

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV LIKVIDNOSTI BORZE NA TRŽNO VREDNOST DELNIC
DVEH PODJETIJ NA BORZAH Z VISOKO IN NIZKO
LIKVIDNOSTJO**

Ljubljana, februar 2026

VITO LJUBEC

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Vito Ljubec, študent Univerze v Ljubljani, Ekonomske fakultete, avtor predloženega dela z naslovom Vpliv likvidnosti borze na tržno vrednost delnic dveh podjetij na borzah z visoko in nizko likvidnostjo, pripravljenega v sodelovanju z mentorjem doc. dr. Denisom Marinškom CFA

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne 18. februarja 2026

Podpis študenta: Vito Ljubec

POVZETEK

Magistrsko delo raziskuje vpliv likvidnosti borze na tržno vrednost delnic podjetij s primerjalno analizo šestih podjetij iz treh panog, pri čemer uporablja metodi diskontiranih denarnih tokov in relativnega vrednotenja. Rezultati nakazujejo, da podjetja, katerih delnice kotirajo na manj likvidnih borzah, dosegajo bistveno nižje tržne vrednosti v primerjavi s podjetji na bolj likvidnih trgih, kljub primerljivim temeljnim kazalnikom poslovanja.

KLJUČNE BESEDE: likvidnost borze, poštena vrednost delnice, vrednotenje, tržna vrednost delnic, kapitalski trgi, diskont zaradi nelikvidnosti

CILJI TRAJNOSTNEGA RAZVOJA



ABSTRACT

The master's thesis investigates the impact of stock exchange liquidity on the market value of company shares through a comparative analysis of six companies from three industries, using discounted cash flow and relative valuation methods. The results suggest that companies listed on less liquid stock exchanges tend to have significantly lower market values compared to those listed on more liquid markets, despite having comparable fundamental business indicators.

KEY WORDS: stock exchange liquidity, fair value of a share, valuation, market value of shares, capital markets, discount for illiquidity

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



KAZALO

1	UVOD	1
2	TEORETIČNE OSNOVE.....	3
2.1	Tržna kapitalizacija.....	4
2.2	Pomembni pojmi na delniških trgih	5
2.3	Razlike med borzami in njihov vpliv na vrednotenje	6
2.3.1	Število in velikost vlagateljev	6
2.3.2	Regulacija	7
2.3.3	Tehnologija	8
3	METODE VREDNOTENJA PODJETIJ	9
3.1	Na donosu zasnovan način	9
3.2	Kapitalska metoda.....	9
3.3	Diskontirani denarni tokovi.....	10
3.3.1	Ključni vidiki pri ocenjevanju napovedanih finančnih informacij.....	10
3.3.2	Računovodski dobiček in denarni tok podjetja	10
3.3.3	Sredstva, ki nam prinašajo denarne tokove	11
3.3.4	Investiran kapital, lastniški kapital in vrednost podjetja	11
3.3.5	Prosti denarni tok, namenjen podjetju ali lastnikom	12
3.3.6	Druge predpostavke vrednotenja	14
3.4	Merjenje denarnih tokov	15
3.4.1	Bruto dobiček	15
3.4.2	Operativni stroški in izid iz poslovanja pred amortizacijo	16
3.4.3	Amortizacija in deprecijacija.....	18
3.4.4	Izid iz poslovanja.....	18
3.4.5	Kapitalski izdatki.....	19
3.4.6	Obratni kapital	20
3.4.7	Izračun obratnega kapitala.....	20
3.4.8	Prilagoditve – negativni obratni kapital	21
3.4.9	Prilagoditve – finančni najemi.....	22
3.4.10	Prilagoditve – raziskave in razvoj	22
3.5	Preostala vrednost	22

