda zahteva, da se tržno vrednost lahko določi. Ker za večino blagovnih znamk dejanski trg ne obstaja, je ta način vrednotenja lahko problematičen. V izogib tej težavi se lahko uporabi približke, ki jih za vrednotenje povezano z blagovno znamko ocenjujejo finančni trgi (Cravens & Guilding, 1999, str. 59). Tržni pristop vrednotenja je smiselno uporabiti, ko želi podjetje prodati blagovno znamko. Sodobna računovodska teorija trdi, da bi morali prodati premoženje, če vrednost, ki jo je kupec pripravljen plačati, presega diskontirane koristi blagovne znamke (Abratt & Bick, 2003, str. 24).

Čeprav je ta metoda zelo privlačna, pri uporabi povzroča dve veliki težavi. Prvič, trg ne obstaja. Čeprav se takšne transakcije pogosto navaja v finančnih straneh, je pridobitev in prodaj blagovnih znamk razmeroma malo. Blagovnih znamk se ne kupuje, da bi se jih spet prodalo. Kljub temu pa lahko dobimo idejo o večkratnikih, ki se uporabljajo za vsak sektor dejavnosti, zaradi številnih transakcij, ki so se zgodile od leta 1983 dalje. Če za primerjavo s trgom blagovnih znamk vzamemo nepremičninski trg, vidimo, da obstaja velika razlika, ker je trg blagovnih znamk relativno majhen. Na nepremičninskem trgu kupec postavi ceno, kar pomeni, da se cena določi na trgu. Ne glede na uporabo te lastnine za kupca cena ostaja enaka. Za blagovne znamke kupec določa ceno. Vsak kupec utemeljuje njegovo vrednotenje na njegovih lastnih stališč, na potencialnih sinergijah in na njegovih prihodnjih strategijah. To predstavlja drugo težavo omenjenega pristopa. Če želimo uporabiti plačano ceno za podobno blagovno znamko kot referenco, ne da bi vedeli posebne razloge za nakup te blagovne znamke, ne upoštevamo dejstva, da bistveni del cene verjetno vključuje sinergije in posebne cilje kupca (Kapferer, 2011, str. 516).

Večina podjetij ima malo možnosti za vrednotenje blagovnih znamk, ki temeljijo na dejanskih prodajnih cenah. To je tudi razlog za omejeno trgovanje za večino blagovnih znamk (Seetharaman et al., 2001, str. 249). V nadaljevanju so navedene metode, ki poskušajo rešiti te težave.

1. Metoda primerjave

Ta pristop vzame premijo (ali kakšen drugo merilo), ki je bila plačana za podobno blagovno znamko in se uporabi za blagovno znamko, ki jo ima podjetje. Na primer kupec plača dvakratnik prodaje za podobno blagovno znamko. Ta večkratnik se nato uporabi za blagovno znamko, ki jo ima v lasti podjetje. Prednost tega pristopa je, da temelji na tem, kar so tretje

osebe dejansko pripravljene plačati, in to, da vrednosti blagovne znamke po tej metodi ni težko izračunati. Pomanjkljivosti so, da je prisotno pomanjkanje natančnih informacij o nakupni ceni blagovnih znamk in da sta dve blagovni znamki redko enaki (Abratt & Bick, 2003, str. 27).

2. Metoda borzne vrednosti

Simon in Sullivan (1993, str. 28) v svojem prispevku predstavita metodo vrednotenja blagovne znamke, ki temelji na finančni tržni vrednosti podjetja. Premoženje blagovne znamke je opredeljeno kot presežek denarnih tokov, ki nastanejo z izdelki z blagovno znamko v primerjavi z izdelki brez blagovne znamke. Model domneva, da cena delnice podjetja odraža prihodnje priložnosti blagovne znamke. Omenjena metoda pridobi vrednost premoženja blagovne znamke iz vrednosti drugih sredstev podjetja in deluje na naslednji način (Simon & Sullivan, 1993, str. 34–37):

- Vrednost neopredmetenih sredstev se izračuna tako, da se odšteje nadomestitvene stroške opredmetenih sredstev od tržne vrednosti podjetja (tržna kapitalizacija plus tržna vrednost dolga in drugih vrednostnih papirjev).
- Vrednost neopredmetenih sredstev se razdeli na tri komponente, in sicer premoženje blagovne znamke, vrednost dejavnikov, ki niso blagovne znamke in zmanjšujejo stroške podjetja, npr. raziskave in razvoj, patenti ter dejavniki celotne industrije, ki omogočajo več kot običajne dobičke, npr. predpisi.
- Premoženje blagovne znamke je dodatno razčlenjeno na dva dela, komponento povečanja povpraševanja ter komponento, ki skrbi za zmanjšano porabo trženja blagovne znamke zaradi tega, ker je bila blagovna znamka ustvarjena.
- Komponenta povečanja povpraševanja se izračuna s povečanjem tržnega deleža. Tržni delež se razdeli na dva dela, na dejavnike blagovne znamke in dejavnike, ki niso povezani z blagovno znamko. Tržni delež dejavnikov brez blagovne znamke je delež patentov ter raziskave in razvoja. Tržni delež, ki se nanaša na blagovne znamke, je odvisen od vrstnega reda vstopa na trg in relativnega deleža oglaševanja.
- Nižji stroški trženja so dejavniki vrstnega reda vstopa na trg in odhodkov, povezanih z oglaševanjem blagovne znamke v primerjavi s konkurenco.

Če povzamemo, vrednost blagovne znamke je enaka vrednosti podjetja na borzi brez opredmetenih sredstev in brez neopredmetenih sredstev, ki niso blagovna znamka. Prednost tega pristopa je, da temelji na empiričnih dokazih. Če ima podjetje več blagovnih znamk, se izračunana vrednost razdeli na posamezne blagovne znamke po deležu prodaje posamezne blagovne znamke v celotni prodaji. Pomanjkljivosti so, da je metoda uporabna samo za podjetja, ki kotirajo na borzi, da kot zelo močno postavi hipotezo učinkovitosti trga in hipotezo, da so vse informacije vključene v ceno delnic (Abratt & Bick, 2003, str. 28).

3. Metoda preostale vrednosti

Keller (1998) je predlagal metodo preostale vrednosti. Ko se od tržne kapitalizacije odšteje čista vrednost sredstev, je preostala vrednost enaka vrednosti neopredmetenih sredstev, od katerih je eno blagovna znamka. To je zgornja meja, po kateri nekateri postopki ocenjujejo vrednost blagovne znamke (npr. Interbrand). Obstajata dve predpostavki, ki sta povezani s tem pristopom. Prva je, da je trg učinkovit, se pravi, da so vse informacije vključene v cene delnic, in druga je, da so sredstva uporabljena v polnih zmožnostih. Znano je, da je tržna učinkovitost mit, in trenutno potekajo samo razprave o stopnji neučinkovitosti. Delnice pogosto trgujejo pod njihovo čisto vrednostjo sredstev. Delnice podjetij, ki trgujejo pod njihovo čisto vrednostjo sredstev imajo posledično negativno premoženje blagovne znamke. Če bi bila blagovna znamka kapitalizirana v bilanci stanja, bi to povzročilo, da bi bila bilanca stanja brez vrednosti (Abratt & Bick, 2003, str. 29).

3.3 Dohodkovni pristop vrednotenja blagovne znamke

Glede na težave, povezane z metodami, ki temeljijo na stroških, ali metodami, ki temeljijo na hipotetičnem trgu, bodoči kupci blagovne znamke po navadi raje pogledajo pričakovane dobičke od lastništva nad blagovno znamko. Z usmerjenostjo v prihodnji potencial blagovne znamke se dohodkovni pristop izogne veliko težavam povezanih z odvisnostjo od stroškov (Abratt & Bick, 2003, str. 24–25). Metode vrednotenja so bile razvite na podlagi pričakovanih donosov od lastništva blagovne znamke. Ti so v celoti odvisni od namena kupca. Če ta želi internacionalizirati blagovno znamko, bo vredna več njemu, kot kupcu, ki želi ohraniti lokalno blagovno znamko. Vrednosti merjene s pričakovanim dobičkom ni mogoče ločiti od značilnosti bodočega kupca in od njegovih strategij z blagovno znamko. To pojasnjuje, zakaj bo borzna vrednost v primerjavi z vrednostjo kupca blagovne znamke vedno postavljena nižje. Postopek vrednotenja pričakovanih dobičkov blagovne znamke lahko razdelimo v tri faze (Kapferer, 2011, str. 517–519):

- Prvi korak vključuje ločevanje neto prihodka povezanega z blagovno znamko (in ne na primer s podjetjem).
- Drugi korak je ocena prihodnjih denarnih tokov skozi 5- ali 10-letno obdobje. To zahteva strateško analizo blagovne znamke na njenem trgu ali trgih.
- Tretji korak vključuje izbiro diskontne stopnje, ki je tehtano povprečje stroškov kapitala ter obdobja, po katerem se preostala vrednost izračunana, ob predpostavki, da dohodek raste po konstantni stopnji do neskončnosti.

To je klasičen način vrednotenja vseh naložb, tako v opredmetena kot v neopredmetena sredstva. Skeptiki te metode ji nasprotujejo na podlagi treh virov negotovosti, in sicer na podlagi napovedovanja denarnih tokov, izbire obdobja in diskontne stopnje:

- Po definiciji je vsaka napoved negotova. To velja za vsa investicijska ocenjevanja, ki so

izračunana z navedeno metodo. Napovedi denarnih tokov blagovne znamke bi lahko bile uničene, če bi na primer konkurent uvedel dovršen izdelek. Napovedi so zato narejene na podlagi poglobljene analize prednosti in pomanjkljivosti blagovne znamke in so vključene pri izračunu pričakovanih denarnih tokov. V vsakem primeru tudi diskontna stopnja upošteva dejavnik pričakovanega tveganja.

- Drugi faktor kritik je v subjektivni naravi izbire stopnje diskontiranja. Po eni strani analitiki testirajo občutljivosti svojih ugotovitev skozi variacije v tej stopnji, po drugi strani pa se ta stopnja določi z upoštevanjem stabilnih podatkov podjetja, kot so povprečni stroški kapitala. Edina subjektivna dejavnika sta premija tveganja in stopnja prihodnje inflacije.
- Tretji faktor kritik je izbira obdobja za izračun denarnih tokov. Zakaj 10 let in ne 15? Kakšna je korist napovedi tako daleč vnaprej? Po eni strani lahko blagovna znamka izgine že po nekaj letih, po drugi strani pa so v nekaterih spremenljivih sektorjih že tri leta dolgo obdobje (npr. prenosni računalniki).

Težko je napovedati prihodnost in biti prepričani, da se bodo napovedi poslovanja uresničile. Postopki vrednotenja blagovne znamke, ki temeljijo izključno na napovedi in načrtih poslovanja, so bili ustvarjeni za privabljanje novih vlagateljev (Kapferer, 2011, str. 519). Zgoraj prikazana metoda je klasičen model vrednotenja z diskontirano metodo denarnega toka, čeprav analitiki ponujajo številne njene variacije.

1. Cenovna premija

Vodilo pristopa cenovne premije je, da se lahko izdelek z blagovno znamko proda za določeno premijo nad generičnim izdelkom. Vrednost blagovne znamke je torej diskontirana prihodnja prodajna premija. Vrednost blagovne znamke se izračuna kot zmnožek razlike v ceni na enoto blagovne znamke v primerjavi z generičnim izdelkom (izdelek brez blagovne znamke) in obsegom prodaje. Obstajajo vsaj dve možnosti za statističen izračun cenovne premije (Salinas & Amber, 2009, str. 46):

- Conjoint analiza identificira koristi, ki se nanašajo na neodvisne lastnosti izdelka. Za določitev vrednosti blagovne znamke je analiza izvedena na podlagi nakupnega vedenja vzorca kupcev. Vrednost blagovne znamke se izračuna kot diskontirana vrednost prihodnjih potencialnih prihodkov (Abratt & Bick, 2003, str. 30).
- Hedonistična analiza gleda na ceno kot na funkcijo različnih lastnosti izdelka, obstoj blagovne znamke je ena izmed njih.

Prednosti premijske metode sta, da je pregledna in lahko razumljiva ter da statistične metode za izračun razlike v cenah niso podvržene subjektivnosti, ki je značilna za proces vrednotenja blagovnih znamk. Slabosti vrednotenja na podlagi cenovnih premij so, da jih je težko uporabljati s praktičnega vidika in da ne morejo vsa podjetja izvajati tovrstne analize, še posebej, če se njihovi izdelki dobavljajo prek neodvisnih kanalov, ki morda niso pripravljeni

sodelovati pri vrednotenju, ali če jih prodajajo v paketu izdelkov ali storitev, ki jih je težko primerjati s ponudbo konkurentov. Prav tako ta metoda ne upošteva prednosti stroškov in obsega ter uporaba statističnih metod za izračun razlike v cenah ne odstrani, ampak premakne subjektivnost povezano z vsakim procesom vrednotenja na drugo raven: izbor spremenljivk ali značilnosti izdelka. Ta metoda je lahko le dopolnilna tradicionalnim metodam (Salinas & Amber, 2009, str. 46). Ta metoda lahko precenjuje manjše blagovne znamke, ki so zelo drage in podcenjuje razširjene in cenejše blagovne znamke (Cravens & Guilding, 1999, str. 59).

2. Dejavniki povpraševanja oz. analiza moči blagovne znamke

Pristop se opira na moč blagovne znamke in ocenjuje dodatne prihodke z upoštevanjem večje količine, ki jo ustvari izdelek z blagovno znamko v primerjavi z generičnim izdelkom (Cravens & Guilding, 1999, str. 59). Metoda obravnava posledice premoženja blagovne znamke na funkcijo povpraševanja in ponudbe, da bi ugotovila vpliv blagovne znamke na proces odločanja. Temelji na analizi dejavnikov povpraševanja oziroma lastnosti blagovne znamke. S tržnega vidika lahko ta metoda prinese dodano vrednost, saj pomaga določiti ključne dejavnike povpraševanja, ki ustvarjajo vrednost za podjetje. Prav tako ta metoda ni vedno odvisna od podatkov primerljivih podjetij za ocenitev deleža zaslužka, ki ga je mogoče pripisati blagovni znamki. Po drugi strani pa se številni svetovalci, ki uporabljajo to metodologijo, nagibajo k uporabi pristopa "črne skrinjice", kar pomeni, da metoda ne razkrije svojih ocenjevalnih algoritmov ali se le-ti uporabljajo na različne načine, odvisno od razpoložljivosti podatkov. Tako rezultati, pridobljeni v skladu s tem pristopom, ne morejo biti primerljivi. Prav tako lahko rezultat indeksa analize dejavnikov povpraševanja izhaja z različnih podlag (EVA, čisti denarni tok, prodaja, itd.) (Salinas & Amber, 2009, str 46).

3. Primerjava bruto marž

Vrednost blagovne znamke je rezultat prihodkov od prodaje in pribitka bruto marže, nastalega zaradi blagovne znamke, ki je presežek nad povprečno bruto maržo primerljivih konkurentov. Metoda omogoča vrednotenje blagovnih znamk, ki nimajo cenovne koristi, kar prinaša tudi stroškovne prednosti. Slabost te metode pa je, da ne upošteva vseh spremenljivk, ki lahko vplivajo na dobiček iz poslovanja, in je ta tako lahko pod ali nad vrednostjo blagovne znamke (Salinas & Amber, 2009, str 47).

4. Primerjava dobička iz poslovanja

Vrednost blagovne znamke je rezultat z blagovno znamko ustvarjenih prihodkov od prodaje in pribitka EBIT, ki je presežek nad povprečnim EBIT primerljivih konkurentov. Metoda je podobna tehniki primerjave bruto marže, vendar upošteva več prednosti blagovne znamke (nižji stroški promocije, upravni in drugi stroški, ki niso vključeni v stroške prodaje). Poleg blagovne znamke lahko obstajajo tudi druge spremenljivke, ki vplivajo na prihodke, in zaradi tega lahko ta metoda prikazuje previsoko ali prenizko vrednost blagovne znamke (Salinas & Amber, 2009, str. 47).

5. Prihranek licenčne pristojbine

Metoda prihranka licenčne pristojbine je v praksi najpogostejše uporabljena metoda. Temelji na podlagi licenčne pristojbine, ki bi jo moralo podjetje plačati, če ne bi bilo lastnik blagovne znamke. Metodologija vrednotenja je sledeča (Abratt & Bick, 2003, str. 29):

- določitev osnove za izračun (delež prihodkov od prodaje, neto prodaja ali druga osnova);
- določitev ustrezne stopnje licenčnine in
- določitev stopnje rasti, pričakovane življenjske dobe in diskontne stopnje za blagovno znamko.

Metoda se zdi enostavna, vendar je določanje licenčnine stopnje težavno. Pri tem sta se pojavili dve pravili, in sicer pravilo 25 % in pravilo 5 %. Pravilo 25 % predlaga, da licenčnina znaša 25 % čistega dobička. Pravilo 5 % predlaga, da licenčnina znaša 5 % prihodka od prodaje. Obe pravili imata svoje temelje v farmacevtski industriji. Strokovni cenilci porabijo veliko časa in truda, da določijo ustrezno stopnjo licenčnine. Zanašajo se na podatkovne baze, ki objavljajo mednarodne licenčnine za posamezne panoge in izdelke. Te raziskave zagotovijo vrsto ustreznih stopenj licenčin. Končna licenčna stopnja pa se določa še s kakovostnim vidikom blagovne znamke, kot je moč managementa blagovne znamke in tudi mnogi drugi dejavniki.

Prednosti tega pristopa sta, da je vrednotenje specifično glede na panogo in da je bila metoda sprejeta s strani davčnih organov. Blagovne znamke so po naravi edinstvene in niso ravno primerljive. Druga slabost te metode je, da licenčna stopnja zajema več kot le blagovno znamko. Problem je ugotoviti, kateri del licenčne stopnje ima svoj izvor v blagovni znamki in kateri del v ostalih obveznostih iz pogodbe. Zato nekateri avtorji menijo, da se ne more popolnoma ločiti vrednosti blagovne znamke kot licenčnine, saj se ta ne plačuje samo za izkoriščanje znamke, vendar tudi za dobavo surovin, strokovno znanje in izkušnje ter druge storitve, ki omogočajo licenci ohraniti standard kakovosti (Salinas & Amber, 2009, str. 47). Licence na večini trgov niso zelo pogosta praksa. Najdemo jih na trgu luksuznih in tekstilnih izdelkov. Dejstvo je, da podjetja pogosto uporabljajo licence, da bi dosegla trg v državah, kjer njihova blagovna znamka ni prisotna (Kapferer, 2011, str. 517). Ta pristop vrednotenja je na splošno bolj primeren za blagovne znamke, ki so prisotne na mednarodnih trgih (Cravens & Guilding, 1999, str. 59).

6. Razlika v razmerju s prodajno ceno

Metoda vrednost blagovne znamke izračuna kot razliko med ocenjenim razmerjem med ceno in prodajo za podjetje z blagovno znamko in razmerjem med ceno in prodajo za podjetje brez blagovne znamke, vse pomnoženo s prodajo podjetja z blagovno znamko. Metoda je enostavna za razumevanje. Težave nastanejo pri ocenjevanju parametrov generičnega izdelka. Prav tako Damodaranov model predvideva enako raven trenutnih prihodkov od prodaje za podjetje z blagovno znamko in podjetje brez nje (Salinas & Amber, 2009, str. 49).

Prednost tega pristopa je, da so podatki na voljo. Pomanjkljivost pa je, da so nekatera podjetja resnično primerljiva in se blagovna znamka v ničemer ne razlikuje od drugih neopredmetenih sredstev, kot so na primer dobri odnosi s strankami (Abratt & Bick, 2003, str. 31).

7. Premoženje blagovne znamke na podlagi razlike v donosnosti naložb, donosnosti sredstev in ekonomski dodani vrednosti

Obstajajo trije pristopi, ki sodijo v to kategorijo. Modeli temeljijo na razlikah med donosnostjo naložb, donosnostjo sredstev ali ekonomsko dodano vrednostjo. Ti modeli temeljijo na predpostavki, da izdelki z blagovno znamko zagotavljajo višje donose, torej če ocenjujemo presežne donose v prihodnosti, bomo dobili vrednost blagovne znamke. Glavna pomanjkljivost teh pristopov je, da ne razlikujejo med blagovnimi znamkami in drugimi neopredmetenimi sredstvi, ki povzročajo presežke. To so modeli na osnovi računovodstva, ki morajo zagotoviti, da se vsi zneski obravnavajo in uvrščajo na podoben način, da se zagotovi smiselna primerjava. Druga pomanjkljivost je, da je težko najti podjetje, ki je v isti panogi, ki ima podobno osnovo sredstev ali kapitalsko sestavo. Dodatna kritika je, da donosi niso prilagojeni tveganju (variabilnost zaslužkov v dveh podjetjih je lahko precej drugačna). Edina možnost za to prilagoditev je v diskontni stopnji. Prednosti tega modela so, da se ga da enostavno razložiti, informacije so na voljo in da je izračune narediti enostavno (Abratt & Bick, 2003, str. 30–31).

3.4 Pristop vrednotenja blagovne znamke na osnovi formul

Metode vrednotenja blagovnih znamk na osnovi formul pri določanju vrednosti blagovne znamke vključujejo več meril hkrati. Medtem ko je pristop v določenih pogledih podoben vrednotenju na podlagi dohodkov, saj pri ovrednotenju blagovne znamke izhaja iz dobička, je prikazan kot posebna kategorija metod zaradi svoje obsežne uporabe s strani svetovalnih in drugih organizacij (Abratt & Bick, 2003, str. 25). Proces vrednotenja na osnovi formul omogoča najbolj celovito ocenjevanje vseh področij, ki imajo potencial, da vplivajo na sposobnost ustvarjanja vrednosti blagovne znamke za njenega lastnika (Cravens & Guilding, 1999, str. 60). V izogib težavi napovedovanja prihodnosti, ki je prisotna pri dohodkovni metodi, je najbolj znano in uporabljeno metodo v okviru pristopa na osnovi formul razvila svetovalna hiša Interbrand iz Velike Britanije (Fernandez, 2002, str. 12–14).

1. Interbrand metoda

Interbrand je v okviru zunanjega finančnega poročanja razvil pristop na osnovi formul. Kaže se, da je pristop zelo primeren za notranje namene vrednotenja blagovne znamke. Kapferer (2011, str. 520–521) analizira ta pristop vrednotenja blagovne znamke v štirih fazah:

- Izračun primerne čistega dobička. Interbrand uporablja dobiček zadnjih treh let, s čimer se izogne možnosti netipične ocene, ki temelji na enem samem letu. Ti dobički so

diskontirani za upoštevanje inflacije. Tehtano povprečje teh treh rezultatov je izračunano v skladu s tem, kar menimo, da so najbolj in najmanj pomembna leta. Ta tehtani povprečni neto dobiček po obdavčitvi, ki se nanaša na blagovno znamko, je osnova vseh izračunov.

- Ocenjevanje moči blagovne znamke. Metoda uporablja niz strateških meril, da bi dobila celoten vpliv blagovne znamke. Uporablja sedem dejavnikov in vzame ponderirano vsoto posameznih ocen za vsak dejavnik, da se izračuna celotna moč blagovne znamke. Ti dejavniki so (Cravens & Guilding, 1999, str. 59–60):
 - Vodstvo blagovne znamke. To je sposobnost blagovne znamke, da deluje kot vodilna na trgu in zagotavlja koristi, povezane s prevladujočim tržnim deležem (maksimalno 25 točk).
 - Stabilnost blagovne znamke. Blagovne znamke, ki ohranijo svojo podobo in lojalnost potrošnikov skozi daljše časovno obdobje, so vredne več kot blagovne znamke brez takšne stabilnosti (maksimalno 15 točk).
 - Trg blagovne znamke. Blagovne znamke so na nekaterih trgih, zaradi sposobnosti ustvarjanja večjega obsega prodaje v bolj stabilnem okolju z večjimi ovirami za vstop konkurentov, vredne več od blagovnih znamk na drugih trgih (maksimalno 10 točk).
 - Mednarodnost blagovne znamke. Blagovne znamke, ki delujejo v mednarodnem obsegu, imajo potencial za širitev blagovne znamke in so več vredne od regionalnih ali nacionalnih blagovnih znamk (maksimalno 25 točk).
 - Trend razvoja blagovne znamke. To je sposobnost blagovne znamke, da ostane v percepciji potrošnikov (maksimalno 10 točk).
 - Organizacijska podpora blagovni znamki. Blagovne znamke, ki se jih dosledno upravlja in imajo stalno podporo podjetja, so veliko bolj dragocene od blagovnih znamk, ki delujejo brez kakršnih koli vložkov podjetja (maksimalno 10 točk).
 - Zaščita blagovne znamke. Blagovne znamke, ki so zaščitene z registracijo, so bolj dragocene, saj ima podjetje pravno pravico zaščititi blagovno znamko (maksimalno 5 točk).
- Ocenjevanje večkratnika. Obstaja povezava med večkratnikom (kazalnik zaupanja glede prihodnosti) in rezultatom moči blagovne znamke. Če bi bil ta odnos natančno znan, bi bil večkratnik ocenjen z rezultatom na podlagi moči blagovne znamke. Zato je Interbrand razvili model, znan kot S krivulja, ki prikazuje razmerje med večkratnikom in močjo blagovne znamke.
- Izračun vrednosti blagovne znamke. Ta se izračuna tako, da se čisti dobiček blagovne znamke pomnoži z ustreznim večkratnikom.

Prednost Interbrand metode je celovitost, saj zajema vsa področja, ki potencialno vplivajo na zmožnost blagovne znamke, da ta ustvarja vrednost za svoje lastnike (Cravens & Guilding, 1999, str. 59–60). Vrednotenje diferencialnih zaslužkov blagovne znamke, moči blagovne znamke in večkratnika je zelo subjektivno. Poleg tega niso vse blagovne znamke enako močne na vseh trgih, niti v vseh izdelkih ne. Pepsi na primer ima tržne deleže v razponu od 1 % do 100 %, odvisno od države (Fernandez, 2002, str. 12–14).

2. Metoda Financial World

Za vrednotenje blagovnih znamk revija Financial World uporablja poenostavljeno različico Interbrand metode. Metoda Financial World uporablja Interbrandov večkratnik moči ali indeks blagovne znamke, ki enako vsebuje sedem dejavnikov in ponderjev. Metoda je sestavljena iz ugotavljanja razlike med dobičkom izdelka z blagovno znamko in dobičkom, ki bi ga dosegli s primerljivim izdelkom brez blagovne znamke. Ta razlika se imenuje neto dobiček specifičnosti znamke. Nazadnje metoda Financial World uporabi še večkratnik, določen glede na moč blagovne znamke. Rezultat je vrednost blagovne znamke. Omejitve modela so enake tistim, ki veljajo za Interbrand model, torej predvsem subjektivnost (Fernandez, 2002, str. 14).

3. Metoda Brand Finance

Še en komercialni pristop k vrednotenju blagovne znamke je razvila angleška svetovalna organizacija Brand Finance Limited. Ta metoda zajema štiri elemente (Abratt & Bick, 2003, str. 33–34):

- skupno tržno oblikovanje: identifikacija pozicije blagovne znamke v okviru konkurenčnega trga;
- specifično napovedovanje poslovanja blagovne znamke: opredelitev skupnih poslovnih dohodkov blagovne znamke;
- raziskava poslovnih spodbujevalcev: ugotovitev dodane vrednosti vseh prihodkov pripisanih blagovni znamki in
- pregled tveganja blagovne znamke: ocenitev dejavnikov tveganja dobička ali dejavnikov, povezanih z dobičkom.

Vrednost blagovne znamke je določena z oceno dodane vrednosti blagovne znamke po obdavčitvi in diskontiranjem te vrednosti po stopnji, ki odraža vidik tveganja blagovne znamke.

3.5 Omejitve metod vrednotenja blagovne znamke

Kot pri vseh vrednotenjih je tudi veljavnost vrednotenja blagovnih znamk odvisna od namena vrednotenja. Če se vrednotenje blagovne znamke uporablja za merjenje uspešnosti trženja, je manj pomembno, kaj si glede vrednotenja mislijo lastniki in borzni analitiki. Če se uporabnik informacij glede vrednotenja blagovne znamke ukvarja z nihanjem tečajev delnic pa je ugled vrednotenja s strani finančne stroke pomemben. Skoraj vse metode, ki so bile predstavljene, se uporabljajo za vrednotenje blagovnih znamk posameznega izdelka in ne za vrednotenje korporativne blagovne znamke. Področje vrednotenja korporativnih blagovnih znamk se vse bolj razvija in kot orodje za merjenje vpliva ugleda na poslovno vrednost pridobiva na priljubljenosti med akademiki in vodstvom podjetij (Salinas & Amber, 2009, str. 50).

Vsi pristopi imajo določene omejitve. Stroškovni pristop ima omejitve, da je usmerjen v preteklost, pri tržnem pristopu redko obstajajo primerljive transakcije na trgu, prihodkovni način pa je usmerjen v prihodnost, zaradi česar je potrebno pričakovane denarne tokove diskontirati na sedanjo vrednost. Salinas & Amber (2009, str. 45) sta z namenom širšega razumevanja metodologij naredila pregled na podlagi petih kriterijev. Izbira meril je do neke mere subjektivna, vendar temelji na izkušnjah na trgu. Ti kriteriji so:

- obravnava tveganja,
- določitev dohodka, ki se nanaša na blagovno znamko,
- predvideni uporabniki modela,
- vir oz. izvor metode,
- uporabnost.

Prišla sta do zaključka, da nobena metoda ni primerna za vse vrste uporabe, prav tako nista prepričana, da je vsaka od teh metod primerna za uporabo, niti, ali je samo en način dovolj za vsako uporabo. Številne metodologije v literaturi se ne uporabljajo v praksi. Veliko metodologij, ki se uporabljajo v praksi, ni teoretično znanih, bodisi zaradi notranjih ali zunanjih težav pri pridobivanju idealnih podatkov za primerjalno analizo bodisi zaradi pomanjkljivega razumevanja področja ponudnika podatkov. V svojem prispevku predvidevata dve skupini potencialnih uporabnikov vrednotenja blagovnih znamk. Tehnična (davčna in pravna) skupina se običajno nagiba k ozkemu pogledu s samo eno metodologijo. Poslovodna skupina se običajno zaveda različnih svetovalcev in metodologij, lahko pa so negotovi, kako izbirati med njimi. Avtorja glede na primerjavo predlagata, katere metode se na splošno zdijo primerne za katere zahteve, in opozarjata na razkorak med akademskimi in praktičnimi pristopi. Metoda prihranka licenčne pristojbine je splošno sprejeta na tehničnih področjih, kot so računovodsko, davčno in pravno. Metoda dejavnikov povpraševanja oziroma analiza moči blagovne znamke pa je splošno sprejeta za poslovodno uporabo, kot je načrtovanje trženja. V članku avtorja navajata pregled triindvajsetih metod vrednotenja blagovne znamke za pomoč praktikom in teoretikom pri ocenjevanju alternativnih tehnik. Od tega jih šest ni uporabnih v praksi. Menita, da je vrednotenje blagovne znamke bolj uporabno za načrtovanje kot za oceno delovanja.

4 MERJENJE VREDNOSTI NAJBOLJŠIH SLOVENSКИH BLAGOVNIH ZNAMK

4.1 Predstavitev izbranih blagovnih znamk

4.1.1 Predstavitev blagovne znamke Gorenje

Skupina Gorenje na svetovnih trgih nastopa s portfeljem osmih blagovnih znamk gospodinjskih aparatov: Gorenje, Asko, Atag, Pelgrim, Upo, Mora, Etna in Körting. Razširjen portfelj blagovnih znamk podjetju omogoča pokrivanje vseh cenovnih segmentov.

Osredotočajo se na razvoj dveh globalnih blagovnih znamk (Gorenje in Asko) ter razvoj več regijskih oz. lokalnih znamk (ostale blagovne znamke). V magistrski nalogi sem se osredotočila na produktno blagovno znamko Gorenje, s katero podjetje ustvari največji delež prodaje. Pod blagovno znamko Gorenje spadajo gospodinjski aparati, kuhinje, program keramike, program ogrevanja in hlajenja ter računalniška oprema.

Gorenje je mednarodna blagovna znamka, ki milijonom uporabnikom po Evropi in svetu predstavlja sinonim moderne, inovativne in tehnološko napredne znamke gospodinjskih aparatov, ki jih odlikuje vrhunski dizajn. Gorenje je bilo v letu 2013 že sedmo leto zapored prejemnik nagrade Trusted Brand in blagovna znamka, ki ji slovenski potrošniki v kategoriji gospodinjskih aparatov najbolj zaupajo. 69 % bralcev revije Reader's Digest bi v Sloveniji med gospodinjskimi aparati izbralo Gorenje. Gorenje je blagovna znamka z visoko prepoznavnostjo med potrošniki, ugled odličnosti in kakovosti pa si je pridobila z več kot šestdesetletno prisotnostjo na trgu. »Blagovno znamko Gorenje smo v evropskem prostoru razvijali več desetletij in v tem času je postala prepoznavna in predvsem pomembna znamka na večini evropskih tržišč, sedaj pa nadaljuje svoj razvoj na področje Azije in Latinske Amerike.« je izjava direktorja marketinga v Gorenju Aleksandra Uranca (Blagovna znamka Gorenje je znamka zaupanja, 2011).

Blagovna znamka Gorenje nima visoke vrednosti le v očeh potrošnikov, ampak ima tudi finančno vrednost. Avstrijski zasebni inštitut European Brand Institute (v nadaljevanju Eurobrand) je septembra 2008 predstavil izsledke raziskave o blagovnih znamkah na evropski ravni, ki je zajela 3000 podjetij iz 24 držav. Na vzhodu Evrope so kot pozitiven zgled vodilne blagovne znamke izpostavili Gorenje, katere vrednost so ocenili na 445 milijonov evrov. V primerjavi z oceno iz leta 2007 se je vrednost blagovne znamke povečala za 63 milijonov evrov oziroma 16,5 %. Eurobrand je izpostavil, da so uspešne tiste blagovne znamke, ki se prilagajajo regionalnim kulturam in potrebam ter da močne blagovne znamke pomembno prispevajo h krepitvi identitete, večanju zaposlenosti in nacionalni gospodarski rasti (Gorenje povečalo vrednost blagovne znamke za 63 milijonov evrov, 2008).

4.1.2 Predstavitev blagovne znamke Radenska

Radenska d.d. je podjetje, ki pod blagovno znamko Radenska naravno bogastvo okolja spreminja v tržno zanimive, kakovostne in uspešne izdelke. Za Radensko radi rečejo, da je stvar srca. Blagovna znamka Radenska Tri srca pa sodi med najstarejše v Sloveniji. Radenska je krovna blagovna znamka za 12 različnih blagovnih znamk: Radenska Classic, Radenska Light, Radenska Naturelle, Radenska Plus, Radenska IN, Radenska Still, Oaza, Ora, Stil, Pepsi, Radenska ACE in Radenska ICE TEA. Gre za izdelke naravne mineralne in izvirske vode, vode z okusom in brezalkoholne pijače.

Radenska je svetovno poznano podjetje z visoko odzivnostjo na spremembe in trende. V okviru krovne blagovne znamke Radenska razvijajo nove blagovne znamke, v letu 2013 so na primer predstavili novo blagovno znamko Radenska IN. Radenska je na slovenskem

tržišču vodilni polnilec in vodilni slovenski izvoznik naravnih mineralnih voda. Predvsem na prostoru jugovzhodne in srednje Evrope pa aktivni polnilec in prodajalec tistih izdelkov Radenske, ki so glede na svojo kakovost tržno zanimivi.

Društvo potrošnikov za rangiranje in definiranje blagovnih in storitvenih znamk si.Brand je za leto 2011 razglasilo lestvico 50 najboljših slovenskih blagovnih znamk. Na vrh lestvice se je drugo leto zapored uvrstila Radenska, za leto 2011 na prvo mesto. V raziskavi, ki je na internetu in terenu potekala od 28. februarja do 10. decembra 2011, sta sodelovali 1102 osebi. V vprašalniku so potrošniki odgovarjali na vprašanja o zavedanju, priljubljenosti, prepoznavnosti, všečnosti in uporabnosti znamk (Radenska d.d., 2012b).

Za razliko od blagovne znamke Gorenje finančna vrednost blagovne znamke Radenska do sedaj še ni bila objavljena. Slabost vseh rangiranj v Sloveniji je, da temeljijo na oceni potrošnikov in ne zajemajo dejansko najmočnejših blagovnih znamk, saj ne operirajo z ocenjenimi vrednostmi blagovnih znamk. Ker ne ocenjujejo finančne vrednosti blagovne znamke, niso uporabna pri prevzemih in združitvah podjetij, kot tudi ne pri finančnem upravičevanju naložb v trženjske dejavnosti.

4.2 Postopek izbora metode vrednotenja

4.2.1 Dejavniki izbire pristopa

Pri odločitvi o pristopu ocenjevanja vrednosti izbranih blagovnih znamk sem razmislila o številnih vprašanjih, in sicer:

- Dostop do razpoložljivih podatkov – obstoj podatkov je osnova za ocenjevanje vrednosti. Glede na to, da nisem zaposlena v nobenem od podjetij, katerih vrednost blagovne znamke ocenjujem, imam omejen dostop do podatkov oz. sem omejena na podatke, ki so javno dostopni.
- Količina in kakovost podatkov – vrsta, kakovost in količina podatkov vedno oblikujejo in morda omejujejo izbiro pristopa vrednotenja. Na primer trženjske raziskave morajo zagotoviti, da je metodologija, uporabljena pri raziskavah, v skladu s strokovnimi standardi. Lahko pride do neprimerne velikosti vzorcev in drugih napak, ki vplivajo na izračune.
- Ponudba ustreznih transakcijskih podatkov – v panogah, kjer obstaja velika količina razpoložljivih podatkov o transakcijah, so priljubljeni tržni pristopi vrednotenja blagovnih znamk.
- Namen in cilj ocenjevanja vrednosti – treba je razumeti cilj vrednotenja blagovne znamke in uporabiti ustrezne predpostavke, da dobimo pošteno vrednost. Noben posamezen pristop ne bo dal vseh odgovorov na pravilno vrednotenje.
- Skladnost s strokovnimi standardi – računovodski standardi so najbolj v skladu s strokovnim pristopom vrednotenja blagovnih znamk. Znotraj podjetja ustvarjene

blagovne znamke se lahko vrednotijo na podlagi metod, ki temeljijo na zgodovinskih stroških, vendar te niso dovolj dobre. Najboljši metode so tiste, ki temeljijo na projekcijah prihodnjih dohodkov, le-te pa so zelo subjektivne.

- Strokovna presoja in tehnično znanje – najbolj zanesljivo vodilo pri izbiri pristopa je izkušnja, ki izhaja iz sodbe vrednotenja testiranih s strani različnih organov. Splošno sprejeta metoda na področju računovodstva je metoda prihranka licenčne pristojbine ter metoda dejavnikov povpraševanja oziroma analiza moči blagovne znamke na področju poslovodne uporabe.
- Učinek portfelja – nekatera podjetja so razvila portfelj blagovnih znamk iz strateških razlogov. Vrednost posamezne blagovne znamke ni enaka vrednosti blagovne znamke kot celote.
- Časovna komponenta – diskontna stopnja, stopnja rasti in življenjska doba blagovne znamke so pogosto najbolj zapostavljena vprašanja pri vrednotenju blagovne znamke, vendar pri končnem vrednotenju blagovne znamke igrajo pomembno vlogo.

Pojem vrednosti blagovne znamke je dvoumen in vir številnih nesporazumov. Zato je pomembno razumeti, da ni ene vrednosti blagovne znamke. V resnici jih obstaja več, saj se vrednotenja razlikujejo glede na njihove cilje. Dejanski cilj vrednotenja blagovne znamke spreminja merila vrednotenja metod. Odvisno od tega cilja je treba izbirati med zahtevami, ki pa na žalost niso preveč združljive. Več veljavnosti ali večjo zanesljivost? Več subjektivnost ali več objektivnosti? Več sedanje vrednosti ali več zgodovinskih stroškov? Moj cilj je izračunano vrednost blagovne znamke Gorenje primerjati z Eurobrandovo in ugotoviti, koliko moj izračun odstopa od njihovega ter s tem ugotoviti tudi, kako zanesljiva je moja ocena vrednosti blagovne znamke Radenska.

Za uporabo stroškovnega pristopa pri vrednotenju nimam dostopa do podatkov o preteklih stroških, ki so nastali pri ustvarjanju blagovnih znamk, katerih vrednost želim oceniti. Prav tako stroškovni pristop povzroča številne praktične težave, ki kažejo na določeno mero subjektivnosti – to so določitev obdobja za izračun stroškov, določitev katere stroške upoštevati, in določitev diskontne stopnje. Ta metoda je bolj primerna za blagovne znamke, ki so v postopku nastajanja. Blagovni znamki, katerih vrednost želim oceniti pa sta na trgu prisotni že zelo dolgo. Metode vrednotenja v okviru tržnega pristopa so sicer usmerjene veliko bolj navzven iz podjetja, vendar trg za izbrani blagovni znamki ne obstaja. Zato ocenitev zneska, za katerega se lahko izbrani blagovni znamki prodaja ni mogoča. Torej moram izbrati med metodami dohodkovnega pristopa ali pristopa na osnovi formul.

4.2.2 Primerjava metode denarnega toka in metode večkratnika

Metoda večkratnika, ki je bila razvita s strani svetovalnega podjetja Interbrand, je pri vrednotenju blagovnih znamk postala klasika. Bila je uporabljena s strani podjetij, kot sta RHM in Grand Metropolitan, katerih odločitev, da objavita vrednost blagovne znamke v svoji bilanci stanja, je med strokovnjaki povzročila precejšnja nasprotovanja. Prav tako je metoda, ki je objavljena v največ knjigah in člankih. Metoda večkratnika se ne razlikuje

veliko od klasične metode diskontiranega denarnega toka. Svojo navidezno veljavnost črpa iz dejstva, da vsi njeni izračuni temeljijo na:

- čistem znanem dobičku pripisanem blagovni znamki v zadnjih treh letih;
- podatkih o trženju in subjektivnih mnenjih managerjev glede moči blagovne znamke;
- večkratnikih, ki temeljijo na zadnjih transakcijah podobnih podjetji;
- S krivulji, ki za prikaz večkratnikov v primerjavi z ocenami moči blagovne znamke uporablja informacije iz podatkovnih baz.

V sedanji obliki Interbrand metoda povzroča različne težave (Kapferer, 2011, str. 522–523):

- Tržni večkratniki, ki so uporabljeni kot parametri za S krivuljo, niso veljavni kazalniki moči blagovnih znamk. Končna cena transakcij vključuje ocenjeno vrednost blagovne znamke kot tudi določen znesek zaradi višanja ponudb. Na primer, v boju med Jacob Suchard in Nestle je bila začetna ponudba 630 penijev in končna 1.075 penijev. Tržne cene vključujejo učinek višanja ponudb in tako precenjujejo vrednost blagovne znamke. Zato so se pojavili dvomi o uporabnosti te metode za določanje vrednosti blagovnih znamk in prikazovanje znotraj podjetja ustvarjenih blagovnih znamk v bilanci stanja.
- Tudi na trgu, kjer ni učinka višanja ponudb, uporabljeni večkratnik meri vrednost blagovne znamke z vidika potencialnega kupca. Izraža njegovo vizijo, njegove strategije in morebitne sinergije, ki jih lahko pričakuje. Ni pravilno, da metoda poskuša povezati večkratnike, ki so tesno povezani s kupcem, z rezultati moči blagovne znamke, ki jih izračunava zunanji udeleženec in ne vključujejo sinergijskih učinkov. Blagovne znamke se vrednotijo v okviru delujočega koncerna glede na njihovo trenutno korist od podjetij, ki jo imajo v lasti. Po drugi strani pa so večkratniki, ki jih ponuja trg, izračunani z idejo, da se jih uporabi iz povsem drugega razloga.
- Vsaka ocena moči blagovne znamke verjetno ustreza več večkratnikom ali vsaj v razponu vrednosti, v katerih se nahaja S krivulja. Krivulja nima nobene variance, kar povzroča težave, saj je v resnici finančna vrednost blagovne znamke zelo občutljiva na vsako rahlo spremembo večkratnika. To je daleč od načela previdnosti, zanesljivosti in racionalne varnosti, ki urejajo računovodsko prakso in informacije.
- Veljavnost S krivulje je vprašljiva. Interbrand uporablja naslednjo trditev: nova blagovna znamka v začetni fazi raste počasi. Potem ko se premika od nacionalne blagovne znamke do mednarodne, je njena rast eksponentna. Na koncu, kot se giblje od mednarodnega na svetovni trg, pa se njena rast ponovno upočasnjuje. Izkušnje kažejo, da so blagovne znamke dovzetne za velike mejne učinke. Njihova moč se razvija v stopnjah. Tako je lahko danes zmerno znana blagovna znamka vredna skoraj isto kot malo znana. Vendar pa nad določenim pragom njena vrednost raste. Raziskava o zavedanju blagovne znamke je pokazala, da ko na trgih z intenzivno komunikacijo blagovna znamka enkrat doseže določeno pomoč pri ravni zavedanja, se bo njena nepodpora pri zavedanju začela povečevati. To je posledica blokade spomina. Prav tako veliki trgovci na drobno nadomeščajo blagovne znamke srednjega razreda s svojimi izdelki. To kaže, da je

razmerje med močjo blagovne znamke in večkratnikom, pod pogojem, da sta oba ocenjena s strani istega potencialnega kupca, bolje prikazano s stopničastim grafom.