3.5.1	Izračun preostale vrednosti.....	23
3.5.2	Presežni donosi v terminalnem obdobju.....	24
3.6	Diskontiranje in strošek kapitala	25
3.7	Primerjalne metode vrednotenja	26
3.7.1	Metoda primerljivih poslov	26
3.7.2	Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi	28
3.8	Diskont zaradi pomanjkanja tržnosti.....	29
4	KRITERIJI IZBORA PRIMERLJIVIH PODJETIJ	29
4.1	Metodologija izbora.....	30
4.2	Merila za primerjavo podjetij	30
5	PODATKOVNI VIRI IN METODOLOGIJA RAZISKOVANJA.....	31
5.1	Opis podatkovnih baz.....	31
6	EMPIRIČNA ANALIZA.....	31
6.1	Predstavitev izbranih podjetij	32
6.1.1	Prvi par: farmacevtska panoga	32
6.1.2	Kvalitativna primerjava para farmacevtske panoge	34
6.1.3	Drugi par: avtomobilska panoga	34
6.1.4	Kvalitativna primerjava para avtomobilske panoge	35
6.1.5	Tretji par: trgovinska panoga.....	36
6.1.6	Kvalitativna primerjava para trgovinske panoge.....	37
6.2	Primerjava poslovanja podjetij (2019–2024)	38
6.2.1	Primerjava poslovanja podjetij farmacevtske panoge	38
6.2.2	Primerjava poslovanja podjetij avtomobilske panoge.....	39
6.2.3	Primerjava poslovanja podjetij trgovinske panoge.....	40
6.3	Vrednotenje podjetij	41
6.3.1	Vrednotenje podjetja Viatris	42
6.3.2	Vrednotenje podjetja Krka.....	42
6.3.3	Primerjava vrednotenj podjetij iz farmacevtske panoge	43
6.3.4	Vrednotenje podjetja General Motors Company	44
6.3.5	Vrednotenje podjetja Mercedes-Benz Group AG	44
6.3.6	Primerjava vrednotenj podjetij iz avtomobilske panoge	45
6.3.7	Vrednotenje podjetja The Kroger Co.....	46
6.3.8	Vrednotenje podjetja Carrefour SA	47

6.3.9	Primerjava vrednotenij podjetij iz trgovinske panoge	48
6.4	Povzetek in primerjava z drugimi metodami vrednotenja	49
6.4.1	Farmacevtska panoga	49
6.4.2	Avtomobilska panoga	50
6.4.3	Trgovinska panoga.....	51
6.5	Interpretacija rezultatov in primerjava z literaturo	52
6.5.1	Povezava rezultatov z literaturnimi ugotovitvami.....	52
6.5.2	Povzetek vpliva likvidnosti in drugih dejavnikov na vrednotenje	53
7	SKLEP	54
	SEZNAM KLJUČNE LITERATURE.....	55
	LITERATURA IN VIRI.....	56
	PRILOGE.....	59

KAZALO TABEL

Tabela 1: Razporeditev denarnega toka.....	14
Tabela 2: Primer izračuna diskontne stopnje.....	25
Tabela 3: Primer izračuna mnogokratnikov z metodo primerljivih transakcij	27
Tabela 4: Primer izračuna mnogokratnikov z metodo primerljivih javnih podjetij	28
Tabela 5: Povzetek vrednotenja po metodi diskontiranih denarnih tokov podjetij iz farmacevtske panoge	42
Tabela 6: Povzetek vrednotenja po metodi diskontiranih denarnih tokov podjetij iz avtomobilske panoge.....	46
Tabela 7: Povzetek vrednotenja podjetij po metodi diskontiranih denarnih tokov iz trgovinske panoge.....	47

KAZALO SLIK

Slika 1: Bilanca stanja in neto obratni kapital	12
Slika 2: Razlika med prostim denarnim tokom do latniškega kapitala in podjetja	13
Slika 3: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja Krka, d. d.....	43
Slika 4: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja Viatris Inc.	44
Slika 5: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja Mercedes-Benz Group	45
Slika 6: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja General Motors Company	45
Slika 7: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja Carrefour SA	48
Slika 8: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja The Kroger Co.....	48
Slika 9: Grafična ponazoritev tržne cene in poštene cene farmacevtske panoge	50