Razširjena uporaba metode večkratnika ni dokaz o veljavnosti, ampak o enostavnosti in priročnosti in s tem tudi o izobraževalni vrednosti. Metoda večkratnika je v sedanji obliki prav tako subjektivna, kot je metoda diskontiranih denarnih tokov. Če bi uporabili več kriterijev namesto sedmih, metoda ne bi pridobila ničesar, saj obstaja veliko hipotez pri ponderiranju. Namesto tega bi moral biti profil blagovne znamke uporabljen za veljaven načrt poslovanja, ki je predstavljen z diskontiranimi denarnimi tokovi. Metoda večkratnika je preveč občutljiva na majhne spremembe v večkratniku samem. Taka občutljivost je v nasprotju z načelom previdnosti. Ni sprejemljivo, da dobimo rezultate, ki se lahko razlikujejo v milijonih samo s spremembo večkratnika za eno enoto. Zaradi tega se je tudi Interbrand začel premikati proti klasični finančni metodologiji diskontiranega denarnega toka.

4.2.3 Izbor metode

Na podlagi predstavljenega sem se odločila, da tako za vrednotenje blagovne znamke Gorenje kot tudi za vrednotenje blagovne znamke Radenska uporabim dohodkovni pristop. Pri tem so najpomembnejši parameter prihodnji denarni tokovi. Prihodke je treba napovedati le za blagovno znamko in ne tudi za ostala sredstva.

Dohodek, ki ga lahko pripišemo blagovni znamki Gorenje, sem sprva želela ugotoviti tako, da bi izračunala razliko med dobičkom po davkih blagovne znamke Körting, ki je nizkocenovna blagovna znamka, in blagovne znamke Gorenje. Tako bi izračunala vrednost blagovne znamke z metodo presežnih dobičkov. Prihodki od prodaje in proizvodjalni stroški po posameznih blagovnih znamkah Gorenja niso prikazani v letnih poročilih, zato sem za podatke prosila podjetje. Dobila sem odgovor, da so podatki in informacije, ki niso javno objavljene, v skladu z Ukrepi za zaščito poslovnih skrivnosti interne narave in kot take niso na voljo zunanji javnosti. Zato sem za Gorenje izbrala med strokovno javnostjo najpogosteje uporabljeno metodo, s katero na podlagi ustrezne licenčne stopnje določimo dohodke, ki jih lahko pripišemo blagovni znamki. Eurobrand je v letu 2008 objavil vrednost blagovne znamke Gorenje 445 mio €. Menim, da je Eurobrandova izračunana vrednost blagovne znamke Gorenje visoka. Predstavlja namreč 36,2 % skupne bilančne vsote Skupine Gorenje v letu 2008. Tudi zato bom za svojo oceno vrednosti blagovne znamke uporabila drug pristop, in sicer metodo prihranka licenčne pristojbine. Iz letnega poročila je razvidno, da Gorenje že vrednoti pridobljene blagovne znamke na ta način. Poštena vrednost patentov in blagovnih znamk, pridobljenih pri poslovnih združitvah, temelji na ocenjeni diskontirani bodoči vrednosti licenčnin, katerih plačilo zaradi lastništva patenta oziroma blagovne znamke ne bo potrebno.

Za Radensko lahko primerjam prodajno ceno izdelka z izdelkom trgovske blagovne znamke in to upoštevam kot osnovo za izračun dobička, ki ga lahko pripišemo blagovni znamki. Tako bom za vrednotenje blagovne znamke Radenska uporabila metodo cenovne premije.

4.3 Izračun vrednosti blagovne znamke Gorenje

Vrednost blagovne znamke Gorenje bom izračunala na naslednji način:

1. Na podlagi pričakovane stopnje rasti bom ocenila vrednost prihodkov od prodaje skozi pričakovano življenjsko dobo blagovne znamke Gorenje. Stopnjo rasti prihodkov bom ocenila na podlagi analize preteklih prihodkov in uspešnosti poslovanja družbe Gorenje, na podlagi analize trga in napovedne stopnje rasti v panogi gospodinjskih aparatov ter na podlagi splošnih makroekonomskih razmer na ključnih trgih Gorenja.
2. Določila bom ustrezno stopnjo licenčnine. Stopnjo licenčnine bom izračunala kot povprečje treh pristopov: pravilo palca 25 % marže iz poslovanja pred obdavčitvijo in EBITDA marže za panogo potrošniške elektronike na evropskem trgu ter mediane licenčnih stopenj panoge elektronike.
3. Tako bom dobila prihodke od licenčnin, ki jih bom diskontirala na današnji dan z ustrezno diskontno stopnjo. Za diskontno stopnjo bom uporabila tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. *Weighted Average Cost of Capital*, v nadaljevanju WACC).
4. S seštevkom neto sedanjih vrednosti prihodkov od licenčnin bom dobila vrednost blagovne znamke Gorenje.

V zadnji točki bom vrednost blagovne znamke Gorenje z uporabo metode prihranka licenčne pristojbine primerjala z vrednostjo, ki jo je objavil Eurobrand.

4.3.1 Doba koristnosti in pričakovani denarni tokovi

Določanje dobe koristnosti blagovne znamke je področje, ki zahteva veliko premisleka. Mnoge izmed vodilnih svetovnih blagovnih znamk so na trgu prisotne že več kot 50 let. Večina managerjev blagovnih znamk je prepričanih, da bodo njihove blagovne znamke imele podobno življenjsko dobo. Vendar je treba ostati realen, obravnavati blagovno znamko v skladu z njenim življenjskim ciklom ter imeti načrt za ohranitev sodobne blagovne znamke. Blagovna znamka Gorenje je na trgu prisotna že več kot 60 let, podjetje se uspešno prilagaja spremembam na trgu. Blagovna znamka Gorenje je med potrošniki deležna visokega zaupanja ter velja za moderno in inovativno blagovno znamko. Zato predpostavljam, da ima blagovna znamka Gorenje neomejeno življenjsko dobo. Glede dileme povezane z obdobjem, ko lahko pričakujemo, da bo blagovna znamka lastniku prinašala donos, sem že pisala v poglavju 1.1.2. Če življenjske dobe blagovne znamke ni mogoče določiti vnaprej, ni razloga za amortizacijo. Tudi zato bom pri izračunih upoštevala nedoločeno dobo koristnosti.

Stopnja rasti je še eno področje, kjer obstaja velika razprava. Obstajajo številni ukrepi, ki se uporabljajo za določanje stopnje rasti. Damodaran (2002, str. 373) navaja, da obstajajo trije osnovni načini za oceno rasti za vsako podjetje. Prvi je pogled na rast prihodkov v preteklih letih, kot zgodovinska stopnja rasti. Medtem ko je ta pristop lahko koristen podatek pri vrednotenju stabilnih podjetij, predstavlja nevarnosti in omejitve pri uporabi za hitro rastoča

podjetja. Gorenje je stabilno in ne hitro rastoče podjetje, tako da je uporaba zgodovinske stopnje rasti smiselna.

Drugi način za določanje stopnje rasti je zaupanje analitikom glede napovedi prave ocene rasti podjetja in uporabo te stopnje rasti pri vrednotenju. Medtem ko mnoga podjetja pogosto uporabljajo ocene analitikov, je kakovost ocene rasti, zlasti za daljša obdobja, lahko slaba. Sklicevanje samo na te ocene rasti pri vrednotenju lahko vodi do napačne in nedosledne ocene vrednosti. Skupina Gorenje za leto 2014 načrtuje 3,7 % rast prihodkov. Strateški cilj za obdobje od leta 2014 do leta 2018 je povprečna letna rast prihodkov v optimističnem scenariju 6 % in povprečna letna rast v pesimističnem scenariju 1 %. Podatkov Gorenja glede napovedanih stopenj rasti ne bom upoštevala, saj je razlika med optimističnim in pesimističnim scenarijem prevelika. Prav tako, če pogledamo pretekle napovedi, Gorenje v zadnji letih ni doseglo napovedne rasti prodaje. Namesto tega bom uporabila napoved rasti panoge gospodinjskih aparatov za evropski trg.

Tretji način ocenitve rasti je na podlagi temeljev podjetja. Rast podjetja se določi na podlagi investiranja v nova osnovna sredstva in kakovosti teh naložb ter na podlagi široko opredeljenih naložb, ki vključujejo prevzeme, vzpostavitev distribucijskih kanalov ali celo širjenje tržne zmogljivosti. Z ocenjevanjem teh vložkov se v nekem smislu oceni temeljno mero rasti podjetja. Ker ocenjujem prihodnjo prodajo, ne bom analizirala kazalnikov investiranja in vseh ostalih kazalnikov uspešnosti in donosnosti podjetja. Analizirala jih bom v taki meri, da vidim, ali je podjetje Gorenje sposobno slediti stopnji rasti in zadovoljiti povpraševanje na trgu zaradi te stopnje rasti. Najboljše merilo kakovosti rasti so donosi od naložb. Podjetja, ki zaslužijo višje donose na kapital in premoženje, ne bodo samo ustvarila višje rasti, ampak bo rast prispevala več k njihovi vrednosti. Zato bom kot kazalnik donosnosti analizirala tudi čisto donosnost kapitala in sredstev.

Pri določanju ustrezne stopnje rasti je treba upoštevati več dejavnikov. Za napoved rasti prodaje Gorenja bom upoštevala naslednje:

- analiza pretekle prodaje in ključnih kazalnikov,
- analiza trga in napovedana stopnja rasti panoge ter
- splošne makroekonomske razmere na ključnih trgih: evrsko območje, Rusija in Slovenija.

• **Analiza pretekle prodaje in ključnih kazalnikov**

Napoved prodaje začnjam s pregledom prodaje Skupine Gorenje zadnjih petih let. Blagovna znamka Gorenje je glavna blagovna znamka Skupine Gorenje, ki predstavlja v letu 2010 več kot 60 % in v letu 2011 60 % celotne prodaje. Ta odstotek sem uporabila za izračun prodaje, ki se nanaša na blagovno znamko Gorenje za vsa leta, kar je prikazano v Tabeli 1. Prodaja prikazana v grafu na Sliki 3 se nanaša le na blagovno znamko Gorenje. Točke na grafu prikazujejo petletno zgodovinsko prodajo izdelkov blagovne znamke Gorenje. Graf bi lahko vseboval podatke o prodaji za daljše časovno obdobje, vendar se bom osredotočila na

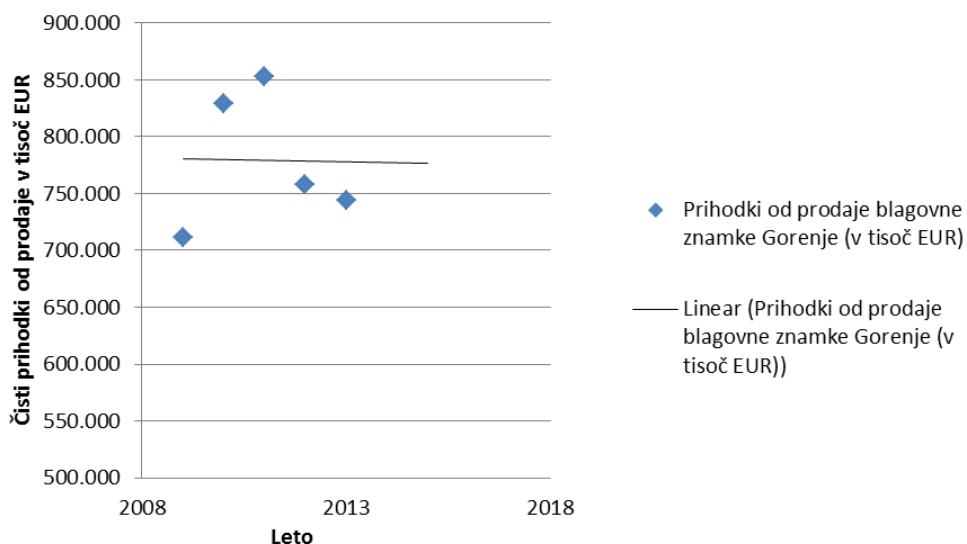
podatke o prodaji zadnjih petih let, ker menim, da je prihodnja rast tesneje povezana z nedavnimi dogodki, kot z dogodki v daljni preteklosti. Glede na stopnje rasti prodaje v posameznem letu sem izračunala povprečno stopnjo rasti zadnjih petih let, ki znaša 1,62 %. Povprečna stopnja rasti nam pove, da so se čisti prihodki od prodaje za blagovno znamko Gorenje v obdobju med leti 2009 in 2013 v povprečju povečali za 1,62 % na leto.

Tabela 1: Pretekla prodaja Skupine Gorenje

Leto	Čisti prihodki od prodaje Skupine Gorenje (v tisoč EUR)	Prihodki od prodaje blagovne znamke Gorenje (v tisoč EUR)	Letna stopnja rasti (v %)
2009	1.185.937	711.562	
2010	1.382.185	829.311	16,55
2011	1.422.229	853.337	2,90
2012	1.263.082	757.849	-11,19
2013	1.240.482	744.289	-1,79
Povprečje			1,62

Vir: Skupina Gorenje, *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2009*, 2009, str. 85; Skupina Gorenje, *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2010*, 2010, str. 120; Skupina Gorenje, *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2011*, 2011, str. 112; Skupina Gorenje, *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2013*, 2013, str. 75.

Slika 3: Pretekla prodaja blagovne znamke Gorenje



Vir: Skupina Gorenje, *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2009*, 2009, str. 85; Skupina Gorenje, *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2010*, 2010, str. 120; Skupina Gorenje, *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2011*, 2011, str. 112; Skupina Gorenje, *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2013*, 2013, str. 75.

Povprečna letna stopnja rasti kaže previsoko stopnjo rasti in ni zanesljiva. Zato sem uporabila regresijski pristop, kjer se krivulja, ki temelji na zgodovinskih podatkih o čistih prihodkih od

prodaje, in nato nagib te krivulje uporabljata za merjenje zgodovinske rasti. Če pričakujemo stalno rast, naj bi regresija temeljila na naravnem logaritmu prodaje. S podatki v Tabeli 1 to ni težko izračunati. Najlažji način za izračun stopnje rasti je z Excelovo funkcijo LOGEST (Brigham & Daves, 2007, str. 290–291). Za spremenljivko Y sem določila obseg prodaje in za spremenljivko X leta. Rezultat, ki ga dobimo, je 1 plus stopnja rasti. V mojem primeru je dobljena vrednost 1 in tako dobim stopnjo rasti 0 %. Zgodovinska stopnja rasti prodaje blagovne znamke Gorenje kaže na stagnacijo prodaje.

Strateški cilj Skupine Gorenja za obdobje od leta 2014 do leta 2018 je povprečna letna rast prihodkov v optimističnem scenariju 6 % in v pesimističnem scenariju 1 %. Če se trg širi hitreje kot Gorenje pričakuje, podjetje ne bo sposobno zadovoljiti povpraševanja. Stranke bodo na koncu kupovale izdelke konkurentov in Gorenje bo izgubilo tržni delež. Po drugi strani pa, če so njihove napovedi preveč optimistične, bi Gorenje imelo na koncu preveč obratov, opreme in zalog, kar prizadene prosti denarni tok in cene delnic podjetja. Če bi pri tem Gorenje nepotrebno širilo financiranje z dolgom, bi stroški visokih obresti še zaostriili njihove težave. Tako je natančna napoved prodaje ključnega pomena za dobro poslovanje podjetja (Brigham & Daves, 2007, str. 290–291).

Uspešnost in donosnost Skupine Gorenje in s tem sposobnost podjetja, da se prilagodi stopnji rasti, sem analizirala na podlagi pregleda poslovanja družbe od leta 2009 do 2013. V Tabeli 2 so prikazani glavni kazalniki uspešnosti in donosnosti Skupine Gorenje za posamezno leto. Podatki so izračunani na podlagi podatkov o poslovanju Skupine Gorenje in izračunih, ki so prikazani v Prilogi 1 in Prilogi 2.

Tabela 2: Kazalniki uspešnosti in donosnosti Skupine Gorenje

Leto	EBITDA marža (EBITDA/Čisti prihodki od prodaje) v %	EBIT marža (EBIT/Čisti prihodki od prodaje) v %	Čista donosnost kapitala (ROE) v %	Čista donosnost sredstev (ROA) v %	Čisti dobiček v prihodkih od prodaje (ROS) v %
2009	5,75	1,02	-3,31	-1,04	-1,03
2010	7,86	4,08	5,11	1,52	1,45
2011	6,10	2,57	2,29	0,73	0,64
2012	7,17	3,56	0,07	0,02	0,02
2013	6,30	2,93	-6,57	-2,17	-2,02

Vir: Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2009, 2009, str. 85; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2010, 2010, str. 120; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2011, 2011, str. 112; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2013, 2013, str. 75.

Poslovni izid Skupine Gorenje je od leta 2010, ko je znašal 20.024 tisoč EUR, padal do leta 2013, ko je prišlo do večjega padca poslovnega izida. Podjetje je v letu 2013 beležilo izgubo v višini 24.999 tisoč EUR. Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) je bil

nekoliko manj konstanten, v letu 2010 je glede na leto 2009 narasel za 59 %, v letu 2011 padel za 20 %, v letu 2012 narasel za 4,5 % in v letu 2013 zopet padel za 14 %. Gibanje je razvidno tudi iz EBITDA marže v Tabeli 2, ki prikazuje razmerje med EBITDA in čistimi prihodki od prodaje. Podobno je gibanje dobička pred obrestmi in davki (EBIT), ki kaže, da se je profitabilnost Gorenja v zadnjem letu znižala. Uspeh poslovanja Skupine Gorenje se je v letu 2013 glede na pretekla leta poslabšal.

Čista donosnost kapitala (angl. *Return on equity*, v nadaljevanju ROE) Gorenja se je leta 2010 glede na leto 2009 povišala in je znašala 5,11 %. Po tem je do leta 2013 padala in bila negativna. Enako se giblje čista dobičkonosnost sredstev (angl. *Return on assets*, v nadaljevanju ROA), ki je v letu 2013 znašala -2,17 % in kaže, da se je učinkovitost managementa pri uporabi sredstev za ustvarjanje dobičkov poslabšala. Čisti dobiček v prihodkih od prodaje (angl. *Return on sales*, v nadaljevanju ROS) kaže, da se je operativna učinkovitost podjetja Gorenje v letu 2013 glede na leto 2012 poslabšala. Za vrednost kazalnika velja podobno kot za ostale, najvišjo vrednost je čisti dobiček v prihodkih od prodaje dosegel leta 2010, nato pa padal vse do leta 2013. Prikazani kazalci kažejo, da učinkovitost podjetja pada od leta 2010 in se je v letu 2013 še poslabšala. Slabše poslovanje je predvsem posledica nižjega povpraševanja v panogi gospodinjskih aparatov v Evropi in številnih enkratnih negativnih učinkov, in sicer učinkov slabitev različnih finančnih naložb, odprodaje proizvodnje pohištva in tečajnih izgub. Da bi ugotovila, ali Gorenje posluje uspešno, sem primerjala omenjene kazalce z najboljšim podjetjem v panogi na evropskem trgu, podjetjem Bosch. Za podjetje Bosch sem pridobila podatek za leto 2012 in so prikazani v Prilogi 3. Kazalci, ki izražajo uspešnosti poslovanja za Bosch za leto 2012 znašajo: ROE 8,72 %, ROA 4,16 % in ROS 4,46 %. Primerjalna analiza z najboljšim konkurentom iz panoge kaže, da Gorenje ne posluje uspešno in da ga čaka še veliko dela, da bo doseglo konkurente. Gorenje nima težav s tekočim poslovanjem, vendar slabše posluje, zato se zdi ničelna stopnja rasti izračunana na podlagi analize pretekle prodaje realna.

Preteklo stopnjo rasti prodaje je koristno vključiti v ocenjevanje prihodnje prodaje. Vendar je prihodnja prodaja zelo odvisna tudi od gospodarstva (domačega in svetovnega), možnosti razvoja industrije, trenutne proizvodne linije podjetja, načrtovanih izdelkov, ki so v pripravi, in trženjskih kampanj. Ko v Gorenju vključijo še ta vprašanja, v svoji analizi ocenjujejo 3,7-% pričakovano rast za prihodnje leto 2014. Analizo trga in makroekonomskih kazalnikov na ključnih trgih sem naredila sama, kar je prikazano v naslednjih točkah.

- **Analiza trga in napovedana stopnja rasti panoge**

Gorenje krepi svojo prisotnost na mednarodnih trgih in 92 % prihodkov ustvari v Evropi, zato sem pri analizi trga gospodinjskih aparatov upoštevala evropski trg. Za evropski trg gospodinjskih aparatov se pričakuje pospešeno rast s pričakovano skupno letno stopnjo rasti 2,5 % za petletno obdobje 2012–2017 (Household Appliances in Europe, 2014). Glavni trendi v panogi gospodinjskih aparatov so povzeti s spletne strani Skupine Gorenje (Trendi v panogi, 2011) in spletne strani GFK (Luč na koncu tunela, 2013):

- Huda konkurenca. V času gospodarske krize je bilo uničene dosti konkurence, panoga se je skrčila. Konsolidacija v panogi se še nadaljuje, pri tem pa gre predvsem za prerazporejanje tržnih deležev. Na trgu je nekaj milijonov izdelkov preveč in pritisk na cene je velik. V zadnjih letih so tržni delež najbolj povečali turški in azijski proizvajalci, ki so visoko konkurenčni zaradi nizkih cen in inovativnih izdelkov.
- Glavni trend na področju aparatov za dom je energijska učinkovitost. Potrošniki so vse bolj informirani in osveščeni ter želijo k ohranjanju okolja prispevati z nakupom energetske varčnih aparatov. Trend rasti le-teh je v Evropi prisoten že nekaj časa, prisoten pa je tudi drugje po svetu. Ponekod k popularizaciji energetske varčnih aparatov pripomorejo tudi programi vladnih subvencij. Poleg okoljskih lastnosti k rasti sektorja prispeva še večje povpraševanje po aparatih z večjo zmogljivostjo ter uporabniku prijaznimi lastnostmi.
- Trend kuhanja doma. Kriza je očitno spremenila tudi navade ljudi, saj je po vsej Evropi opaziti naraščajoči trend kuhanja doma. Nemalo sta k temu prispevali tudi ozaveščenost in želja ljudi, da vedo, kaj jedo, ter imajo nadzor nad sestavinami.