Slika 10: Grafična ponazoritev tržne cene in poštene cene avtomobilske panoge.....	51
Slika 11: Grafična ponazoritev tržne cene in poštene cene trgovinske panoge.....	52

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Analiza primerljivih podjetij za namen relativnegavrednotenja	1
Priloga 2: Podroben pregled poslovanja ocenjevanih podjetij	4
Priloga 3: referenčna tabela za določitev tveganja za velikost podjetja	19
Priloga 4: izračun diskontne stopnje za vsa analizirana podjetja	19

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

API – (angl. active pharmaceutical ingredient); Aktivna farmacevtska sestavina

ATS – Alternativni trgovalni sistemi

BEV – (angl. business enterprise value); Poslovna vrednost podjetja

BMW - Bayerische Motoren Werke

CAGR – (angl. Compound annual growth rate); Povprečna letna rast prihodkov

CAPEX – (angl. capital expenditure); Kapitalski izdatki

CCC – (angl. cash conversion cycle); Denarni cikel

COGS – (angl. cost of goods sold); Stroški prodanega blaga

DCF – (angl. discounted cash flow); Diskontirani denarni tok

DIO – (angl. days inventory outstanding); Dnevi vezave zalog

DLOM – (angl. discount for lack of marketability); Diskont zaradi omejene tržljivosti

DPO – (angl. days payable outstanding); Dnevi vezave obveznosti

DSO – (angl. days sales outstanding); Dnevi vezave terjatev

EBIT – (angl. earnings before interest and taxes); Dobiček pred obrestmi in davki

EBITDA – (angl. earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization)

ENXTPA – Euronext Paris

EPS – (angl. earnings per share); Dobiček na delnico

EUR – Evro

EV – (angl. enterprise value); Vrednost celotnega podjetja

FCF – (angl. free cash flow); Prosti denarni tok

FCFE – (angl. free cash flow to equity); Prosti denarni tok do lastniškega kapitala

FCFF – (angl. free cash flow to firm); Prosti denarni tok do podjetja

FMV – (angl. fair market value); Poštena tržna vrednost

FV – (angl. fair value); Poštena vrednost

GAAP – (angl. generally accepted accounting principles); Splošna računovodska načela

GM – General Motors

GPC – (angl. guideline public companies); Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo

IFRS – (angl. international financial reporting standards); Mednarodni rač. standardi

IOSCO – (angl. International Organization of Securities Commissions); Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev

IRR – (angl. internal rate of return); Notranja mera donosa

KRKG – Krkina delnica

LIBOR – (angl. London Interbank Offered Rate); medbančna ponujena obrestna mera

LJSE – Ljubljanska borza

MSRP – Mednarodni standard računovodskega poročanja

MVIC – (angl. market value of invested capital); Tržna vrednost vloženega kapitala

NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NSV – Neto sedanja vrednost

NYSE – (angl. The New York Stock Exchange); Newyorška borza

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

OTC – (angl. over-the-counter); Brez recepta

P/E – (angl. price-to-earnings); Razmerje med tržno ceno in dobičkom

PFI – (angl. prospective financial information); napovedane finančne informacije

PP&E – (angl. property, plant and equipment); Opredmetena osnovna sredstva

R&D – (angl. research and development); Raziskave in razvoj

ROC – (angl. return on capital); Donosnost kapitala

ROI – (angl. Return of Investment); Povprečen donos na investicijo

TGR – (angl. terminal growth rate); Stalna stopnja rasti

USD – (angl. United States dollar); Ameriški dolar

WACC – (angl. weighted average cost of capital); Tehtani povprečni strošek kapitala