• Splošne makroekonomske razmere na ključnih trgih

Pri analizi makroekonomskih razmer sem upoštevala trge, kjer Gorenje dosega najvišjo prodajo. Po posameznih državah je najvišja vrednost prodaje v letu 2013 znašala v Rusiji 13,8 %. Približno 60 % prodaje predstavljajo države evrskega območja, največ Nemčija 12,1 %, Skandinavija 11,1 % in Nizozemska 10,4 %. Z blagovno znamko Gorenje skupina največ prodaje ustvari v Nemčiji, Rusiji, Skandinaviji, Srbiji in Ukrajini. Največ pa Gorenje proizvede v Sloveniji. Zato bom analizirala makroekonomske razmere na trgih evrskega območja, Rusije in Slovenije.

Tabela 3: Makroekonomski kazalci na ključnih trgih Skupine Gorenje

Stopnje rasti v % / Leto	2014	2015	2016
Slovenija			
BDP	0,5	0,7	1,3
Zasebna potrošnja	-0,4	0,7	1,8
Dodana vrednost predelovalne dejavnosti	1,5	1,8	2,0
Evrsko območje			
BDP	1,2	1,5	1,8
Zasebna potrošnja	0,7	1,2	1,4
Rusija			
BDP	2,0	2,5	3,0
Zasebna potrošnja	3,5	3,0	3,0

Vir: UMAR, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2014, 2014, str. 5, 35; European Central Bank, Staff macroeconomic projections for the euro area, 2014, str. 5; Pregled gospodarskih gibanj, 2014.

Matična družba Skupine Gorenje ima sedež v Sloveniji in okoli 55 % izdelkov proizvedejo s 6.300 zaposlenimi v Sloveniji. Glede kazalnikov v Sloveniji sta pomembnejša kazalnika rast BDP, ki je ključni kazalnik gospodarske rasti, in dodana vrednost predelovalne dejavnosti. Ob predvideni pospešitvi okrevanja gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju, nadaljnji sanaciji bančnega sistema in konsolidaciji javnih financ ter začetku prestrukturiranja podjetij se bo rast bruto domačega proizvoda postopoma krepila. Rast predelovalnih dejavnosti naj bi temeljila predvsem na tehnološko zahtevnejših in bolj izvozno usmerjenih dejavnostih, kamor spada tudi Gorenje (UMAR, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2014).

Bolj kot navedeno bo na prihodnjo prodajo Gorenja vplivala stopnja rasti zasebne potrošnje v državah evrskega območja. Zato bom pri napovedi stopnje rasti največjo težo dala temu kazalniku. V prihodnjih letih se bo začelo postopno okrevanje zasebne potrošnje, rast v letu 2014 ne bo visoka, bo pa stopnja rasti zasebne potrošnje rastla eksponentno. V Rusiji bo stopnja rasti zasebne potrošnje večja kot v evrskem območju, vendar ker večinski trg predstavljajo države evrskega območja, bom, kot je že omenjeno, večjo težo pripisala rasti zasebne potrošnje evrskega območja.

Glede na vse navedeno so ključne ugotovitve, na pogladi katerih ocenjujem stopnje rasti prodaje Gorenja, naslednje:

- Ocenjena letna stopnja rasti prihodkov od prodaje za blagovno znamko Gorenje na podlagi preteklih podatkov znaša 0 %.
- Za evropski trg gospodinjskih aparatov se za petletno obdobje od leta 2012 do leta 2017 pričakuje pospešeno rast, v povprečju 2,5 % na leto.
- Slabše poslovanje Gorenja iz leta 2013 bo imelo vpliv na prihodke od prodaje v bližnji prihodnosti in bo upočasnilo napovedno stopnjo rasti iz druge točke.
- Rast zasebne potrošnje na ključnem trgu za Gorenje bo v letu 2014 0,7 %, v letu 2015 1,2 % in v letu 2016 1,4 %.

Ocenjene stopnje rasti prihodkov od prodaje blagovne znamke Gorenje od leta 2014 do leta 2018 prikazujem v Tabeli 4.

Tabela 4: Stopnje rasti prihodkov od prodaje blagovne znamke Gorenje

Stopnja rasti / Leto	2014	2015	2016	2017	2018	∞
Stopnja rasti v %	0,5	1	1,5	2	3	2

Pri izračunu vrednosti blagovne znamke Gorenje bom uporabila nedoločeno dobo koristnosti blagovne znamke. Od leta 2018 v neskončnost bom upoštevala stopnjo rasti 2 %.

4.3.2 Izračun licenčne stopnje

Licenčna stopnja je ocenjena stopnja, po kateri bi lastnik plačeval licenčnino za blagovno

znamko, če ne bi bil njen lastnik. Tudi če gre za isto panogo, se lahko višina licenčnine med podjetji precej razlikuje. Licenčna stopnja, ki je največkrat uporabljena, je 5 %. V industriji gospodinjskih pripomočkov, naprav, elektronike in strojne opreme se lahko stopnje licenčnine razlikujejo od 1 % do 7 % (Licensing Technology, 2010). Če imamo na trgu podobno sredstvo, ki je dano v najem in se zanj že plačuje licenčnina, je višino licenčne stopnje lažje določiti. Za industrijo gospodinjskih aparatov nisem našla primera podjetja, ki bi dalo blagovno znamko v najem.

Za določitev višine licenčne stopnje sem uporabila tri pristope, in sicer višino operativne marže po metodi pravila palca, višino EBITDA marže po metodi pravila palca ter dejanske podatke o licenčnih stopnjah. Metoda pravila palca je splošno sprejeta metoda, največkrat uporabljena pri vrednotenju licenciranja. Metoda predlaga, da imetnik licence, ki se poslužuje intelektualne lastnine, v našem primeru blagovne znamke, plača stopnjo licenčnine enako 25 % pričakovanih dobičkov iz poslovanja (profitna marža). Pravilo se največkrat uporablja pri vrednotenju patentov, vendar je prav tako koristno in se uporablja tudi za avtorske pravice, blagovne znamke, poslovne skrivnosti in know-how (Paar, 2007, str. 32).

Stopnja licenčnine mora odražati industrijo in gospodarsko okolje, v katerem se uporablja. Zato sem uporabila podatke Damodarana, ki odražajo panogo potrošniške elektronike na evropskem trgu. Licenčna stopnja, ki temelji zgolj na bruto dobičku, ne more odražati realnosti. Pri izračunu licenčnine je primerneje uporabiti dobiček iz poslovanja pred davki. Povprečna marža iz poslovanja pred davki za panogo potrošniške elektronike na evropskem trgu znaša 9,86 % (Damodaran, 2014d).

Natančnejša ocena, ki najbolje približa izkazane stopnje licenčnine, bolj kot z uporabo bruto marže ali EBIT marže, je uporaba 25 % EBITDA marže (KPMG, 2012). Delež EBITDA v prodaji za panogo potrošniške elektronike na evropskem trgu znaša 13,92 %.

Mediana dejanske licenčne stopnje za industrijo elektronike je 4,5 % prihodkov od prodaje (baza podatkov Bloomberg, podatki od leta 1990 do 2000) (Paar, 2007, str. 49).

Tabela 5: Izračun licenčne stopnje

Marža iz poslovanja pred obdavčitvijo	9,86
Pravilo palca 25%	2,47
EBITDA marža	13,92
Pravilo palca 25%	3,48
Mediana licenčnih stopenj panoge	4,50
Povprečje	3,48

Če vzamem povprečje vseh treh pristopov, lahko ocenim, da licenčna stopnja znaša 3,48 %. Tako bom pri izračunu vrednosti blagovne znamke Gorenje uporabila licenčno stopnjo 3,5 %.

4.3.3 Diskontna stopnja

Diskontna stopnja odraža tveganje, ki je povezano z doseganjem napovedanih prihodkov. Diskontna stopnja, uporabljena pri večini diskontiranih denarnih tokov, je tehtano povprečje stroškov kapitala podjetja (v nadaljevanju WACC). WACC je strošek različnih komponent financiranja, ki jih uporablja podjetje, merjen z njihovimi deleži tržne vrednosti in prikazan kot (Abratt & Bick, 2003, str. 34–35):

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

kjer je:

r_e - strošek lastniškega kapitala,
 w_e - delež financiran s kapitalom,
 r_d - strošek dolga,
 w_d - delež financiran z dolgom,
 t - davčna stopnja.

Najpogosteje uporabljena metoda za izračun **stroškov lastniškega kapitala (r_e)** je model CAPM (angl. *Capital Asset Pricing Model*). Ta model določa tveganje za podjetje glede na trg in izhaja iz gibanja cen naložb glede na tržna gibanja. Vso tržno tveganje je ujeta v beta koeficientu, merjeno glede na tržni portfelj, ki naj bi vsaj v teoriji vključeval vsa sredstva, s katerimi se na trgu trguje v sorazmerju z njihovo tržno vrednostjo (Damodaran, 2002, str. 247):

$$R = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (2)$$

kjer je:

R - strošek lastniškega kapitala,
 r_f - netvegana stopnja donosa,
 $(r_m - r_f)$ - tržna premija za tveganje,
 β - obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja.

Za uporabo modela CAPM potrebujemo tri vhode podatke:

1. Netvegana stopnja donosa (r_f) je opredeljena kot pričakovani donos sredstva, za katere investitor z gotovostjo pozna pričakovani donos v časovnem obdobju analize. Izpolnjena morata biti dva pogoja. Prvi je, da ne sme obstajati nobenega tveganja neplačila. Drugi pogoj, ki se pogosto pozablja, je da morajo netvegani vrednostni papirji imeti dejanski donos, ki je enak njegovi pričakovani donosnosti, kjer ne obstaja tveganje ponovnega investiranja. V praksi pa obrestna mera brez tveganja ne obstaja, ker tudi najvarnejše naložbe nosijo zelo majhno mero tveganja (Damodaran, 2002, str. 212). Brigham in Daves (2007, str. 324) navajata, da raziskave med visoko cenjenimi podjetji kažejo, da približno dve tretjini podjetij uporablja za netvegano stopnjo donosa dolgoročne zakladniške obveznice in se strinjata z njihovo izbiro, ker:

- so navadne delnice dolgoročni vrednostni papirji in čeprav delničar mogoče ne bo imel dolgega naložbenega horizonta, večina delničarjev vlaga na dolgoročni osnovi – zato je smiselno pričakovati, da donosi delnice uresničijo dolgoročna inflacijska pričakovanja, podobna tistim, ki se odražajo v obveznicah namesto kratkoročnih pričakovanih donosih menic;
- so stopnje zakladnih menic manj stabilne kot so stopnje zakladniških obveznic in večina strokovnjakov se strinja, da so tudi manj stabilne kot stroški lastniškega kapitala.

Kadar se CAPM model uporablja za oceno stroškov kapitala določenega sredstva, je pravilno obdobje življenjska doba tega sredstva. Ker ima veliko sredstev dolgo življenjsko dobo, mora biti tudi uporabljeno obdobje za CAPM dolgo. Zato je stopnja donosa za dolgoročne zakladne obveznice logična izbira za netvegano stopnjo donosa. Tako sem uporabila donos na 30-letne nemške zakladniške obveznice kot približek za obrestno mero brez tveganja. Ta je na dan 1. 7. 2014 znašal 2,184 % (Germany 30-Year Bond Yield, 2014).

Ostale podatke za izračun stroškov lastniškega kapitala sem za Slovenijo oz. panogo potrošniške elektronike na evropskem trgu pridobila s spletne strani Aswatha Damodarana, profesorja korporativnih financ in vrednotenja na Stern School of Business na univerzi v New Yorku. Podatki objavljeni na njegovi spletni strani so uporabljeni pri poučevanju in v njegovih knjigah.

2. Tržna premija za tveganja ($r_m - r_f$) je premija, ki jo vlagatelji zahtevajo za vlaganje v tržno premoženje in vključuje vsa tvegana sredstva na trgu, namesto vlaganja v netvegana sredstva. Izračunana je kot je pričakovana stopnja donosa trga minus netvegana stopnja donosa. Je posledica nenaklonjenosti tveganju vlagateljev. Ker je večina vlagateljev nenaklonjenih tveganju, zahtevajo višjo pričakovano donosnost (premijo tveganja), da bi jih spodbudila k naložbam v tvegane vrednostne papirje v primerjavi z relativno nizkim tveganjem dolga. Premija se lahko oceni na podlagi zgodovinskih podatkov oziroma napovednih podatkov (Brigham & Daves, 2007, str. 325). Damodaranova ocena se začne s premijo tveganja za razviti trg, katero izračuna na podlagi premije kapitalskega tveganja delnic indeksa S&P 500 na podlagi zgodovinskih podatkov. Tej doda standardno tveganje kreditnega razpona države. Pri tem ponudi dve možnosti, in sicer oceno agencije Moody ali razpon kreditne zamenjave države (angl. *CDS spread*). Slednjo izračuna na podlagi tipičnega razpona za razred bonitetne ocene s povprečnim razponom kreditne zamenjave in razponom ameriških državnih obveznic po ocenah razreda na začetku vsakega leta. Nato pretvori tveganje kreditnega razpona v deželno tveganje. Tu zopet ponudi dve možnosti, in sicer uporaba tveganja kreditnega razpona kot merilo dodatne premije tveganja države ali prilagoditev tveganja kreditnega razpona države za dodatno nestabilnost kapitalskega trga in tako pride do premije za državo. Na podlagi objavljenih podatkov (Damodaran, 2014b) sem za Slovenijo izračunala naslednjo tržno premijo za tveganje:

- premija kapitalskega tveganja delnic indeksa S&P 500 na podlagi zgodovinskih podatkov

na dan 1. 7. 2014 znaša 5,59 %;

- tveganje kreditnega razpona Slovenije glede na bonitetno oceno agencije Moody za Slovenijo znaša 2,5 % (ocena Ba1);
- prilagoditev tveganja kreditnega razpona Slovenije za dodatno nestabilnost kapitalskega trga znaša 1,25;
- tržna premija za tveganje = 5,59% + (2,5% × 1,25) = 8,72%.

3. Beta (β) je opredeljena kot kovarianca sredstev, deljenih z varianco tržnega premoženja, in meri dodatno tveganje z naložbo v tržno premoženje. Obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja kaže tveganje v naložbe, ki jih ni mogoče razpršiti v portfelje. Običajno se meri z uporabo regresije delniških donosov glede na donosnosti indeksa trga, nagib črte je beta. Regresijska beta ima dve težavi: standardna napaka pri oceni beta podjetja je zelo velika in to, da upošteva pretekle podatke. Če pri ocenjevanju upoštevamo beta za podjetje za zadnji dve ali zadnjih pet let in je podjetje v tem časovnem obdobju spremenilo poslovanje ali delež dolga, regresijska beta ne bo dobro merilo napovedani beti. Zato bete nisem ocenjevala na podlagi donosnosti delnic Gorenja in donosnosti tržnega indeksa SBI20. Uporabila sem podatek s spletne strani Damodarana. Podatek je izračunan na podlagi petletnih mesečnih donosov vsake delnice in nato povprečje donosov vzorca podjetij določene panoge. Beta brez upoštevanja dolga je upoštevana s pomočjo povprečnih razmerij med dolgom in kapitalom na trgu. Njegova ocena omogoča, da se, zaradi uporabe povprečne beta več podjetij, upoštevajo spremembe v poslovni in finančni strukturi, še preden do njih pride. Beta koeficient ob upoštevanju razmerja med kapitalom in dolgom (β s finančnim dolgom) za panogo potrošniške elektronike za evropski trg znaša 1,23 (Damodaran, 2014c). Beta s finančnim dolgom je izračunana po naslednji formuli (Brigham & Daves, 2007, str. 532):

$$\beta = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times (D/S)) \quad (3)$$

kjer je:

β_u – beta brez upoštevanja dolga,

t – davčna stopnja,

D/S – razmerje med finančnim dolgom in kapitalom na trgu.

Za panogo potrošniške elektronike za evropski trg izračun po enačbi (3) znaša:

$$\beta = 1,06 \times (1 + (1 - 0,116) \times (0,1772)) = 1,23 \quad (4)$$

Sedaj, ko sem ocenila netvegano stopnjo donosa, premijo za tveganje in beto, lahko ocenim pričakovani donos od naložb v lastniški kapital podjetja Gorenje. Tako strošek lastniškega kapitala izračunan po enačbi (2) torej znaša:

$$R = 2,18\% + 8,72\% \times 1,23 = 12,91\% \quad (5)$$

Strošek dolga (r_d) meri trenutne stroške zadolževanja podjetja za sredstva za financiranje projektov. Na splošno je strošek dolga določen z naslednjimi spremenljivkami (Damodaran, 2002, str. 284):

- netvegana stopnja: s povečevanjem netveganja se bodo stroški dolga za podjetja tudi povečali;
- tveganje neplačila dolga podjetja: če se tveganje neplačila podjetja povečuje, se bo povečal tudi stroške izposoje denarja;
- davčna ugodnost, povezana z dolgom: ker so obresti dolga davčna olajšava, so stroški dolga po obdavčitvi odvisni od davčne stopnje. Davčna olajšava, ki izhaja iz plačevanja obresti dolga povzroči, da so stroški dolga po obdavčitvi nižji kot stroški dolga pred obdavčitvijo. Poleg tega se ta ugodnost povečuje, če se povečuje davčna stopnja.

Najenostavnejša metoda za ocenjevanje stroška dolga podjetja je, če ima podjetje izdane dolgoročne obveznice, s katerimi se pogosto trguje. Tržna cena obveznice, v povezavi s svojim kuponom in zrelostjo, lahko služi za izračun donosa, ki ga uporabljamo kot strošek dolga. Za Gorenje metoda ni uporabna, ker nima izdanih obveznic. Podatek po kolikšni obrestni meri je podjetje najemalo dolgoročna posojila v bližnji preteklosti ni na voljo. Prav tako nisem našla bonitetne ocene tveganja dolgoročnega dolga za Gorenje, na podlagi katere bi lahko ocenila tveganje neplačila in razpon. Zato bom za oceno stroškov dolga uporabila povprečno obrestno mero izračunano z enačbo:

$$\text{Povprečna obrestna mera} = \text{plačane obresti} / \text{povprečno stanje dolga} \quad (6)$$

Plačane obresti iz konsolidiranega izkaza denarnih tokov Skupine Gorenje za leto 2013 znašajo 21.574 tisoč EUR. Povprečno stanje kratkoročnih in dolgoročnih posojil iz konsolidiranih bilanc stanja Skupine Gorenje za leti 2012 in 2013 je 415.070 tisoč EUR. Povprečna obrestna mera, izračunana z enačbo (4), tako znaša 5,19 %. Strošek dolga je treba obdavčiti še z davčno stopnjo. Efektivno davčna stopnja davka od dohodka pravnih oseb Gorenja za leto 2013 znašala 0 %. Gorenje je imelo negativen poslovni izid pred davki in tako niso plačali davka od dohodka. Davčno stopnjo 0 za prihodnja leta ne moremo predvideti, zato bom kot davčno stopnjo uporabila enotno davčno stopnjo za leto 2013, ki je znašala 17 %. Strošek dolga po davkih tako znaša:

$$\text{Strošek dolga po obdavčitvi} = 5,19\% \times (1 - 0,17) = 4,31\% \quad (7)$$

Za Skupino Gorenje za leto 2013 velja delež, financiran z lastniškim kapitalom (w_e) 33,11 %, in delež, financiran z dolgom (w_d) 66,89 %. Skupina Gorenje je v letu 2013 izvedla dve kapitalizaciji, skupaj so pridobili 26,7 milijona EUR svežega kapitala in osnovni kapital povečali za 38,69 % (Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2013). Tudi vnaprej vodijo sistematično politiko zniževanja finančnega dolga. Zato bom pri izračunu WACC, s katerim bom diskontirala prihodnje denarne tokove, upoštevala strukturo 50 %

financiranja z dolgom in 50 % financiranja z lastniškim kapitalom. Prav tako sem upoštevala beto glede na povprečje podjetij v panogi potrošniške elektronike na evropskem trgu in s tem vključila možnost spremembe strukture kapitala. Izračun WACC na podlagi enačbe (1) je torej naslednji:

$$WACC = 12,91\% \times 0,5 + 4,31\% \times 0,5 = 8,61\% \quad (8)$$

Tabela 6: Prikaz kategorij izračuna WACC za Skupino Gorenje

Strošek lastniškega kapitala (CAPM)	12,91
Netvegana stopnja donosa (r_f)	2,18
Tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$)	8,72
β s finančnim dolgom	1,23
Delež financiran s kapitalom (w_e)	0,50
Strošek dolga (r_d)	4,31
Davčna stopnja (t)	0,17
Delež financiran z dolgom (w_d)	0,50
Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)	8,61

Za kontrolo sem primerjala WACC panoge potrošniške elektronike na evropskem trgu, izračunanega na spletni strani Damodarana. Ta znaša 9,72 %. S kapitalom financiran delež je za podjetja na evropskem trgu potrošniške elektronike 84,95 % in delež, financiran z dolgom, 15,05 % (Damodaran, 2014a). Podjetje Gorenje pa ima večji del financiran z dolgom, kar sem upoštevala tudi pri izračunu. Glede na navedeno se zdi moj izračun WACC smiseln.

4.3.4 Vrednost blagovne znamke z metodo prihranka licenčne pristojbine

Vrednost blagovne znamke Gorenje sem izračunala tako, da sem najprej na podlagi ocenjenih stopenj rasti določila obseg prodaje skozi pričakovano življenjsko dobo blagovne znamke Gorenje. Ocenjena stopnja rasti za leto 2014 znaša 0,5 % in se povečuje do leta 2018 na 3 %, v neskončnost pa znaša 2 %. Izračunu načrtovanih prihodkov sem dodala ustrezno stopnjo licenčnine 3,5 % in tako dobila prihodke od licenčnin. Dobljene prihranke sem po odštetju stroška davka diskontirala na sedanjo vrednost z diskontno stopnjo 8,61 %. Ker sem za blagovno znamko Gorenje določila neskončno dobo koristnosti, sem vrednosti licenčnih prihrankov po letu 2018 dalje zajela v enem samem znesku, in sicer v obliki preostale vrednosti, ki sem jo diskontirala na sedanjo vrednost. S seštevkom vseh neto sedanjih vrednosti licenčnin sem dobila vrednost blagovne znamke Gorenje. Izračun vrednosti blagovne znamke Gorenje prikazujem v Tabeli 7.

Tabela 7: Izračun vrednosti blagovne znamke Gorenje

Parameter/Leto	2014	2015	2016	2017	2018	∞
Stopnja rasti	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	3,00%	2,00%
Načrtovani prihodki	748.010.646	755.490.752	766.823.114	782.159.576	805.624.363	821.736.851
Licenčna stopnja	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Licenčni prihranek	26.180.373	26.442.176	26.838.809	27.375.585	28.196.853	28.760.790
Davčna stopnja	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
Strošek davka	4.450.663	4.495.170	4.562.598	4.653.849	4.793.465	4.889.334
Denarni tok po davkih	21.729.709	21.947.006	22.276.211	22.721.736	23.403.388	23.871.456
Diskontna stopnja WACC	8,61%	8,61%	8,61%	8,61%	8,61%	8,61%
Diskontni faktor	1,0861	1,1796	1,2812	1,3915	1,5113	1,5113
(r – g)						6,61%
Diskontirani PFI	20.007.098	18.605.257	17.387.290	16.329.100	15.485.658	238.961.740
Vrednost blagovne znamke						326.776.142

Vrednost blagovne znamke Gorenje znaša 326.776.142 EUR. Vrednost vseh sredstev Skupine Gorenje je bila v letu 2013 1.149.702 tisoč EUR, prihodki od prodaje pa so znašali 1.240.482 tisoč EUR. Vrednost blagovne znamke Gorenje znaša 28 % vrednosti vseh sredstev in 26 % prihodkov v letu 2013.

Sprva sem želela izračunati vrednost blagovne znamke Gorenje tudi z Interbrand metodo, saj bi bila tako primerjava z njihovo oceno bolj smiselna. Vrednotenja nisem izvedla zaradi pomanjkanja ustreznih podatkov za izračun oziroma bi bila ocena lahko zgolj hipotetična. Za oceno vloge blagovne znamke v procesu nakupne odločitve, da določimo delež presežnih dobičkov, pripisan blagovni znamki, in za oceno moči blagovne znamke glede na druge blagovne znamke na trgu, bi bila namreč potrebna tržna raziskava med uporabniki celotne panoge, v kateri deluje Gorenje. To pa v okviru magistrske naloge ni mogoče. Če bi podatka ocenila, bi bila ocena zgolj hipotetična, saj sta ta dva vhodna podatka ključnega pomena za izračun. Tako primerjava ocene vrednosti z Eurobrandovo ne bi bila verodostojna.

Poleg ocene vrednosti blagovne znamke Gorenje s strani Eurobranda iz leta 2008, sta objavljeni tudi oceni za leti 2009 in 2010. Za leta 2011 do 2013 pa Eurobrand ni objavil vrednosti najmočnejših blagovnih znamk po državah. Vrednost blagovne znamke Gorenje je v letu 2008 po njihovi oceni je znašala 445 mio EUR in je predstavljala 36 % bilančne vsote Skupine Gorenje v tem letu. V letu 2009 je vrednost blagovne znamke znašala 458 mio EUR, kar je 3-% povečanje glede na predhodno leto. Vrednost blagovne znamke Gorenje znaša 39 % vrednosti celotnih sredstev podjetja v tem letu. V letu 2010 je vrednost blagovne

znamke Gorenje po oceni Eurobranda znašala 378 mio €, kar je za 17,6 % manj glede na leto 2009 (European Brand Institut, Country review, 2010). Vrednost iz leta 2010 znaša 29 % celotnih sredstev podjetja v tem letu. Glede na to, da je bilo poslovanje Gorenja v letih 2011 do 2013 slabše kot v letu 2010, lahko predpostavljamo, da se je vrednost blagovne znamke Gorenje tudi z Eurobrandovo metodo nižala. Zato se zdi moja ocena vrednosti blagovne znamke Gorenje, ki je za 13,5 % nižja od Eurobrandove iz leta 2010, smiselna.

Uporabljena metoda prihranka licenčne pristojbine je v praksi najpogosteje uporabljena metoda. Metoda se zdi enostavna, vendar je določanje licenčne stopnje precej težavno. Licenčna stopnja ocenjuje, koliko bi bil za blagovno znamko pripravljen plačati trg. Težava se pojavi, ker na večini trgov, kjer deluje Skupina Gorenje, licenčnine niso pogosta praksa. Prav tako niso pogosta praksa na trgu gospodinjskih aparatov. Druga pomanjkljivost metode, ki se mi zdi pomembna je, da licenčna stopnja zajema več kot le blagovno znamko, saj se ta ne plačuje samo za izkoriščanje blagovne znamke. Zato se s to metodo ne more popolnoma ločiti vrednosti blagovne znamke. Glavna prednost, ki jo vidim pri uporabi te metode je, da je z določanjem stopnje licenčnine vrednotenje specifično glede na panogo, v kateri deluje podjetje. Pristop vrednotenja je bolj primeren za blagovne znamke, ki so prisotne na mednarodnih trgih, zato je metoda zagotovo bolj primerna za vrednotenje blagovne znamke Gorenje kot na primer blagovne znamke Radenska.

4.4 Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska

Za izračun vrednosti blagovne znamke Radenska bom uporabila metodo cenovne premije. Teorija blagovne znamke narekuje dvostopenjsko strukturo s krovno blagovno znamko in hčerinskimi blagovnimi znamkami. Radenska je krovna blagovna znamka, medtem ko so blagovne znamke Radenska Classic, Radenska Light, Radenska IN, Radenska Naturelle, Radenska Still, Radenska Plus, Oaza, Ora, Stil, ACE, Ledeni čaj in Pepsi hčerinske blagovne znamke. Pri izračunu vrednosti krovnih blagovnih znamk, kot je Radenska, je prva bistvena faza v procesu vrednotenja segmentacija v strateške enote. Z dodajanjem ocenjevanj vrednosti posameznih hčerinskih blagovnih znamk dosežemo njihovo celotno kumulativno vrednost.

Blagovna znamka Radenska vključuje 12 hčerinskih blagovnih znamk za izdelke naravne mineralne vode, izvirske vode, vode z okusom in brezalkoholne pijače. Cenovno premijo sem izračunala za vse kategorije izdelkov, vendar ne bom vrednotila krovne blagovne znamke Radenska, ampak samo njen del, in sicer kategorijo naravnih mineralnih voda. Radenska proizvaja mineralno vodo za vse tri trgovce, pri katerih sem primerjala prodajno ceno izdelka z blagovno znamko Radenska in izdelka s trgovsko blagovno znamko. Zato lahko le za to kategorijo predvidim enake proizvodjalne stroške izdelkov, katerih ceno sem primerjala. Upoštevanje kategorije mineralnih voda in nato posploševanje na ostale ni mogoče, ker so izdelki omenjene kategorije bolj kakovostni, imajo daljšo tradicijo in višjo ceno. Upoštevati moramo, da se lahko ti deleži od ene do druge kategorije razlikujejo. Poleg tega sta lahko

struktura donosnosti in potencial rasti za vsako enoto zelo različna. Tako bom izračunala vrednost blagovne znamke Radenska za kategorijo izdelkov mineralnih voda, v katero spadajo tri hčerinske blagovne znamke Radenska Classic, Radenska Light ter Radenska IN. Izračunala bom vrednost blagovne znamke Radenska za kategoriji mineralnih voda na slovenskem trgu, ker sem ugotavljala višino cenovnih premij v Sloveniji. Za Radensko je Slovenija ključno tržišče, na katerem so v letu 2012 prodali 778 tisoč hl vseh pijač, kar pomeni 80-% delež vseh prodanih količin podjetja. Na slovenskem trgu so v letu 2012 ustvarili 88,6 % čistih prihodkov iz prodaje, kar potrjuje pomembnost slovenskega tržišča.

Vrednost blagovne znamke Radenska bom izračunala na naslednji način:

1. Na podlagi pričakovane stopnje rasti bom ocenila obseg prodaje za kategorijo izdelkov mineralnih voda skozi pričakovano življenjsko dobo blagovne znamke Radenska. Stopnjo rasti obsega prodaje bom ocenila na podlagi analize preteklih obsegov prodaje in uspešnosti poslovanja družbe Radenska, na podlagi analize trga in trendov v panogi brezalkoholnih pijač ter na podlagi splošnih makroekonomskih razmer v Sloveniji. Samo vrednotenje z uporabo cenovne premije odraža neprimerno oceno vrednosti blagovne znamke, ker lahko precenjuje manjše blagovne znamke, ki so zelo drage in podcenjuje razširjene in cenejše blagovne znamke. Zato bom metodo cenovne premije kombinirala s pristopom, ki upošteva vidik obsega povpraševanja. Upoštevala bom dodaten obseg prodaje zaradi blagovne znamke.
2. Za posamezne kategorije izdelkov bom izračunala cenovne premije, ki jih izdelki z blagovno znamko Radenska dosegajo nad cenami enakih oziroma primerljivih izdelkov s trgovsko blagovno znamko treh trgovcev, pri katerih Radenska dosega najvišjo prodajo. Upoštevala bom prodajne cene znižane za stopnjo DDV in maržo trgovca. Pri vsakem od trgovcev se v kategoriji mineralnih voda pojavi izdelek pod trgovsko blagovno znamko, ki ga proizvaja Radenska. Predvidevam, da v tem primeru ravno razlika v ceni med izdelki odraža vrednost, ki jo lahko pripišemo izdelkom z blagovno znamko Radenska.
3. Prihodnje denarne tokove, ki jih lahko pripišemo blagovni znamki Radenska, bom izračunala kot zmnožek dodatnega obsega prodaje iz točke 1 in cenovne premije na enoto iz točke 2. Od prihodnjih denarnih tokov bom odštela stroške marketinga, ki se nanašajo le na izdelke pod blagovno znamko Radenska ter od dobljene vrednosti odštela še davek.
4. Dobljen denarni tok po davkih bom diskontirala na današnji dan z ustrezno diskontno stopnjo. Za diskontno stopnjo bom uporabila tehtano povprečje stroškov kapitala.
5. S seštevkom neto sedanjih vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki jih lahko pripišemo kategoriji mineralnih voda blagovne znamke Radenska, bom dobila vrednost te kategorije izdelkov blagovne znamke Radenska.

4.4.1 Doba koristnosti in pričakovana prodaja

Glede dobe koristnosti blagovne znamke Radenska velja enako, kot sem navedla za blagovno znamko Gorenje v točki 4.3.1. Podjetje Radenska se z uvajanjem novih izdelkov ter novih in zanimivih okusov za obstoječe izdelke, ki nadomeščajo stare, hitro odziva na spremembe in

trende na trgu. Prav tako je blagovna znamka, v kategoriji katere vrednost ocenjujem, ena najstarejših blagovnih znamk v Sloveniji. Zato bom pri izračunih upoštevala nedoločeno dobo koristnosti.

Glede na ugotovitve o primernem načinu določanja stopnje pričakovane prodaje za Gorenje, bom tudi za Radensko uporabila podoben pristop. Le da gre pri Radenski za napoved količinske in ne vrednostne prodaje. Stopnjo rasti količinske prodaje Radenske za kategorijo izdelkov mineralnih voda bom napovedala na podlagi:

- analize pretekle prodaje in ključnih kazalnikov. Radenska je stabilno in ne hitro rastoče podjetje, tako da je uporaba zgodovinske stopnje rasti smiselna. Na podlagi analize ključnih kazalnikov uspešnosti in učinkovitosti bom ugotovila, ali je podjetje Radenska sposobno slediti stopnji rasti in zadovoljiti povpraševanje na trgu zaradi te stopnje rasti.
- analize trga in trendov v panogi brezalkoholnih pijač. Podjetje v letu 2013 napoveduje količinski porast obsega prodaje pijač na slovenskem trgu za 3,7 %. Ocene pri svoji napovedi rasti ne bom upoštevala, ampak bom sama preverila dejavnike, ki lahko vplivajo na stopnjo rasti. Upoštevala bom tudi napoved rasti panoge brezalkoholnih pijač za slovenski ali evropski trg.
- splošnih makroekonomskih razmer na slovenskem trgu.

• **Analiza pretekle prodaje in ključnih kazalnikov**

Za izračun zgodovinske stopnje rasti obsega prodaje bom uporabila podatke štirih let, in sicer za leto 2009, 2010, 2011 in 2012 (podatki za leto 2013 do 23. 7. 2014 še niso bili javno objavljeni). Količinski podatki o prodaji, ki so navedeni v letnih poročilih, med sabo niso neposredno primerljivi. Za leti 2010 in 2011 je navedena količinska prodaja po štirih kategorijah izdelkov mineralne vode, izvirske vode, vode z okusi in brezalkoholne pijače. Za leto 2009 in 2010 pa skupna prodaja ter indeksi rasti prodaje po posameznih blagovnih znamkah. Tako bom količino prodaje za posamezno kategorijo izdelkov za leti 2009 in 2010 izračunala. Zaradi preračuna za leti 2009 in 2010 bom izračunala zgodovinsko stopnjo rasti prodaje samo na podlagi štirih let. Namreč več let nazaj kot bi zajela, večji bi bil vpliv možnosti napačnih izračunov. Prav tako menim, da je prihodnja rast tesneje povezana z nedavnimi dogodki kot z dogodki v daljni preteklosti. Tako so podatki o prodaji za leti 2009 in 2010 izračunani glede na povprečni indeks 2010/2009 oz. 2011/2010 posameznih blagovnih znamk v kategoriji izdelkov in količino prodaje v letu 2010 oz. 2011. Izračun povprečnih indeksov je prikazan v Prilogi 4. Količinsko prodajo za leto 2012 in 2011 sem zmanjšala za prodajo trgovskih blagovnih znamk. V letu 2011 delež trgovskih blagovnih znamk predstavlja 14,8 % prodane količine na slovenskem trgu. V letu 2011 je podjetje polnilo trgovske blagovne znamke gazirane naravne mineralne vode za vse tri največje trgovce. Zato sem prodajo mineralnih voda glede na podatke iz letnega poročila za leto 2011 zmanjšala za 14,8 %. Za leto 2012 ocenjujem, da se je odstotek še nekoliko povečal, zato bom prodano količino zmanjšala za 17 %. Za pridobitev točnega podatka o količinski prodaji trgovskih blagovnih znamk in posameznih blagovnih znamk Radenske v kategoriji izdelkov

mineralnih voda, sem se obrnila tudi na podjetje, vendar so mi sporočili, da mi ne morejo dati podatkov, ki niso navedeni v letnem poročilu in javno dostopni, ker jih obravnavajo kot poslovno skrivnost. Zato sem delež prodaje izdelkov trgovskih blagovnih znamk za leto 2012 ocenila sama. Izračunala bom vrednost blagovne znamke Radenska za kategorijo mineralnih voda v Slovenji, zato se pregled pretekle prodaje in napoved prihodnje prodaje pijač Radenske nanaša na slovenski trg. Podatki so prikazani v Tabeli 8.

Tabela 8: Količinska prodaja pijač Radenske d.d. na slovenskem trgu

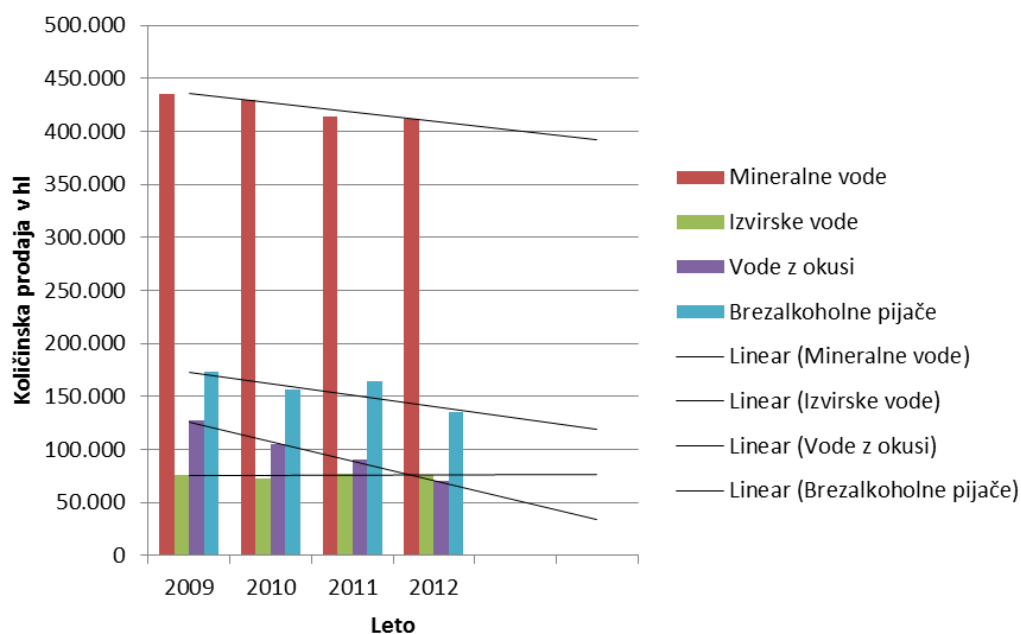
Kategorija / Prodaja v hl	Realizirano 2009*	Realizirano 2010*	Realizirano 2011	Realizirano 2012	Povprečni indeks 2010/2009	Povprečni indeks 2011/2010	Indeks 2012/2011
Mineralne vode	435.639	429.540	413.647**	411.526**	98,60	96,30	99,49
Izvirne vode	76.293	73.127	77.295	76.260	95,85	105,70	98,70
Vode z okusi	127.925	104.707	91.043	70.959	81,85	86,95	77,94
Brezalkoholne pijače	173.507	156.278	164.248	134.996	90,07	105,10	82,19
SKUPAJ	813.365	763.652	746.233**	693.741**	93,89	97,72	92,97

Legenda: * Ocena glede na povprečni indeks posameznih blagovnih znamk v kategoriji.

** Zmanjšano za izdelke trgovske blagovne znamke.

Vir: Radenska d.d., Letno poročilo 2009, 2009, str. 13; Radenska d.d., Letno poročilo 2010, 2010, str. 13–14; Radenska d.d., Letno poročilo 2011, 2011, str. 11–12; Radenska d.d., Letno poročilo 2012, 2012a, str. 22.

Slika 4: Pretekla prodaja Radenske d.d.



Vir: Radenska d.d., Letno poročilo 2009, 2009, str. 13; Radenska d.d., Letno poročilo 2010, 2010, str. 13–14; Radenska d.d., Letno poročilo 2011, 2011, str. 11–12; Radenska d.d., Letno poročilo 2012, 2012a, str. 22.

Enako kot za Gorenje sem tudi za Radensko za izračun zgodovinske stopnje rasti uporabila regresijski pristop. Stopnjo rasti sem izračunala z Excelovo funkcijo LOGEST. Za spremenljivko Y sem določila obseg prodaje in za spremenljivko X leta. Od dobljene vrednosti sem odštela 1 in dobila stopnje rasti po kategorijah izdelkov prikazane v Tabeli 9.

Tabela 9: Zgodovinske stopnje rasti Radenske po kategorijah izdelkov

Kategorija izdelkov	Stopnje rasti
Mineralne vode	-2,06
Izvirne vode	0,54
Vode z okusi	-17,37
Brezalkoholne pijače	-6,79

Skupna količinska prodaja Radenske d.d. je od leta 2009 do leta 2012 padala vsako leto. V letu 2012 beležijo padec v vseh štirih kategorijah izdelkov. Izračunane zgodovinske stopnje rasti prikazane v Tabeli 9 kažejo na padec prodaje v treh kategorijah izdelkov, največ v kategoriji vod z okusi 17,37 %. Minimalna pozitivna rast je izračunana za kategorijo izvirskih voda in znaša 0,54 %. Za kategorijo mineralnih voda, katere vrednost blagovne znamke bom ocenila, je razvidno, da je količinska prodaja pijač v obdobju 2009–2012 padala s povprečno letno stopnjo rasti, ki je znašala -2,06 %.

Uspešnost in donosnost podjetja Radenska in s tem sposobnost podjetja, da se prilagodi stopnjam rasti, sem analizirala na podlagi pregleda poslovanja družbe od leta 2009 do 2012. Glede na konstanten padec količinske prodaje v tem obdobju, s temi kazalci preverjam predvsem, ali je podjetje sposobno zaustaviti padanje prodaje. V Tabeli 10 so prikazani glavni kazalniki uspešnosti in donosnosti podjetja Radenska za posamezno leto. Podatki so izračunani na podlagi podatkov o poslovanju Radenske in izračunih, ki so prikazani v Prilogi 5 in Prilogi 6.

Tabela 10: Kazalniki uspešnosti in donosnosti podjetja Radenska d.d.

Leto	EBITDA marža (EBITDA/Čisti prihodki od prodaje) v %	EBIT marža (EBIT/Čisti prihodki od prodaje) v %	Čista donosnost kapitala (ROE) v %	Čista donosnost sredstev (ROA) v %	Čisti dobiček v prihodkih od prodaje (ROS) v %
2009	15,85	4,85	-43,98	-32,98	-121,82
2010	14,39	4,39	0,56	0,40	1,60
2011	13,06	4,10	-2,23	-1,71	-5,91
2012	13,25	5,59	-5,61	-4,28	-12,94

Vir: Finančni podatki Radenska d.d., 2014; Radenska d.d., Letno poročilo 2009, 2009, str. 33–34; Radenska d.d., Letno poročilo 2010, 2010, str. 33–34; Radenska d.d., Letno poročilo 2011, 2011, str. 29–30; Radenska d.d., Letno poročilo 2012, 2012a, str. 46–48.

Prihodki od prodaje podjetja Radenska d.d. so rastli od leta 2010 do leta 2012. V letu 2012 so se prihodki od prodaje povečali za 2,5 % glede na leto 2011. Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) je od leta 2009, ko je znašal 4,8 mio EUR, do leta 2011, ko je znašal 3,9 mio EUR, padal, v letu 2012 pa je narasel za 4 % in znašal 4,1 mio EUR. Gibanje je razvidno tudi iz EBITDA marže v Tabeli 10. Radenska d.d. je v letu 2012 dosegla 1,7 mio EUR dobička iz poslovanja (EBIT), kar je za 39,6 % več kot leta 2011. EBIT je od leta 2009 do leta 2011 padal, rast v letu 2012 pa kaže, da se je profitabilnost Radenske izboljšala. Poslovni izid podjetja Radenska d.d. je od leta 2010, ko je podjetje beležilo dobiček v višini 457 tisoč EUR, padal do leta 2012, ko je izguba znašala 3,9 mio EUR. Izguba v letu 2013 je posledica enkratnih poslovnih dogodkov, kot so prevrednotenja nepremičnin in naložbenih nepremičnin ter slabitev finančnih naložb. EBITDA in EBIT marži kažeta, da se je uspeh poslovanja podjetja od leta 2009 do leta 2011 slabšal, v letu 2012 pa se je uspeh poslovanja podjetja izboljšal.