XETRA – (angl. Exchange Electronic Trading); Elektronski trgovalni sistem

ZDA – Združene države Amerike

1 UVOD

V današnjem času, ko postaja trgovanje z delnicami in drugimi finančnimi instrumenti vse bolj dostopno širokemu krogu vlagateljev, je razumevanje ozadja instrumentov pomembnejše kot kadarkoli prej. Magistrsko delo obravnava, kaj dejansko predstavlja delnica kot finančni instrument, kako se lahko natančno oceni njena poštena vrednost ter zakaj lahko med podjetji, ki so si sicer zelo podobna po ključnih značilnostih, nastajajo velike razlike v tržnih vrednostih zgolj zaradi borze, na kateri posamezna delnica kotira. Namen tega magistrskega dela je na izbranih podjetjih pokazati, kako se teoretični koncepti, kot so vpliv likvidnosti in učinkovitost trga, odražajo v realnih finančnih podatkih in konkretnih primerih vrednotenja. Poleg prispevka k znanstveni literaturi raziskava prinaša tudi uporabno vrednost za vlagatelje, ki želijo k odločanju o naložbah pristopiti analitično, premišljeno in na osnovi utemeljenih kazalnikov. Raziskava je zato lahko koristen pripomoček za posameznike, ki so že aktivni ali pa bi to radi postali na kapitalskih trgih.

Magistrsko delo je strukturirano v več logičnih sklopov. V uvodnem delu je predstavljeno izhodiščno raziskovalno vprašanje in okvir raziskave, v okviru katerega se tematika likvidnosti umešča v širši kontekst vrednotenja. V nadaljevanju sledi teoretični del, kjer je povzeta in predstavljena obstoječa literatura, pri čemer izhodišče predstavljajo temeljne značilnosti delovanja kapitalskih trgov, metode vrednotenja s poudarkom na donosno zasnovanem pristopu, analiza ključnih finančnih izkazov in opredelitev tega, na katerem mestu v procesu vrednotenja postane likvidnost posameznega sredstva relevantna. Teoretični podlagi sledi opredelitev kriterijev, kvalitativnih in kvantitativnih, na podlagi katerih so bila izbrana podjetja za podrobno analizo, vrednotenje in ugotavljanje vpliva likvidnosti na tržno ceno. Sledi primerjava med izbranimi podjetji in predstavitev njihovega poslovanja v preteklem obdobju. Temu delu sledi vrednotenje, zasnovano na pričakovanih donosih, ki je dopolnjeno z relativnim vrednotenjem na osnovi primerljivih podjetij, ter analiza vseh dobljenih rezultatov vrednotenja. Zaključni del vključuje poglobljeno interpretacijo rezultatov, povezavo ugotovitev z likvidnostnim dejavnikom in oblikovanje sklepnih misli. Delo se zaključi s pregledom uporabljene literature in virov ter s prilogami, v katerih so prikazane podrobne analize preteklega poslovanja podjetij in natančni izračuni diskontnih stopenj.

Namen tega magistrskega dela je raziskati vpliv likvidnosti borze na tržno vrednost delnic podjetij. V središču raziskave bo vprašanje, ali obstaja razlika v vrednotenju podjetij zaradi različne likvidnosti borz, na katerih so kotirana. Osredotočil se bom na šest podjetij, razdeljenih v tri pare, kjer vsaka dvojica prihaja iz iste panoge, vendar kotira na borzah z različno likvidnostjo. V vsakem paru bo eno podjetje iz visoko likvidne borze, kot je na primer NYSE ali NASDAQ, drugo pa iz manj likvidne borze, kot je Frankfurtska borza ali katera druga primerljiva evropska borza. S tem pristopom bom poskušal ugotoviti, ali višja likvidnost borze prispeva k višji tržni vrednosti podjetij, pri čemer bom ostale dejavnike, kot so velikost podjetja, panoga in trgi delovanja, čim bolj izenačil.

Ugotoviti želim, ali ima likvidnost same borze vpliv na tržno vrednost delnic podjetij in kakšen je ta vpliv. V teoriji velikokrat zasledimo, da je likvidnost pomemben dejavnik, ki vpliva na tržno ceno delnice in s tem na vrednost podjetij oz. tržno kapitalizacijo. Moja raziskava bo prispevala k boljšemu razumevanju tega odnosa in skušala pokazati, ali obstaja pomembna razlika pri vrednotenju, ki bi jo lahko pripisali različnim stopnjam likvidnosti borz.

Glavno vprašanje magistrskega dela »Ali obstaja razlika v tržni vrednosti dveh delnic podjetij zaradi vpliva dveh borz z različno likvidnostjo?« me bo vodilo skozi celotno delo. V sklepnih poglavjih pa bom ovrednotil svojo hipotezo o tej temi: »Podjetja, ki kotirajo na borzah z visoko likvidnostjo, imajo višjo tržno vrednost delnic kot tista, ki kotirajo na borzah z nizko likvidnostjo, ob upoštevanju podobnosti vseh preostalih dejavnikov«.

Za pravilen izbor podjetij bom najprej vzpostavil kriterije za izbor podjetij, ki bodo temeljili na podobnosti velikosti, panoge in geografskih trgov, na katerih podjetja delujejo. Ključno bo, da bodo podjetja znotraj vsakega para čim bolj primerljiva, da bo vpliv borzne likvidnosti čim jasneje razviden. Podatke o poslovanju podjetij bom pridobil iz zanesljivih finančnih virov, kot so Capital IQ, Yahoo Finance in podobne platforme.

V empiričnem delu magistrskega dela bom za vsako izmed izbranih podjetij izvedel večdimenzionalni postopek vrednotenja, pri čemer bo osrednja metoda analiza diskontiranih denarnih tokov (angl. discounted cash flow, v nadaljevanju DCF). Ta metoda omogoča celovito in teoretično utemeljeno oceno vrednosti podjetja na podlagi projekcije prihodnjih prostih denarnih tokov ter njihove prilagoditve na sedanjo vrednost, s čimer upošteva pričakovano prihodnjo uspešnost poslovanja in specifična tveganja.

Kot dopolnilo bom uporabil še primerjalno vrednotenje (angl. relative valuation), ki temelji na analizi tržnih množiteljev, kot so razmerje med tržno ceno in dobičkom (angl. price-to-earnings, v nadaljevanju P/E), razmerje med vrednostjo celotnega podjetja (angl. enterprise value, v nadaljevanju EV) in dobičkom iz poslovanja pred obrestmi, davki, amortizacijo in odpisi (angl. earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization, v nadaljevanju EBITDA) ter drugi relevantni kazalniki, odvisno od panoge posameznega podjetja. Prav tako bom vključil analizo knjigovodske vrednosti kapitala, ki predstavlja statični, a informativno dopolnilen pogled na finančni položaj podjetja.

Vse metode bodo temeljile na enotni in dosledni metodološki osnovi. To vključuje uporabo enakega časovnega obdobja za obdelavo zgodovinskih finančnih podatkov, identično diskontno stopnjo brez tveganja, enotno strukturo ocenjevanja obrestne mere kapitala ter enako metodologijo napovedovanja prihodnjih denarnih tokov. Na ta način bo zagotovljena primerljivost med podjetji in zmanjšana metodološka pristranskost, kar je ključno za ustrezno izolacijo in oceno vpliva likvidnosti borze na tržno vrednost analiziranih podjetij.