Za investicije v osnovna sredstva je Radenska d.d. v letu 2012 namenila 718,4 tisoč EUR, kar predstavlja 106,4 % načrtovanih investicij v osnovna sredstva v letu 2012. Kazalnikov donosnosti zaradi izgub v letih 2011 in 2012 ni smiselno analizirati, saj je izguba, kot je že bilo omenjeno, posledica enkratnih poslovnih dogodkov, zato to niso primerni kazalci. Podjetje nima težav s tekočim poslovanjem in zadovoljivo posluje, zato se zdijo stopnje padanja rasti, izračunane na podlagi analize pretekle prodaje, visoke.

Na preteklo zmanjšanje prodaje Radenske d.d. so najbolj vplivali makroekonomski kazalci, predvsem znižanje kupne moči. Ta je vplivala na zmanjšan obseg potrošnje ter na rast prodaje trgovskih blagovnih znamk. Z analizo trendov na trgu brezalkoholnih pijač v Sloveniji bom ugotovila, ali bodo imeli ti kazalci največji vpliv tudi v prihodnosti.

• **Analiza trga in napovedana stopnja rasti panoge**

V nadaljevanju prikazujem glavne trende na trgu brezalkoholnih pijač v Sloveniji (Euromonitor International, 2014):

- Zdravje ostaja glavni cilj za potrošnike in proizvajalce brezalkoholnih pijač. Čeprav se je vpliv zaradi gospodarske krize nekoliko zmanjšal, sta zdravje in dobro počutje še vedno ključna trenda na slovenskem trgu brezalkoholnih pijač. V letu 2013 je bilo to še posebej očitno pri sokovih, saj izdelki narejeni iz zdravih sestavin, kot sta aloe vera in kokosov sok, še naprej pridobivajo na popularnosti. Povečevanje zavedanja zdravja podpira tudi povečano povpraševanje po funkcionalni ustekleničeni vodi in dejstvo, da je kategorija nizkokaloričnih kol v rasti celotnega obsega prodaje prekosila navadne kole.
- Konkurenčni pritiski na domače proizvajalce se še naprej krepi. Domači proizvajalci v letu 2013 še naprej nazadujejo v prodaji različnih kategorij brezalkoholnih pijač v primerjavi z velikimi multinacionalkami. Konkurenčni pritisk na lokalne proizvajalce se je prav tako okrepil z vstopom Hrvaške v EU, ko je postal vstop na slovenski trg za njihove izdelke lažji. Medtem ko domača podjetja že tradicionalno uživajo cenovne

prednosti, se pogosto borijo za konkuriranje s tujimi podjetji v smislu standardov kakovosti izdelkov, inovativnosti in tržne dejavnosti. Kot rezultat se v zadnjih letih številna domača podjetja vedno bolj zanašajo na proizvodnjo trgovske znamke brezalkoholnih pijač za velike trgovce na drobno. Ta vir prihodkov pa se lahko zaradi prevzema Mercatorja, največjega domačega trgovca na drobno, s strani hrvaške družbe Agrokor, kmalu zniža, saj bo ta na policah verjetno namenila manj prostora za domače izdelke, vključno s trgovskimi znamkami. Zato je verjetna napoved za prihodnje obdobje, da bo veliko domačih podjetij iskalo nove razširitvene možnosti v tujini, ker pogoji na domačem trgu postajajo vedno bolj zahtevni.

- Diskonti se še naprej širijo pri distribuciji brezalkoholnih pijač. V letu 2013 hipermarketi in supermarketi ostajajo vodilni distribucijski kanali za trg brezalkoholnih pijač v smislu obsega prodaje. Njihov tržni delež pa se stalno zmanjšuje, medtem ko diskonti stalno povečujejo dobiček. Poleg agresivne razširitvene politike so zaradi poslabšanja gospodarskih razmer vzrok uspeha diskontnih prodajalen v zadnjih letih tudi konkurenčne cene. Zaostrene razmere potrošnika vedno bolj usmerjajo v iskanje cenejših izdelkov. To pa se na trgu odraža tako, da na prodaji pridobivajo diskontni trgovci in trgovske blagovne znamke.
- Na trgu brezalkoholnih pijač v Sloveniji je predvideno skromno okrevanje. Obiti za trg brezalkoholnih pijač so precej svetli, s skromno, a vztrajno izboljšujočo rastjo skupnega obsega prodaje in konstantno rastjo vrednosti prodaje. Okrevanje trga bo podprto s postopnim izboljšanjem domačih gospodarskih razmer in s tem večje kupne moči potrošnikov in spodbude za proizvajalce, naj povečajo naložbe v razvoj novih izdelkov in tržne dejavnosti. Staranje prebivalstva ter povečanje zaskrbljenosti glede debelosti, diabetesa in podobnega bo zagotovilo, da zdravje in dobro počutje ostajata eden izmed najbolj vplivnih trendov, ko gre za inovacije.

• Splošne makroekonomske razmere za Slovenijo

Ključni makroekonomski kazalci za Slovenijo so že bili prikazani v Tabeli 3. UMAR zaradi globalne finančne krize napoveduje, da rast prihodnjih donosov ne bo velika, vendar za tekoče leto 2014 in naslednji dve leti napoveduje izboljšanje makroekonomskih kazalnikov glede na leto 2009. Ob zmanjšani negotovosti v mednarodnem in domačem okolju se pričakuje, da se bo zaradi nadaljnje krepitve rasti izvoza in upočasnitve padanja potrošnje gospodinjstev BDP v letu 2014 povečal za 0,5 %. Gospodarska rast bo v prihodnjih dveh letih sicer ostala šibka in bo še naprej temeljila predvsem na rasti izvoza, prvič po začetku krize pa se pričakuje tudi skromen pozitiven prispevek domače potrošnje. Za leto 2015 UMAR napoveduje 0,7-% povečanje BDP-ja in 1,3-% povečanje v letu 2016. Zasebna potrošnja se bo v letu 2014 zmanjšala za 0,4 %, saj kljub pričakovanemu ohranjanju razpoložljivega dohodka na podobni ravni kot lani UMAR ocenjuje, da bodo potrošniki ob nadaljevanju zaostrenih razmer na trgu dela še naprej previdni pri nakupih. V prihodnjih dveh letih se bo začelo postopno okrevanje zasebne potrošnje, saj se bo ob pričakovani stabilizaciji razmer na trgu dela nekoliko povečal razpoložljiv dohodek gospodinjstev, manjša negotovost pa bo pozitivno vplivala na razpoloženje potrošnikov in njihovo pripravljenost za nakupe.

Tako bo domača potrošnja postopoma postala glavni dejavnik gospodarske rasti. Za leto 2015 je predvidena 0,7-% rast zasebne potrošnje in 1,8 % za leto 2016. V letih 2014 in 2015 UMAR pričakuje postopno rast dodane vrednosti. Rast predelovalnih dejavnosti naj bi v letu 2014 in prihodnjem letu temeljila predvsem na tehnološko zahtevnejših in bolj izvozno usmerjenih dejavnostih in srednje nizko tehnološko zahtevnih dejavnostih. V nizko tehnološko zahtevnih dejavnostih je izboljšanje pričakovati šele v letu 2015. V predelovalni dejavnosti, kamor spada Radenska, je za leto 2014 predvidena rast dodane vrednosti glede na preteklo leto za 1,5 %, v letu 2015 za 1,8 % in 2 % v letu 2016 (UMAR, 2014).

Glede na vse navedeno so ključne ugotovitve, na pogladi katerih ocenjujem stopnje rasti količinske prodaje Radenske d.d. za kategorijo mineralnih voda, naslednje:

- Stopnja rasti količinske prodaje Radenske na podlagi preteklih podatkov kaže na padec prodaje v kategoriji izdelkov mineralnih voda za 2,06 %.
- Kazalniki uspešnosti podjetja kažejo, da se je uspeh poslovanja podjetja izboljšal, zaradi česar padcu stopnje prodaje na podlagi preteklih podatkov ne bom pripisala take agresivnosti, kot jo kaže.
- Za trg brezalkoholnih pijač v Sloveniji ni objavljene stopnje rasti v odstotku. Trendi na splošno nakazujejo na skromno a vztrajno izboljšano rast skupnega obsega prodaje. Trend zdravja kaže na rast prodaje za kategorijo mineralnih voda (in na padec prodaje vod z okusi in sladkih pijač).
- Tako kot je veljalo za preteklo prodajo, bo tudi na prihodnjo prodajo najbolj vplivala kupna moč prebivalstva. Za leto 2014 je napovedan padec zasebne potrošnje za 0,4 %, nato pa rast v letu 2015 za 0,7 % in v letu 2016 za 1,8 %.

Napovedane stopnje rasti količinske prodaje Radenske d.d. za kategorijo mineralnih voda pod lastnimi blagovnimi znamkami na slovenskem trgu od leta 2014 do leta 2017 so prikazane v Tabeli 11.

Tabela 11: Napoved rasti količinske prodaje Radenske d.d. za lastne izdelke

Skupina izdelkov/Leto	Napoved 2014	Napoved 2015	Napoved 2016	Napoved 2017	∞
Mineralne vode (rast v %)	-0,5	0,3	1,4	2,5	2

Od leta 2017 v neskončnost bom upoštevala stopnjo rasti 2 %.

• **Napoved dodatne proizvodnje pod blagovno znamko**

Metoda cenovne premije razliko v ceni izdelka z blagovno znamko in generičnega izdelka pomnoži z obsegom prodaje izdelkov z blagovno znamko. Glavna slabost te metoda je ravno to, da ne upošteva prednosti obsega prodaje. Zato bom pri izračunu upoštevala dodaten obseg prodaje zaradi blagovne znamke. Torej razliko med količinsko prodajo izdelkov z blagovno

znamko Radenska in izdelkov s trgovsko blagovno znamko. Rast skupne količinske prodaje izdelkov pod blagovno znamko Radenska d.d. sem napovedala v Tabeli 11. Za rast izdelkov pod trgovsko blagovno znamko bom upoštevala nekoliko drugačne stopnje rasti. Trendi v panogi brezalkoholnih pijač na slovenskem trgu, prikazani v prejšnji točki, namreč nakazujejo tudi na znižanje dodatne proizvodnje pod blagovno znamko Radenska. Rast proizvodnje trgovskih blagovnih znamk v prihodnje bo posledica znižanja kupne moči. Ta bo predvsem v letu 2014 vplivala na zmanjšan obseg potrošnje ter na rast prodaje trgovskih blagovnih znamk. Zato ocenjujem rast količinske prodaje Radenske pod trgovskimi blagovnimi znamkami v letu 2014 za 3 % in nato zaradi postopnega izboljšanja kupne moči padec rasti za leto 2015, ko napovedujem 1-% rast prodaje in za leto 2016 0,5-% rast. Za leto 2017 in od leta 2017 dalje ocenjujem, da bo prodaja trgovskih blagovnih znamk konstantna. Odstotki niso višji tudi zaradi potencialne menjave proizvajalca trgovskih blagovnih znamk Mercatorja. Stopnje rasti količinske prodaje Radenske d.d. za trgovske blagovne znamke prikazujem v Tabeli 12.

Tabela 12: Napoved rasti količinske prodaje Radenske d.d. za trgovske blagovne znamke

Skupina izdelkov/Leto	Napoved 2014	Napoved 2015	Napoved 2016	Napoved 2017	∞
Mineralne vode (rast v %)	3	1	0,5	0	0

V primerjavi z ostalimi kategorijami izdelkov Radenske ocenjujem, da bo, zaradi močne blagovne znamke v tej kategoriji, padec dodatne proizvodnje najmanjši. Napoved količinske prodaje za trgovske blagovne znamke ter razliko v prodaji izdelkov z blagovno znamko Radenska in trgovsko blagovno znamko, ki jo bom uporabila pri izračunu vrednosti blagovne znamke, prikazujem v Prilogi 7.

4.4.2 Izračun cenovne premije in pričakovanih denarnih tokov

Na dan 1. 7. 2014 sem med izdelki za vsako od blagovnih znamk Radenska in primerljivimi izdelki trgovske blagovne znamke pri treh trgovcih, kjer Radenska beleži največjo prodajo, izračunala razliko v ceni. Primerjala sem cene izdelkov enakih lastnosti, kot so velikost embalaže, okus in sestavine. Za vse izdelke Radenske nisem našla primerljivih izdelkov pod trgovsko blagovno znamko. Akcijske cene izdelkov niso bile upoštevane. Podrobno so cene in razlike za vse kategorije izdelkov prikazane v Prilogi 8. Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska bom omejila na kategorijo mineralnih voda, saj sem le za to kategorijo ugotovila, da pri vseh treh trgovcih vsaj enega od izdelkov trgovske blagovne znamke proizvaja podjetje Radenska.

Za izračun cenovne premije sem upoštevala prodajne cene izdelkov znižane za stopnjo DDV in maržo trgovca. Stopnja DDV za izdelke brezalkoholnih pijač v Sloveniji znaša 9,5 %. Marže trgovcev za brezalkoholne pijače v Sloveniji niso znan podatek. Delež bruto trgovske marže v nabavni vrednosti blaga in storitev za nadaljnjo prodajo v nespremenjeni obliki je bil

v letu 2009 za dejavnost G47 za Slovenijo 24,5 %. Pri drugih evropskih državah se je ta delež gibal med 17 % in 60 % (Statistični urad Republike Slovenije, Bruto trgovska marža v trgovini na drobno, 2012). Podatka ni realno uporabiti, saj velja za različne izdelke v trgovini na drobno. Edini ustrezen podatek o maržah trgovcev, ki sem ga našla, velja za ameriški trg, in sicer National Association of Convenience Stores navaja, da je marža trgovcev za brezalkoholne pijače 67 % nabavne cene (2012 Convenience Store Markup Percentages, 2012). Po zadnjih podatkih Eurostata so bile marže slovenskih trgovcev na drobno v povprečju za 30 % višje, kot je povprečje 27 članic EU, dejanske vrednosti pa niso bile objavljene. Pri izračunu vrednosti blagovne znamke Radenska za kategorijo izdelkov mineralnih voda sem naredila predpostavko o različnih maržah, in sicer 40 %, 60 % in 80 %. V Tabeli 13 prikazujem povprečne cenovne premije za kategorijo mineralnih voda na dan 1. 7. 2014 z upoštevanjem stopnje DDV 9,5 % glede na različen odstotek marže trgovcev. Izračun cenovnih premij je prikazan v Prilogi 9.

Tabela 13: Povprečne cenovne premije mineralnih voda na dan 1. 7. 2014

Marža	Povprečna cenovna premija v € za 1,5l	Povprečna cenovna premija v € za 1 hl oz. 100l
Marža 40%	0,2109	14,06
Marža 60%	0,1846	12,30
Marža 80%	0,1640	10,94

Če pogledamo cenovno premijo izraženo v odstotku, ki je izračunana kot razlika v ceni med izdelkom blagovne znamke Radenska in izdelkom trgovske blagovne znamke v razmerju s ceno trgovske blagovne znamke, vidimo, da je za kategorijo mineralnih voda nabavna cena izdelka blagovne znamke Radenska v povprečju višja za 112 % od cene izdelka pod trgovsko blagovno znamko (za kategorijo izvirskih voda le-ta znaša 26 %, za kategorijo vod z okusi 74 % in za kategorijo brezalkoholnih pijač 67 %). Za kategorijo mineralnih voda lahko torej predvidevamo, da ima najmočnejšo blagovno znamko. Kar je pričakovano, saj mineralna voda Radenska Tri srca sodi med najstarejše blagovne znamke v Sloveniji in je najbolj razpoznaven izdelek podjetja Radenska. Tudi v količinski prodaji ta kategorija izdelkov predstavlja največji delež, tako da lahko pričakujemo visoko vrednost blagovne znamke.

Kar zadeva prodajne cene in cenovne premije v prihodnje, spodnji trendi kažejo na pritisk na nižanje cen:

- trendi na splošno za panogo nakazujejo vztrajno izboljšujočo rast skupnega obsega in konstantno rast vrednosti prodaje – torej če se bo obseg prodaje povečeval hitreje kot vrednost, pomeni, da se bodo cene izdelkov znižale;
- znižanje kupne moči za leto 2014 bo vplivalo na zmanjšan obseg potrošnje ter na rast prodaje trgovskih blagovnih znamk;
- tudi okrepljeni konkurenčni pritiski kažejo na znižanje cen v prihodnosti.

Pri izračunu vrednosti blagovne znamke predvidevam, da bodo imeli zgornji trendi enak vpliv na cene izdelkov pod blagovno znamko Radenska kot na cene izdelkov pod trgovsko blagovno znamko. Zato bom v prihodnosti upoštevala cenovne premije enake tistim iz leta 2014.

- **Stroški, povezani izključno z izdelki pod blagovno znamko Radenska**

Tudi če je proizvodna cena izdelka z blagovno znamko Radenska in izdelka s trgovsko blagovno znamko enaka, stroškovna cena ni enaka. Stroški marketinga so v glavnem povezani z izdelki pod blagovno znamko Radenska. Stroški marketinga Radenske d.d. so v letu 2012 znašali 3,5 mio EUR. Pri izračunu moram upoštevati del stroškov, ki se nanaša na slovenski trg na kategorijo izdelkov mineralnih voda. Odstotek celotne prodaje, ki se nanaša na slovenski trg za kategorijo mineralnih voda v letu 2012, znaša 51 %. Ocenjujem, da so sredstva namenjena marketingu za to kategorijo izdelkov za slovenski trg nižja, saj želi podjetje okrepiti prisotnost na tujih trgih, torej nekoliko več sredstev namenja marketingu v tujini. Zato predpostavljam, da je 40 % vseh stroškov marketinga namenjeno slovenskemu trgu za kategorijo mineralnih voda, kar znaša 1,4 mio EUR. Izračun stroškov marketinga je prikazan v Prilogi 10. Pri izračunu vrednosti blagovne znamke Radenska za kategorijo mineralnih voda predvidevam, da se bo višina stroškov, ki jih lahko pripišemo izključno izdelkom pod blagovno znamko Radenska, skozi leta gibala enako kot količinska prodaja teh izdelkov.

Cenovne premije iz Tabele 13 bom pomnožila z dodatno količinsko prodajo pod blagovno znamko Radenska v posameznem letu (glede na napovedano pod točko 4.4.1) in dobila vrednost pričakovanih denarnih tokov, od katerih bom odštela v tej točki omenjene stroške, ki se nanašajo zgolj na izdelke pod blagovno znamko Radenska. Izračun diskontne stopnje, s katero bom diskontirala denarne tokove na sedanjo vrednost, prikazujem v naslednjem poglavju.

4.4.3 Diskontna stopnja

Diskontno stopnjo WACC bom izračunala z enako enačbo kot za Gorenje. Namesto podatkov, ki se nanašajo na trg potrošniške elektronike, bom uporabila podatke, ki se nanašajo na trg brezalkoholnih pijač. Drugačni bodo še podatki, ki se nanašajo na podjetje samo. Ostali parametri, ki se nanašajo na Slovenijo ali na splošne podatke, bodo enaki.

Izračun začenjam z oceno **stroškov lastniškega kapitala (r_e)** s CAPM metodo:

1. Za netvegano stopnjo donosa (r_f) sem uporabila donos na 30-letne nemške zakladniške obveznice kot približek za obrestno mero brez tveganja. Ta je na dan 1. 7. 2014 znašal 2,184 %.
2. Tržna premija za tveganja ($r_m - r_f$) za Slovenijo je enaka, kot velja za Gorenje, in znaša

8,72 %. Izračun je prikazan v poglavju 4.3.3 v 2. točki izračuna stroškov lastniškega kapitala.

3. Beta (β) za panogo brezalkoholnih pijač za evropski trg znaša 0,65 (Damodaran, 2014c).

Tako strošek lastniškega kapitala izračunan z enačbo (2) znaša:

$$R = 2,18\% + 8,72\% \times 0,65 = 7,85\% \quad (9)$$

Za oceno **stroškov dolga (r_d)** sem uporabila povprečno obrestno mero. Plačane obresti iz izkaza denarnih tokov podjetja Radenska d.d. za leto 2012 znašajo 954.332 EUR. Povprečno stanje kratkoročnih in dolgoročnih posojil iz bilanc stanja podjetja Radenska d.d. za leti 2011 in 2012 je 15.919.563 EUR. Povprečna obrestna mera izračunana z enačbo (4) tako znaša 5,99 %. Strošek dolga je treba obdavčiti še z davčno stopnjo. Efektivna davčna stopnja davka od dohodka pravnih oseb Radenske je za leto 2012 znašala 0 %. Radenska je imela negativen poslovni izid pred davki in tako niso plačali davka od dohodka. Davčno stopnjo 0 za prihodnja leta ne moremo predvideti, zato bom kot davčno stopnjo uporabila enotno davčno stopnjo, ki od leta 2013 znaša 17 %. Strošek dolga po davkih tako znaša:

$$\text{Strošek dolga po obdavčitvi} = 5,99\% \times (1 - 0,17) = 4,97\% \quad (10)$$

Za podjetje Radenska d.d. za leto 2012 velja delež financiran z lastniškim kapitalom (w_e) 79,7 % in delež financiran z dolgom (w_d) 20,3 %. Iz tega je razvidno, da podjetje ni prezadolženo, ker so neto finančne obveznosti petkrat manjše od lastniškega kapitala (Radenska d.d., 2012a). Za v prihodnje ne vidim razlogov za večjo spremembo strukture kapitala, zato bom pri izračunu WACC upoštevala strukturo iz leta 2012. Z upoštevanjem bete glede na povprečje podjetij v panogi brezalkoholnih pijač na evropskem trgu, sem vključila možnost spremembe strukture kapitala. Izračun WACC z enačbo (1) je naslednji:

$$WACC = 7,85\% \times 0,797 + 4,97\% \times 0,203 = 7,27\% \quad (11)$$

Tabela 14: Prikaz kategorij izračuna WACC za Radensko d.d.