2 TEORETIČNE OSNOVE

Največja podjetja kotirajo na borzah po vsem svetu, med katerimi so največje in najbolj znane: Newyorška borza (angl. The New York stock exchange, v nadaljevanju NYSE) in National association of securities and dealers automated quotations, v nadaljevanju NASDAQ) iz Združenih držav Amerike (v nadaljevanju ZDA) ter Tokyo Stock Exchange iz Japonske. Tržna kapitalizacija NYSE je 23 trilijonov ameriških dolarjev (angl. United States dollar, v nadaljevanju USD), borze NASDAQ 10,9 trilijona USD in Tokyo Stock Exchange ima skupno tržno kapitalizacijo 6,2 trilijona USD. Že samo po primerjavi velikosti treh največjih borz lahko ugotovimo, da so nekatere borze veliko bolj privlačne za kapitalske investicije (IG analyst, brez datuma). Bolj kot je neka borza privlačna za kapitalske investicije, večjo likvidnost imajo vse delnice, ki kotirajo na tej borzi. Likvidnost pomeni imeti sposobnost prodaje nekega sredstva v kratkem času po ceni, ki je blizu tržni ceni. Slednja je zelo pomembna pri razlikovanju med različnimi tržnimi instrumenti. Na primer, korporativne obveznice so manj ali slabše likvidne kot državne obveznice. To pomeni, da je z njimi težje in dražje trgovati, še posebej v velikih količinah ali v kratkem času. Ravno zato mnogi vlagatelji cenijo visoko likvidnost in bodo zahtevali višjo obrestno mero in višje donose za manj likvidno obveznico. Pomanjkanje likvidnosti pomembno pojasnjuje del razlike v donosih med korporativnimi in državnimi obveznicami (Brealey in drugi, 2019).

Na Baltski borzi so leta 2008 naredili raziskavo, v kateri so želeli ugotoviti, ali obstaja statistično pomemben vpliv likvidnosti na ceno delnic. V raziskavo so vključili 19 podjetij, ki so predstavljala skoraj 30 % celotne kapitalizacije treh največjih baltških borz. Vsa analizirana podjetja so v tistem času podpisala pogodbe s ponudniki, ki so omogočili izboljšanje likvidnosti njihovih delnic na borzi. Po uvedbi likvidnosti je prišlo do zmanjšanja med ponudbo (angl. bid) in povpraševanjem (angl. ask), kar imenujemo razpon (angl. spread). Empirične raziskave na podlagi podatkov pridobljenih med leti 2004 in 2007 nakazujejo, da je prišlo do povečanja transakcij na borzi in zvišanja cen delnic veliko nad povprečjem, ki bi bilo pričakovano v običajnih tržnih pogojih. Likvidnost ima ključen vpliv na vrednotenje in ceno premoženja. Pomeni hitrost in enostavnost pretvorbe premoženja v denar brez večje izgube vrednosti. Vlagatelji cenijo likvidna sredstva in so pripravljeni plačati več za bolj likvidno sredstvo, saj predstavlja manjše tveganje in omogoča hitrejšo prodajo po predvidljivi ceni. Nasprotno se zgodi pri naložbah, ki niso likvidne in lahko na sebi nosijo večje tveganje za nastanek transakcijskih stroškov. Ob tem pride do nepredvidljive prodajne cene, kar pogosto vodi v t. i. likvidnostni diskont. V zasebnih podjetjih je likvidnost še posebej pomembna, saj je trg za prodajo teh sredstev omejen, kar povečuje nelikvidnostni diskont. Diskont je višji pri podjetjih z manj likvidnimi sredstvi, slabšo finančno zdravje in manjšimi možnostmi za javno kotacijo Patterson (2017, september). Še en problem, ki izvira iz težav z likvidnostjo, nastane, ko zasebni kapital razmišlja o večji naložbi v drugo podjetje. Kljub temu da smo pridobili in preverili vse predpostavke prihodnjih denarnih tokov ter ocene zahtevanih donosov primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, ne vemo, kako likvidna je naša nova naložba. Vprašati se je treba, koliko

dodatnega donosa zahtevamo, če vemo, da lahko primerljivo delnico prodamo v enem dnevu, našo naložbo pa v šestih mescih. Dodatek, ki je potreben za likvidnost diskontni stopnji, lahko močno vpliva na ocenjeno vrednost samega podjetja (Brealey in drugi, 2019).

Tudi v korporativnem svetu manjših podjetij ima likvidnost pomembno vlogo. Vsesplošno je znano, da sam denar ne prinaša obresti, za razliko od na primer vrednostnih papirjev, kot so zakladne menice. Podjetja, ki imajo na svojih računih več denarja, verjamejo, da dodatna likvidnost nadomesti morebitno izgubo obresti. V ravnovesju mora biti mejna vrednost dodatne likvidnosti enaka obrestni meri na zakladne obveznice. Velikokrat se pojavijo napačne predpostavke, da so stroški imetja denarja zgolj izgubljene obresti. To bi pomenilo, da ima denar vedno negativno neto sedanjo vrednost (NSV). Prav tako je napačna domneva, da zaradi enakosti med marginalno vrednostjo likvidnosti denarja in izgubljenimi obrestmi iz naslova državnih obveznic, ni pomembno, koliko denarja podjetje drži. To bi pomenilo, da ima denar vedno ničelno neto NSV. Vemo, da mejna vrednost denarja upada z velikostjo denarnih sredstev, vendar ne znamo natančno ovrednotiti likvidnostne storitve denarja in ne moremo z gotovostjo povedati, koliko denarja je dovolj ali kako enostavno ga podjetje lahko pridobi. Finančna kriza leta 2008–2010 je pokazala, da je v nekaterih obdobjih likvidnost veliko bolj cenjena kot v drugih. Kljub obsežnim injekcijam likvidnosti, ki so jih takrat izvajale centralne banke po svetu, so bili številni finančni trgi brez prave likvidnosti. To obdobje je zaznamovalo tudi močno upadanje vseh svetovnih delnic, kar je nedvomno delno povezano s samo likvidnostjo na trgu. Spomladi 2007 je bil razpon med Londonsko medbančno ponujeno obrestno mero (angl. London Interbank Offered Rate, v nadaljevanju LIBOR) in obrestno mero na zakladne menice 0,4 % Damodaran (2007). Do oktobra 2008 je trg za nezavarovana medbančna posojila skoraj povsem izginil in LIBOR je bil več kot 4,6 % nad obrestno mero na zakladne menice (Brealey in drugi, 2019).

2.1 Tržna kapitalizacija

Tržna kapitalizacija (angl. Market cap) predstavlja trenutno tržno vrednost vseh izdanih delnic podjetja. Izračunamo jo tako, da aktualno ceno delnice pomnožimo s številom vseh obstoječih delnic podjetja. Vlagatelji pogosto uporabljajo vrednost tržne kapitalizacije za razvrščanje podjetij in primerjavo njihove velikosti v določeni panogi ali sektorju. Za izračun tržne kapitalizacije podjetja preprosto pomnožimo trenutno ceno delnice s skupnim številom vseh izdanih delnic. Na splošno delniški trg razvršča delnice glede na tržno kapitalizacijo v različne kategorije (Investopedia, 2024):

- Mega podjetja (angl. mega cap). Podjetja s tržno kapitalizacijo nad 200 milijard USD spadajo med največje globalne korporacije. Ta skupina trenutno vključuje približno 50 podjetij po vsem svetu, med njimi Apple, Microsoft in Alphabet.
- Velika podjetja (angl. large cap). V kategorijo velikih podjetij spadajo tista s tržno kapitalizacijo med 10 in 200 milijard USD. Trenutno je v tej kategoriji približno 840 podjetij, vključno s podjetji, kot so Shell, AstraZeneca in The Walt Disney Company.

- Srednja podjetja (angl. mid cap). Podjetja s tržno kapitalizacijo med 2 in 10 milijardami USD. Delnice srednje velikih podjetij so običajno bolj volatilne kot delnice velikih podjetij, saj so pogosto usmerjene v rast. V to kategorijo spada približno 1.100 podjetij, kot je Victoria's Secret & Co.
- Majhna podjetja (angl. small cap). Podjetja s tržno kapitalizacijo med 300 milijoni in 2 milijardami USD. Ta podjetja prinašajo večje tveganje, a tudi potencial za visoke donose, saj so v fazi hitrega razvoja. Trenutno v tej skupini najdemo okoli 1.400 podjetij, primer takšnega podjetja pa je »rent-a-car« podjetje Hertz.
- Mikro podjetja (angl. micro cap). Na delniških trgih poznana tudi kot »penny stocks«. Gre za podjetja z mikro kapitalizacijo, ki so pogosto mlada in šele v začetnih fazah razvoja. Tovrstna podjetja prinašajo tako možnosti za hitro rast kot tudi tveganje za močan upad vrednosti, zato zahtevajo natančno raziskavo pred investiranjem. Mnoga podjetja iz te skupine še ne ustvarjajo prihodkov, kar otežuje njihovo vrednotenje.