Strošek lastniškega kapitala (CAPM)	7,85
Netvegana stopnja donosa (r_f)	2,18
Tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$)	8,72
β s finančnim dolgom	0,65
Delež financiran s kapitalom (w_e)	0,797
Strošek dolga (r_d)	4,97
Davčna stopnja (t)	0,17
Delež financiran z dolgom (w_d)	0,203
Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)	7,27

Za kontrolo sem primerjala WACC panoge brezalkoholnih pijač na evropskem trgu, izračunanega na spletni strani Damodarana. Ta znaša 6,32 % (Damodaran, 2014a). Višja stopnja, ki jo bom uporabila pri izračunu vrednosti blagovne znamke Radenska, izhaja predvsem iz višjega tveganja, ki velja za Slovenijo.

4.4.4 Vrednost blagovne znamke z metodo cenovne premije

Vrednost blagovne znamke Radenska za kategorijo mineralnih voda sem izračunala tako, da sem prvo, na podlagi pričakovane stopnje rasti ocenila obseg prodaje posebej za izdelke z blagovno znamko Radenska in izdelke s trgovsko blagovno znamko od leta 2014 do leta 2017 in v neskončnost. Za leto 2013 še ni bilo objavljene količinske prodaje, izračun vrednosti blagovne znamke pa začenjam z letom 2014. Osnova za izračun količinske prodaje v letu 2014 je bilo leto 2013, za katerega sem izračunala količinsko prodajo na podlagi podatkov iz leta 2012 in upoštevala enake stopnje rasti kot za leto 2014. Količinsko prodajo izdelkov s trgovsko blagovno znamko sem odštela od količinske prodaje izdelkov z blagovno znamko Radenska in tako dobila dodatno prodajo zaradi blagovne znamke Radenska. Nato sem na podlagi predpostavk o treh različnih odstotkih trgovske marže izračunala povprečne cenovne premije na dan 1. 7. 2014. Prodajne cene izdelkov sem delila s stopnjo DDV-ja 9,5 % in maržo 40 %, 60 % oz. 80 %. Izračunala sem povprečno razliko v kategoriji izdelkov mineralnih voda med cenami izdelkov z blagovno znamko Radenska in cenami enakih oziroma primerljivih izdelkov s trgovsko blagovno znamko pri treh trgovcih. Prihodnje denarne tokove, ki jih lahko pripišemo blagovni znamki, sem izračunala kot zmnožek dodatnega obsega prodaje izdelkov blagovne znamke Radenska in cenovne premije na enoto za posamezno leto. Od tega zneska sem odštela stroške marketinga za posamezno leto. Od tako izračunanih prihodnjih denarnih tokov sem odštela še strošek davka. Denarni tok po davkih sem diskontirala na današnji dan z izračunano diskontno stopnjo 7,27 %. S seštevkom diskontiranih denarnih tokov in preostale vrednosti sem izračunala vrednost blagovne znamke Radenska za kategorijo mineralnih voda. Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 60-% marže trgovcev prikazujem v Tabeli 15. Izračuna vrednosti blagovne znamke ob predpostavkah marž 40 % in 80 % pa sta prikazana v Prilogi 11 in Prilogi 12.

Tabela 15: Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 60-% marže trgovcev

Parameter/Leto	2014	2015	2016	2017	∞
Dodatna količinska prodaja (v hl)	318.000	318.328	323.597	333.956	342.451
Cenovna premija (v € za hl)	12,30	12,30	12,30	12,30	12,30
Prihodek blagovne znamke (v €)	3.912.480	3.916.516	3.981.348	4.108.800	4.213.311
Stroški marketinga (v €)	1.386.035	1.390.193	1.409.656	1.444.897	1.473.795
Dobiček blagovne znamke (v €)	2.526.445	2.526.323	2.571.692	2.663.903	2.739.516
Davčna stopnja	17%	17%	17%	17%	17%
Denarni tok po davkih (v €)	2.096.949	2.096.848	2.134.504	2.211.039	2.273.798
WACC	7,27%	7,27%	7,27%	7,27%	7,27%
Diskontni faktor	1,0727	1,1507	1,2343	1,3241	1,3241
(r - g)					5,27%
Diskontirani PFI	1.954.833	1.822.260	1.729.267	1.669.873	32.585.781
Vrednost blagovne znamke	39.762.013				

Vrednost blagovne znamke Radenska ob predpostavki 60-% trgovske marže znaša 39.762.013 EUR, kar predstavlja 43 % vrednosti celotnih sredstev iz leta 2012 (celotna vrednost sredstev v letu 2012 znaša 93.061.359 EUR). Vrednost blagovne znamke Radenska ob predpostavki 40-% trgovske marže znaša 48.507.902 EUR, kar predstavlja 52 % vrednosti celotnih sredstev iz leta 2012. Vrednost blagovne znamke Radenska ob predpostavki 80-% trgovske marže znaša 32.959.655 EUR, kar predstavlja 35 % vrednosti celotnih sredstev iz leta 2012. Odstotki trgovskih marž v Sloveniji niso znan podatek, vendar veljajo za zelo visoke, 30 % nad evropskim povprečjem. Zato je bolj kot 40-% trgovska marža realna predpostavka o 60-% ali celo 80-% trgovski marži.

Pri vsakem od treh trgovcev, katerih cene izdelkov trgovske blagovne znamke sem primerjala s cenami izdelkov Radenske, se pojavi vsaj en izdelek pod trgovsko blagovno znamko za kategorijo mineralnih voda, ki ga proizvaja Radenska. In sicer pri prvem in tretjem trgovcu mineralna voda ter pri drugem trgovcu mineralna voda z manj ogljikovega dioksida. S tem se uporabljena metoda zdi primerna in potrjuje cenovno premijo za kategorijo izdelkov mineralnih voda. Ravno v tej kategoriji je dosežena najvišja premija glede na ceno trgovske blagovne znamke in zaradi najvišjega obsega prodaje ima tudi največji pomen v skupni vrednosti blagovne znamke Radenska. Kategorija izdelkov mineralnih voda ima zelo dolgo tradicijo, je ena najstarejših blagovnih znamk v Sloveniji in je najbolj prepoznaven produkt podjetja Radenska. Zato se zdi ocenjena vrednost smiselna.

Metodo cenovne premije sem uporabila predvsem zato, ker je v primeru izdelkov Radenske lahko najti primerljive generične izdelke. Ker Radenska proizvaja izdelke tudi za trgovske blagovne znamke, se zdi primerjava še bolj smiselna. Ker je proizvajalec trgovske blagovne znamke znan, to kaže tudi na določeno moč trgovskih blagovnih znamk. Namen blagovne

znamke ni samo, da dosegajo cenovno premijo, ampak tudi, da zagotovijo višjo stopnjo povpraševanja po izdelkih. Glavna slabost metode cenovne premije, ki jo vidim je, da ne upošteva prednosti obsega prodaje. Zato sem pri izračunu upoštevala dodaten obseg prodaje zaradi blagovne znamke. Metodo cenovne premije sem tako kombinirala s pristopom, ki upošteva vidik obsega povpraševanja. Prav tako je bilo treba pri vrednotenju uporabiti vrsto subjektivnih prilagoditev za razporeditev razlike v ceni na vrednost blagovne znamke in druge komponente, predvsem stroške marketinga. Omejitev metode je tudi, da pri izračunu niso upoštevani prihranki pri stroških zaradi večjega obsega prodaje izdelkov z blagovno znamko. Menim, da je metoda, ki sem jo uporabila, primerna predvsem kot pokazatelj moči blagovne znamke za poslovodno uporabo, kot je načrtovanje trženja, in ne za uporabo finančne vrednosti, kot je trgovanje z blagovnimi znamkami.

SKLEP

Koncept blagovne znamke je razvit že vrsto let. Kljub temu ostaja eno od glavnih vprašanj povezanih z blagovnimi znamkami njihovo vrednotenje. Računovodski postopki za finančno vrednotenje blagovnih znamk so postali predmet precejšnjega zanimanja in razprav. To intenzivno zanimanje odraža zavedanje o pomembnosti investicij v neopredmetena sredstva in o rasti, ki jo lahko blagovna znamka ustvari.

Kljub temu da računovodski standardi večinoma ne dovoljujejo prikaza znotraj podjetja ustvarjenih blagovnih znamk v bilanci stanja, je njihovo vrednotenje koristno za podjetje, tudi če rezultatov ne prikažejo v bilanci stanja. Vrednotenje blagovne znamke zagotavlja pomembne informacije za pomoč pri upravljanju blagovnih znamk. Poleg tega je vrednotenje blagovnih znamk koristno zaradi ocenjevanja učinkovitosti in uspešnosti trženja, zaradi vplivanja na odnose z vlagatelji, zaradi trgovanja z blagovnimi znamkami ter zaradi možnosti širitve podjetja. Rezultati raziskave kažejo, da večina slovenskih podjetij blagovnim znamkam ne posveča pretirane pozornosti, kar kaže na ignoranco slovenskih podjetij do svojih neopredmetenih sredstev.

Širok razpon alternativnih metod vrednotenja kaže, da ni splošnega dogovora o enotnem načinu vrednotenja blagovnih znamk. Blagovna znamka ne vsebuje eno ampak več vrednosti, vrednost je namreč odvisna od ciljev ocenjevanja. Metode vrednotenja blagovnih znamk so razdeljene v štiri skupine. Stroškovni pristop blagovne znamke vrednoti na podlagi stroškov, ki so nastali pri ustvarjanju blagovne znamke ali na podlagi stroškov, ki bi nastali pri izgradnji podobne blagovne znamke. Tržno usmerjeni pristop vrednoti blagovne znamke glede na odprto tržno vrednost, ki bi jo bil kupec pripravljen plačati za blagovno znamko. Dohodkovni pristop vrednost blagovne znamke izračuna na podlagi prihodnjih denarnih tokov, ki jih ta ustvari. Pristopi na osnovi formul pa pri določanju vrednosti blagovne znamke vključujejo več meril hkrati. Vsi pristopi k vrednotenju blagovnih znamk imajo določene omejitve. Stroškovni pristop ima omejitve, da je usmerjen v preteklost, pri tržnem pristopu redko obstajajo primerljive transakcije na trgu, prihodkovni način pa je usmerjen v

prihodnost, zaradi česar je treba pričakovane denarne tokove diskontirati na sedanjo vrednost. Dodatno težavo pri ocenjevanju vrednosti blagovne znamke predstavlja dejstvo, da proces ocenjevanja vrednosti zahteva precej subjektivnosti v ocenah vhodnih elementov.

Pregled literature dokazuje, da bo vrednotenje blagovnih znamk ostal eden glavnih izzivov računovodstva v prihodnosti. Ocenjevanje posledic upravljanja premoženja blagovne znamke je eden od najbolj pomembnih problemov vrednotenja neopredmetenih sredstev v novi ekonomiji.

Kljub širokemu razponu metod vrednotenja blagovnih znamk jih je le malo uporabnih. Pri končni odločitvi o izboru metod, uporabljenih za praktični del magistrske naloge, je glavno vlogo igral dostop do informacij potrebnih za vrednotenje. Blagovno znamko Gorenje sem ovrednotila z metodo prihranka licenčne pristojbine. Z ocenjenim obsegom prihodnje prodaje, ki se nanaša na blagovno znamko Gorenje in primerno licenčno stopnjo, sem določila dohodke, ki jih lahko pripišemo blagovni znamki. Obdavčen prihodek od licenčnin sem diskontirala na sedanjo vrednost in dobila vrednost blagovne znamke Gorenje. Ta znaša 327 mio EUR in predstavlja 28 % vrednosti vseh sredstev Skupine Gorenje za leto 2013. Vrednost je za 13,5 % nižja od Eurobrandove ocene iz leta 2010.

Za izračun vrednosti blagovne znamke Radenska za kategorijo izdelkov mineralnih voda sem uporabila metodo cenovne premije, ki sem jo kombinirala s pristopom, ki upošteva tudi vidik obsega povpraševanja. Z oceno dodatnega obsega prihodnje prodaje izdelkov z blagovno znamko Radenska in oceno cenovne premije, ki jih izdelki z blagovno znamko Radenska dosegajo nad cenami izdelkov s trgovsko blagovno znamko, sem določila prihodke, ki jih lahko pripišemo blagovni znamki. Od teh sem odštela stroške marketinga, ki se nanašajo izključno na izdelke z blagovno znamko Radenska, in tako dobljen dobiček blagovne znamke obdavčila ter ga diskontirala na sedanjo vrednost. S seštevkom neto sedanjih vrednosti sem izračunala, da vrednost blagovne znamke Radenska za kategorijo mineralnih voda znaša 33 mio EUR ob predpostavki 80-% trgovskih marž, 40 mio EUR ob predpostavki 60-% trgovskih marž ter 48,5 mio EUR ob predpostavki 40-% trgovskih marž.

Pri uporabi metode prihranka licenčne pristojbine je določanje licenčne stopnje precej težavno, ker na večini trgov licenčnine niso pogosta praksa. Prav tako licenčna stopnja zajema več kot le blagovno znamko. Glavna prednost uporabljene metode je, da je vrednotenje specifično glede na panogo, v kateri deluje podjetje. Metoda cenovne premije ne upošteva vidika prednosti obsega prodaje. Prav tako je bilo treba pri vrednotenju uporabiti vrsto subjektivnih prilagoditev. Metode vrednotenja, ki so bile razvite za namene prikaza vrednosti blagovnih znamk, so zasnovane dovolj dobro, da so se izkazale za zelo koristne za druge namene vrednotenja povezanega z blagovno znamko. Številka sama, ki kaže rezultat, ne zanima tržnike toliko kot proces, s katerim je bila vrednost pridobljena. Torej razumevanje, kako blagovna znamka deluje, njena rast, njeno povečanje ali izguba vrednosti.

LITERATURA IN VIRI

1. Aaker, D. A. (1991). *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*. New York: The Free Press.
2. Aaker, D. A. (1996). Measuring brand equity across products and markets. *California Management Review*, 38(3), 102–120.
3. Abratt, R., & Bick, G. (2003). Valuing Brands and Brand Equity: Methods and Processes. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*, 8(1), 21–39.
4. Baldauf, A., Cravens, K. S., & Binder, G. (2003). Performance consequences of brand equity management: Evidence from organizations in the value chain. *The Journal of Product and Brand Management*, 12(4), 220–236.
5. Beccacece, F., Borgonovo, E., & Reggiani, F. (2006). Risk Analysis in Brand Valuation. *SSRN Working Paper Series*. Najdeno 12. junija 2013 na spletnem naslovu https://papers.ssrn.com/sol3/Data_Integrity_Notice.cfm?abid=931023
6. Blackett, T. (1993). Brand and trademark valuation - What's happening now? *Marketing Intelligence & Planning*, 11(11), 28–30.
7. *Blagovna znamka Gorenje je znamka zaupanja*. Najdeno 29. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.gorenjegroup.com/si/za-medije/novice/2011/05/161-Blagovna-znamka-Gorenje-je-znamka-zaupanja>
8. Bosch Group. (2012). Annual Report 2012. Stuttgart: Robert Bosch GmbH.
9. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2007). *Intermediate financial management* (9th ed.). Mason, OH: Thomson/South-Western.
10. Cravens, K. S., & Guilding, C. (1999). Strategic brand valuation: A cross-functional perspective. *Business Horizons*, 42(4), 53–62.
11. Čadež, S. (2005). Vrednotenje blagovnih znamk. *Les*, 57(11), 342–345.
12. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation* (2nd ed.). New York: John Wiley and Sons.
13. Damodaran, A. (2014a). Cost of Capital by Sector. Najdeno 1. julija 2014 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm
14. Damodaran, A. (2014b). Country Default Spreads and Risk Premiums. Najdeno 1. julija 2014 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
15. Damodaran, A. (2014c). Levered and Unlevered Betas by Industry. Najdeno 1. julija 2014 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
16. Damodaran, A. (2014d). Operating and Net Margins by Industry Sector. Najdeno 27. junija 2014 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/margin.html
17. Davis, S., & Douglas, D. (1995). Holistic approach to brand equity management. *Marketing News*, 29(2), 4–5.
18. Euromonitor International. (2014). Soft Drinks in Slovenia. Najdeno 3. julija 2014 na spletnem naslovu <http://www.euromonitor.com/soft-drinks-in-slovenia/report>

19. European Brand Institut. (2010). *Country Review 2010*. Vienna: European Brand Institute.
20. European Central Bank. (2014). Staff macroeconomic projections for the euro area. Najdeno 23. junija 2014 na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201403en.pdf>
21. Fehle, F., Fournier, S. M., Madden, T. J., & Shrider, D. G. (2008). Brand Value and Asset Pricing. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47(1), 3–26.
22. Fernandez, P. (2002). Valuation of brands and intellectual capital. *Research paper No. 456*. Najdeno 8. novembra 2013 na spletnem naslovu www.iese.edu/research/pdfs/DI-0456-E.pdf
23. *Finančni podatki Radenska d.d.* Najdeno 13. julija 2014 na spletnem naslovu <http://www.bizi.si/RADENSKA-D-D-RADENCI/financni-podatki/>
24. Gabay, G., Moskowit, H. R., Beckley, J., & Ashman, H. (2009). Consumer centered “brand value” of foods: drivers and segmentation. *Journal of Product & Brand Management*, 1(18), 4–16.
25. *Germany 30-Year Bond Yield*. Najdeno 1. julija 2014 na spletnem naslovu <http://www.investing.com/rates-bonds/germany-30-year-bond-yield-historical-data>
26. GfK Slovenija d.o.o. (2013). Luč na koncu tunela. Najdeno 22. junija 2014 na spletnem naslovu http://www.gfkorange.si/?option=com_gfkorange&Itemid=54&id=601
27. *Gorenje povečalo vrednost blagovne znamke za 63 milijonov evrov*. Najdeno 29. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.gorenjegroup.com/si/za-medije/sporocila-za-medije/2008/09/676-Gorenje-povecalo-vrednost-blagovne-znamke-za-63-milijonov-evrov>
28. Guilding, C. (1992). Should Management Accounting Take Up the Brand Valuation Challenge? *Financial Management*, 70(6), 44–45, 55.
29. Interbrand. (b.l.). Brand Valuation: The financial value of brands. Najdeno 2. junija 2013 na spletnem naslovu http://www.brandchannel.com/papers_review.asp?sp_id=357
30. Kapferer, J. N. (2011). *The new strategic brand management: creating and sustaining brand equity long term*. London: Kogan Page.
31. Kasturi, K. (2008). Corporate Brand Valuation A need for Acquisition, Mergers and Investment. *Hubpages*. Najdeno 5. junij 2013 na spletnem naslovu <http://ramkkasturi.hubpages.com/hub/RamKKasturis-Brand-Valuation-A-need-for-Acquisition-Mergers-and-Investment>
32. Keller, K. L., Aperia, T., & Georgson, M. (2008). *Strategic brand management: A European Perspective*. Harlow: Pearson Education.
33. Kotler, P. (1998). *Marketing management – trženjsko upravljanje: analiza, načrtovanje in nadzor* (2nd ed.). Ljubljana: Slovenska knjiga.
34. Kotler, P., & Keller, K. L. (2012). *Marketing management* (14th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
35. KPMG. (2012). Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence. Najdeno 27. junij 2014 na spletnem naslovu <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/gvi-profitability-v6.pdf>

36. *Licensing Technology*. Najdeno 27. junij 2014 na spletnem naslovu <http://www.emergingstrategies.com/information/articles/42-licensing-technology.html>
37. Liodice, B. (2010). Ten reasons marketers should establish generally accepted brand-valuation standards. *Advertising Age*, 81(25), 26.
38. *Mednarodni računovodski standard MRS 38 - neopredmetena sredstva* (2009). Najdeno 3. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.racunovodja.com/clanki.asp?clanek=2854/MEDNARODNI_RA%C8UNOVODSKI_STANDARD_MRS_38_-_Neopredmetena_sredstva
39. Paar, R. L. (2007). *Royalty Rates for Licensing Intellectual Property*. New Jersey: John Wiley and Sons.
40. *Pregled gospodarskih gibanj*. Najdeno 23. junija 2014 na spletnem naslovu http://www.izvoznookno.si/Dokumenti/Podatki_o_drzavah/Rusija/Pregled_gospodarskih_gibanj_4252.aspx
41. Radenska d.d. (2009). Letno poročilo 2009. Radenci: Radenska, d.d.
42. Radenska d.d. (2010). Letno poročilo 2010. Radenci: Radenska, d.d.
43. Radenska d.d. (2011). Letno poročilo 2011. Radenci: Radenska, d.d.
44. Radenska d.d. (2012a). Letno poročilo 2012. Radenci: Radenska, d.d.
45. Radenska d.d. (2012b). Radenska najuglednejša slovenska blagovna znamka. Najdeno 29. maja 2014 na spletnem naslovu http://www.radenska.si/public/upload/files/EN/Radenska_najuglednjesa_slo_blagovna_znamka.pdf
46. Raggio, R. D., & Leone, R. P. (2007). The theoretical separation of brand equity and brand value: Managerial implications for strategic planning. *Journal of Brand management*, 14(5), 380–395.
47. Raggio, R. D., & Leone, R. P. (2009). Chasing brand value: Fully leveraging brand equity to maximise brand value. *Journal of Brand management*, 16(4), 248–263.
48. Research and Markets. (2014). Household Appliances in Europe. Najdeno 22. junija 2014 na spletnem naslovu http://www.researchandmarkets.com/reports/2093830/household_appliances_in_europe
49. Salinas, G., & Amber, T. (2009). A taxonomy of brand valuation practice: Methodologies and purposes. *Journal of Brand Management*, 17(1), 39–61.
50. Seetharaman, A., Nadzir, Z. A. B. M., & Gunalan, S. (2001). A conceptual study on brand valuation. *A conceptual study on brand valuation*, 10(4), 243–256.
51. Simon, C. J., & Sullivan, M. W. (1993). The measurement and determinants of brand equity: a financial approach. *Marketing Science*, 12(1), 28–52.
52. Skupina Gorenje. (2009). Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2009. Velenje: Skupina Gorenje in Gorenje, d.d.
53. Skupina Gorenje. (2010). Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2010. Velenje: Skupina Gorenje in Gorenje, d.d.
54. Skupina Gorenje. (2011). Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2011. Velenje: Skupina Gorenje in Gorenje, d.d.
55. Skupina Gorenje. (2012). Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2012. Velenje: Skupina Gorenje in Gorenje, d.d.

56. Skupina Gorenje. (2013). Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2013. Velenje: Skupina Gorenje in Gorenje, d.d.
57. Slovenski računovodski standardi (2006). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
58. Statistični urad Republike Slovenije. (2012). Bruto trgovska marža v trgovini na drobno. Najdeno 12. avgusta 2014 na spletnem naslovu http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=4979
59. Stolowy, H., Haller, A., & Klockhaus, V. (2001). Accounting for brands in France and Germany compared with IAS 38 (intangible assets): An illustration of the difficulty of international harmonization. *The International Journal of Accounting*, 36(2001), 147–167.
60. *Trendi v panogi*. Najdeno 22. junija 2014 na spletnem naslovu <http://lp2011.gorenjegroup.com/nova-strategija-2012-2015/spremembe-v-okolju/trendi-v-panogi/>
61. UMAR. (2014). Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2014. Najdeno 23. junija 2014 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/spoml14/PNGG_2014_splet.pdf
62. Yeung, M., & Ramasamy, B. (2008). Brand value and firm performance nexus: Further empirical evidence. *Journal of Brand management*, 15(5), 322–335.
63. *2012 Convenience Store Markup Percentages*. Najdeno 12. avgusta 2014 na spletnem naslovu http://www.nps.gov/commercialservices/docs/concessioner%20tools/2012_Convenience_Store_Markup_Percentages.pdf

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Temeljni podatki o poslovanju Skupine Gorenje.....	1
Priloga 2: Poudarki iz poslovanja Skupine Gorenje.....	2
Priloga 3: Kazalniki uspešnosti poslovanja podjetja Bosch za leto 2012.....	3
Priloga 4: Količinski indeksi prodaje Radenska in povprečni indeksi po kategorijah izdelkov	4
Priloga 5: Temeljni podatki o poslovanju družbe Radenska d.d.	5
Priloga 6: Poudarki iz poslovanja podjetja Radenska d.d.	6
Priloga 7: Napoved količinske prodaje Radenske d.d. v hl.....	7
Priloga 8: Prodajne cene na dan 1. 7. 2014	8
Priloga 9: Prodajne cene znižane za DDV in maržo trgovca	9
Priloga 10: Napoved stroškov marketinga Radenske d.d.	10
Priloga 11: Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 40-% marže trgovcev	11
Priloga 12: Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 80-% marže trgovcev	12

Priloga 1: Temeljni podatki o poslovanju Skupine Gorenje

Tabela 1: Temeljni podatki o poslovanju Skupine Gorenje

Postavka v tisoč EUR / Leto	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti prihodki od prodaje	1.185.937	1.382.185	1.422.229	1.263.082	1.240.482
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	-12.119	-13.510	8.383	11.881	-26.122
Drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi poslovnimi prihodki)	33.254	47.554	52.522	40.929	34.517
Stroški blaga, materiala in storitev	901.146	1.040.509	1.105.001	946.215	910.516
Stroški dela	219.323	244.442	265.850	258.680	237.914
Drugi poslovni odhodki	18.404	22.603	25.576	20.411	22.242
EBITDA	68.199	108.675	86.707	90.586	78.205
Amortizacija	56.050	52.237	50.198	45.665	41.875
EBIT	12.149	56.438	36.509	44.921	36.330

Vir: Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2009, 2009, str. 85; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2010, 2010, str. 120; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2011, 2011, str. 112; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2013, 2013, str. 75.

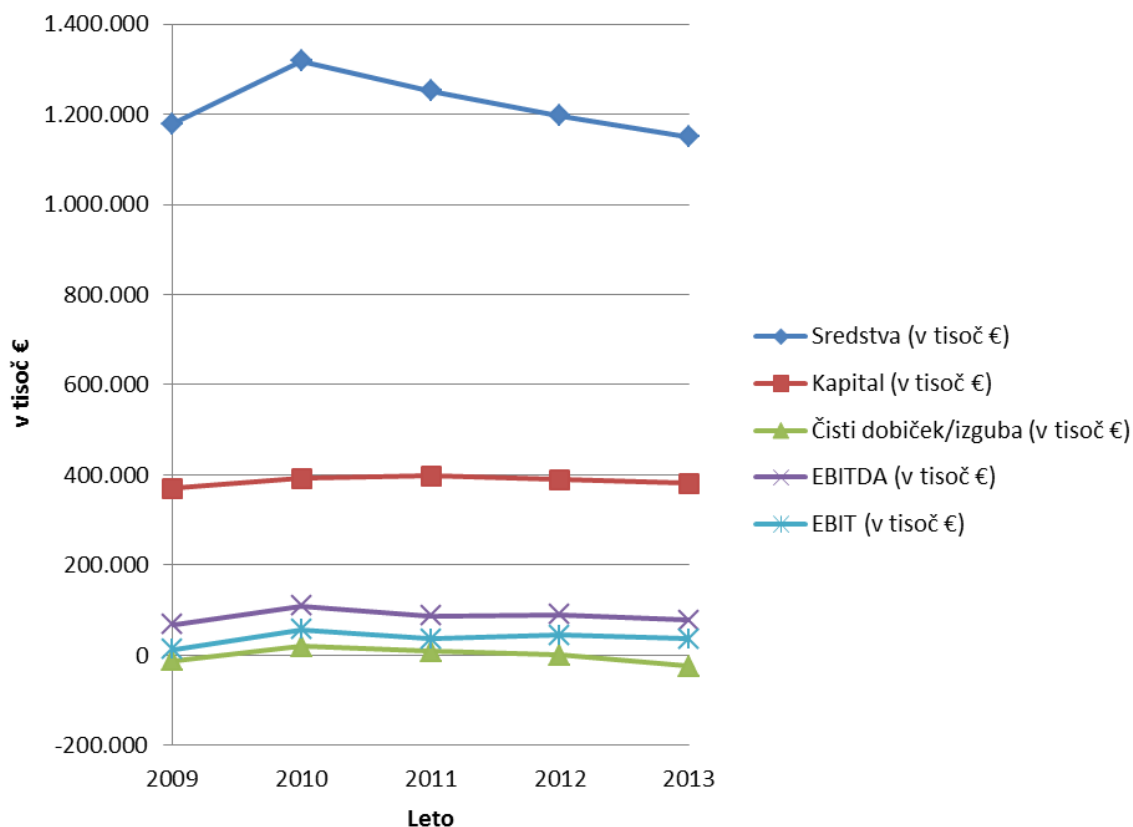
Priloga 2: Poudarki iz poslovanja Skupine Gorenje

Tabela 2: Poudarki iz poslovanja Skupine Gorenje

Leto	Sredstva (v tisoč EUR)	Kapital (v tisoč EUR)	Čisti dobiček ali izguba (v tisoč EUR)	EBITDA (v tisoč EUR)	EBIT (v tisoč EUR)
2009	1.178.677	369.644	-12.232	68.199	12.149
2010	1.317.754	392.096	20.024	108.675	56.438
2011	1.251.658	397.819	9.106	86.707	36.509
2012	1.197.324	389.843	290	90.586	44.921
2013	1.149.702	380.670	-24.999	78.205	36.330

Vir: Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2009, 2009, str. 85–87; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2010, 2010, str. 120–122; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2011, 2011, str. 112–114; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2012, 2012, str. 85–87; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2013, 2013, str. 75–77.

Slika 1: Poudarki iz poslovanja Skupine Gorenje



Vir: Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2009, 2009, str. 85–87; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2010, 2010, str. 120–122; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2011, 2011, str. 112–114; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2012, 2012, str. 85–87; Skupina Gorenje, Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2013, 2013, str. 75–77.

Priloga 3: Kazalniki uspešnosti poslovanja podjetja Bosch za leto 2012

Tabela 3: Kazalniki uspešnosti poslovanja podjetja Bosch za leto 2012

Postavka/ Leto	2012
Prihodki od prodaje (v mio €)	52.464
Sredstva skupaj (v mio €)	56.326
Lastniški kapital (v mio €)	26.884
Čisti dobiček (v mio €)	2.342
ROE (v %)	8,71
ROA (v %)	4,16
ROS (v %)	4,46

Vir: Bosch Group, Annual Report 2012, str. 50-53.

Priloga 4: Količinski indeksi prodaje Radenska in povprečni indeksi po kategorijah izdelkov

Tabela 4: Količinski indeksi prodaje Radenska in povprečni indeksi po kategorijah izdelkov

Kategorija/Indeks za leto	Indeks 2010/2009	Povprečni Indeks 2010/2009	Indeks 2011/2010	Povprečni Indeks 2011/2010
Mineralne vode				
Radenska Classic	99,1	98,6	100,2	96,3
Radenska Light	98,1		92,4	
Izvirske vode				
Radenska Naturelle	111,9	95,85	114,7	105,7
Radenska Still	79,8		96,7	
Vode z okusi				
Oaza	93,8	81,85	90,2	86,95
Radenska Plus	69,9		83,7	
Brezalkoholne pijače				
Stil	88,2	90,07	103,8	105,1
Ora	106,4		101	
Pepsi	135,4		125,1	
ACE	79,6		106,4	
Ledeni čaj	77,2		107,2	
Sprint*	53,6		87,1	

Legenda: * Blagovna znamka ne obstaja več.

*Vir: Radenska d.d., Letno poročilo 2009, 2009, str. 13; Radenska d.d., Letno poročilo 2010, 2010, str. 13–14;
Radenska d.d., Letno poročilo 2011, 2011, str. 11–12.*

Priloga 5: Temeljni podatki o poslovanju družbe Radenska d.d.

Tabela 5: Temeljni podatki o poslovanju družbe Radenska d.d.

Postavka v € / Leto	2009	2010	2011	2012
Čisti prihodki od prodaje	30.234.647	28.546.478	30.049.543	30.798.755
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	53.163	332.326	-93.998	-146.273
Drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi poslovnimi prihodki)	487.151	333.379	1.879.789	224.630
Stroški blaga, materiala in storitev	16.973.799	18.335.803	20.630.690	19.431.923
Stroški dela	6.600.899	5.395.587	5.834.290	5.771.939
Drugi poslovni odhodki (s prevrednotovalnimi poslovnimi odhodki)	2.408.709	1.372.872	1.446.952	1.592.068
EBITDA	4.791.554	4.107.921	3.923.402	4.081.182
Amortizacija	3.324.218	2.853.769	2.690.672	2.359.844
EBIT	1.467.336	1.254.152	1.232.730	1.721.338

Vir: Finančni podatki Radenska d.d., 2014; Radenska d.d., Letno poročilo 2009, 2009, str. 34; Radenska d.d., Letno poročilo 2010, 2010, str. 34; Radenska d.d., Letno poročilo 2011, 2011, str. 30; Radenska d.d., Letno poročilo 2012, 2012a, str. 48.

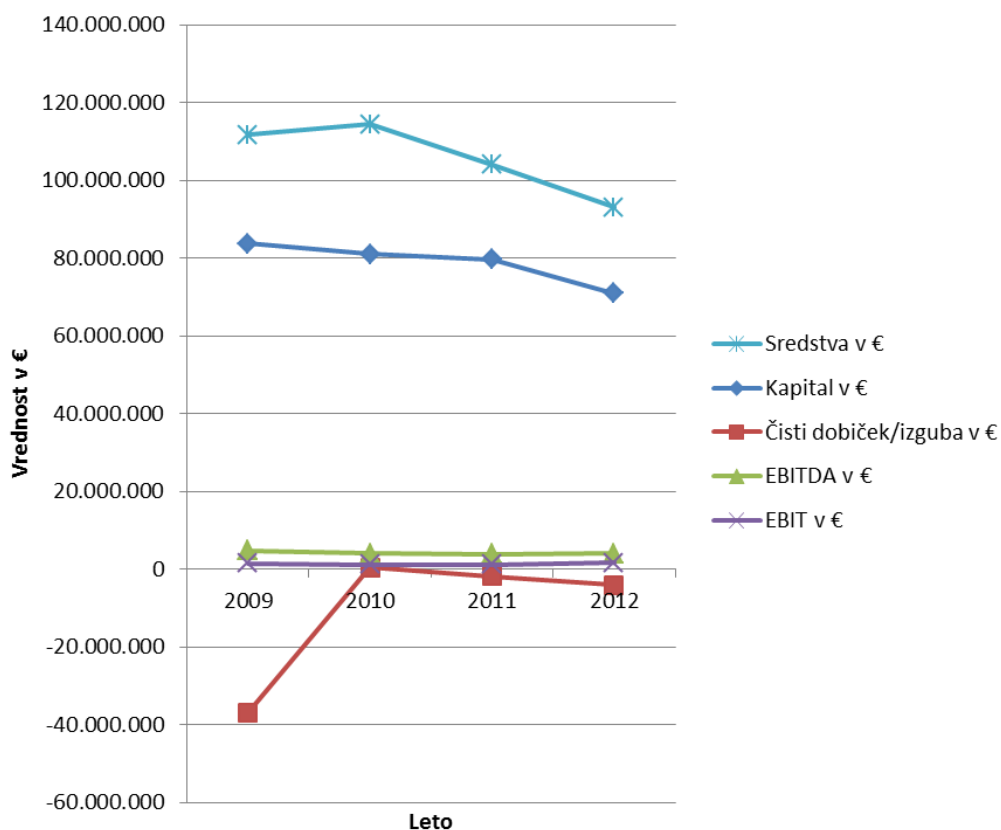
Priloga 6: Poudarki iz poslovanja podjetja Radenska d.d.

Tabela 6: Poudarki iz poslovanja podjetja Radenska d.d.

Leto	Sredstva (v EUR)	Kapital (v EUR)	Čisti dobiček ali izguba (v EUR)	EBITDA (v EUR)	EBIT (v EUR)
2009	111.684.353	83.758.794	-36.833.222	4.791.554	1.467.336
2010	114.457.817	81.102.108	456.936	4.107.921	1.254.152
2011	104.061.541	79.736.226	-1.776.502	3.923.402	1.232.730
2012	93.061.359	71.009.842	-3.984.133	4.081.182	1.721.338

Vir: Finančni podatki Radenska d.d., 2014; Radenska d.d., Letno poročilo 2009, 2009, str. 33–34; Radenska d.d., Letno poročilo 2010, 2010, str. 33–34; Radenska d.d., Letno poročilo 2011, 2011, str. 29–30; Radenska d.d., Letno poročilo 2012, 2012a, str. 46–48.

Slika 2: Poudarki iz poslovanja podjetja Radenska d.d.



Vir: Finančni podatki Radenska d.d., 2014; Radenska d.d., Letno poročilo 2009, 2009, str. 33–34; Radenska d.d., Letno poročilo 2010, 2010, str. 33–34; Radenska d.d., Letno poročilo 2011, 2011, str. 29–30; Radenska d.d., Letno poročilo 2012, 2012a, str. 46–48.

Priloga 7: Napoved količinske prodaje Radenske d.d. v hl

Tabela 7: Napoved količinske prodaje Radenske d.d. v hl

Leto	BZ Radenska	TBZ	Razlika
2012	411.526	84.288	327.238
2013	409.468	86.817	322.652
2014	407.421	89.421	318.000
2015	408.643	90.315	318.328
2016	414.364	90.767	323.597
2017	424.723	90.767	333.956
∞	433.218	90.767	342.451

Priloga 8: Prodajne cene na dan 1. 7. 2014

Tabela 8: Prodajne cene na dan 1. 7. 2014 v €

Izdelek	BZ Radenska	Cena Radenska 1 (v €)	Cena TBZ 1 (v €)	Cenovna premija 1 (v €)	Cena Radenska 2 (v €)	Cena TBZ 2 (v €)	Cenovna premija 2 (v €)	Cena Radenska 3 (v €)	Cena TBZ 3 (v €)	Cenovna premija 3 (v €)	Povprečna cenovna premija € za 1,5l
Mineralna voda 1,5l	Radenska Classic	0,54	0,27*	0,27	0,59	0,27	0,32	0,59	0,29*	0,3	0,30
Mineralna voda light 1,5l	Radenska Light	0,64	/		0,63	0,28*	0,35	0,65	/		0,35
Gazirana voda z okusom 1,5l	Radenska In	0,85	/		0,79	/		0,84	/		
Povprečje mineralne vode											0,32
Negazirana naravna mineralna voda 1,5l	Radenska Naturelle	0,47	0,39	0,08	0,47	0,39	0,08	0,47	0,34	0,13	0,10
Voda v balonu	Radenska Still	/	/		/	/		/	/		
Povprečje izvirne vode				0,08			0,08			0,13	0,10
Voda z okusom 1,5l	Oaza	0,79	0,49*	0,3	0,77	0,41	0,36	0,79	0,46*	0,33	0,33
Funkcionalna voda 1,5l	Radenska Plus	0,79	/		0,79	/			/		
Povprečje vode z okusi											0,33
Gazirana pijača z okusom 1,5l	Ora	0,89	0,52	0,37	0,87	0,5	0,37	0,89	0,65	0,24	0,33
Kola 1,5l	Pepsi	1,14	0,52	0,62	1,12	0,5	0,62	1,14	0,65	0,49	0,63
Gazirana pijača z okusom 2l	Stil	0,7	/		/	/		0,69	/		
Negazirana pijača s sadnim deležem 1,5l	Radenska ACE	0,69	0,72	-0,03	0,69	0,5	0,19	0,69	0,69	0	0,08
Ledeni čaj 1,5l	Radenska ICE TEA	0,99	0,59	0,4	/	0,52		/	0,64		0,4
Povprečje brezalkoh. pijače											0,36

Legenda: * Polni Radenska d.d.

Priloga 9: Prodajne cene znižane za DDV in maržo trgovca

Tabela 9: Prodajne cene znižane za DDV in maržo trgovca v €

Marža 40%		Supermarket 1			Supermarket 2			Supermarket 3			
Izdelek	BZ Radenska	Cena Radenska 1 (v €)	Cena TBZ 1 (v €)	Cenovna premija 1 (v €)	Cena Radenska 2 (v €)	Cena TBZ 2 (v €)	Cenovna premija 2 (v €)	Cena Radenska 3 (v €)	Cena TBZ 3 (v €)	Cenovna premija 3 (v €)	Povprečna cenovna premija
Mineralna voda 1,5l	Radenska Classic	0,3523	0,1761	0,1761	0,3849	0,1761	0,2087	0,3849	0,1892	0,1957	0,1935
Mineralna voda light 1,5l	Radenska Light	0,4175	/		0,4110	0,1826	0,2283	0,4240	/		0,2283
Povprečje mineralne vode											0,2109
Marža 60%		Supermarket 1			Supermarket 2			Supermarket 3			
Izdelek	BZ Radenska	Cena Radenska 1 (v €)	Cena TBZ 1 (v €)	Cenovna premija 1 (v €)	Cena Radenska 2 (v €)	Cena TBZ 2 (v €)	Cenovna premija 2 (v €)	Cena Radenska 3 (v €)	Cena TBZ 3 (v €)	Cenovna premija 3 (v €)	Povprečna cenovna premija
Mineralna voda 1,5l	Radenska Classic	0,3082	0,1541	0,1541	0,3368	0,1541	0,1826	0,3368	0,1655	0,1712	0,1693
Mineralna voda light 1,5l	Radenska Light	0,3653	/		0,3596	0,1598	0,1998	0,3710	/		0,1998
Povprečje mineralne vode											0,1846
Marža 80%		Supermarket 1			Supermarket 2			Supermarket 3			
Izdelek	BZ Radenska	Cena Radenska 1 (v €)	Cena TBZ 1 (v €)	Cenovna premija 1 (v €)	Cena Radenska 2 (v €)	Cena TBZ 2 (v €)	Cenovna premija 2 (v €)	Cena Radenska 3 (v €)	Cena TBZ 3 (v €)	Cenovna premija 3 (v €)	Povprečna cenovna premija
Mineralna voda 1,5l	Radenska Classic	0,2740	0,1370	0,1370	0,2993	0,1370	0,1624	0,2993	0,1471	0,1522	0,1505
Mineralna voda light 1,5l	Radenska Light	0,3247	/		0,3196	0,1421	0,1776	0,3298	/		0,1776
Povprečje mineralne vode											0,1640

Priloga 10: Napoved stroškov marketinga Radenske d.d.

Tabela 10: Napoved stroškov marketinga Radenske d.d.

Leto	Stopnja rasti v %	Stroški marketinga v €
2012	/	1.400.000
2013	-0,5	1.393.000
2014	-0,5	1.386.035
2015	0,3	1.390.193
2016	1,4	1.409.656
2017	2,5	1.444.897
∞	2,0	1.473.795

Priloga 11: Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 40-% marže trgovcev

Tabela 11: Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 40-% marže trgovcev

Parameter/Leto	2014	2015	2016	2017	∞
Dodatna količinska prodaja (v hl)	318.000	318.328	323.597	333.956	342.451
Cenovna premija (v € za hl)	14,06	14,06	14,06	14,06	14,06
Prihodek blagovne znamke (v €)	4.471.405	4.476.018	4.550.112	4.695.771	4.815.212
Stroški marketinga (v €)	1.386.035	1.390.193	1.409.656	1.444.897	1.473.795
Dobiček blagovne znamke (v €)	3.085.370	3.085.825	3.140.456	3.250.874	3.341.417
Davčna stopnja	17%	17%	17%	17%	17%
Denarni tok po davkih (v €)	2.560.857	2.561.235	2.606.578	2.698.225	2.773.376
WACC	7,27%	7,27%	7,27%	7,27%	7,27%
Diskontni faktor	1,0727	1,1507	1,2343	1,3241	1,3241
(r – g)					5,27%
Diskontirani PFI	2.387.301	2.225.834	2.111.718	2.037.817	39.745.233
Vrednost blagovne znamke	48.507.902				

Priloga 12: Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 80-% marže trgovcev

Tabela 12: Izračun vrednosti blagovne znamke Radenska ob predpostavki 80-% marže trgovcev

Parameter/Leto	2014	2015	2016	2017	∞
Dodatna količinska prodaja (v hl)	318.000	318.328	323.597	333.956	342.451
Cenovna premija (v € za hl)	10,94	10,94	10,94	10,94	10,94
Prihodek blagovne znamke (v €)	3.477.760	3.481.347	3.538.976	3.652.267	3.745.165
Stroški marketinga (v €)	1.386.035	1.390.193	1.409.656	1.444.897	1.473.795
Dobiček blagovne znamke (v €)	2.091.725	2.091.154	2.129.320	2.207.369	2.271.370
Davčna stopnja	17%	17%	17%	17%	17%
Denarni tok po davkih (v €)	1.736.131	1.735.658	1.767.336	1.832.117	1.885.237
WACC	7,27%	7,27%	7,27%	7,27%	7,27%
Diskontni faktor	1,0727	1,1507	1,2343	1,3241	1,3241
(r – g)					5,27%
Diskontirani PFI	1.618.469	1.508.369	1.431.806	1.383.694	27.017.318
Vrednost blagovne znamke	32.959.655				