2.2 Pomembni pojmi na delniških trgih

Pri spremljanju dogajanja na delniških trgih se pogosto srečujemo s specifičnimi izrazi, ki jih je nujno razumeti, da vemo, kaj pravzaprav spremljamo. Nekateri najpomembnejši izrazi so (Brealey in drugi, 2019):

- 52-tedenski razpon. Ta podatek prikazuje najnižjo in najvišjo ceno, po kateri je bila delnica trgovana v zadnjem letu.
- Obseg (angl. volume). Obseg trgovanja z delnico predstavlja število transakcij, ki so bile izvedene z delnicami določenega podjetja v enem dnevu, kar pomeni skupno število prodaj in nakupov teh delnic.
- Povprečni obseg (angl. average volume). Prikazuje povprečno število transakcij z določeno delnico v določenem časovnem obdobju, najpogosteje v zadnjem letu. Ko dnevni obseg trgovanja bistveno odstopa od tega povprečja, to običajno označuje izjemno visoko ali nizko aktivnost na trgu za to delnico.
- Tržna kapitalizacija (angl. market cap). S tem kazalnikom vlagatelji presojujejo, ali je delnica precenjena ali podcenjena glede na vrednost sredstev, ki jih podjetje izkazuje v svoji bilanci stanja.
- Dobiček na delnico (angl. earnings per share, v nadaljevanju EPS) je kazalnik, ki prikazuje, koliko dobička ustvari podjetje na posamezno izdano delnico. Je eden ključnih kazalnikov, saj pomaga oceniti dobičkonosnost podjetja. Predstavljen je lahko na dva načina:
 - TTM (angl. trailing twelve months, v nadaljevanju TTM): EPS, izračunan na podlagi podatkov za zadnjih 12 mesecev. Predstavlja zgodovinski pogled na finančno uspešnost podjetja.
 - NTM (angl. next twelve months, v nadaljevanju NTM): EPS, ki temelji na pričakovanjih za naslednjih 12 mesecev. Gre za napoved prihodnje uspešnosti podjetja, ki jo analitiki in podjetje samo pogosto objavijo.

- P/E razmerje je finančni kazalnik, ki primerja tržno ceno delnice podjetja z njegovim EPS. P/E razmerje pomaga vlagateljem oceniti, kako drago ali ugodno je podjetje glede na njegov dobiček. Nižje P/E razmerje običajno nakazuje, da je delnica relativno ugodna, medtem ko višje P/E razmerje pomeni, da vlagatelji pričakujejo večjo rast v prihodnosti. Predstavljen je lahko na dva načina:
 - TTM: P/E razmerje, izračunano na podlagi dobička na delnico za zadnjih 12 mesecev.
 - NTM: P/E razmerje, ki temelji na napovedanem dobičku na delnico za prihodnjih 12 mesecev.
- Donosnost dividend (angl. dividend yield) je kazalnik, ki prikazuje razmerje med letno dividendo na delnico in trenutno tržno ceno delnice. Kazalnik izraža, kakšen odstotek trenutne cene delnice vlagatelj prejme v obliki dividend v enem letu. Višja donosnost dividend običajno privlači vlagatelje, ki iščejo stabilne dohodke, medtem ko nizka donosnost lahko nakazuje, da podjetje raje nameni dobiček v samo podjetje in tako zagotovi nadaljnjo rast, namesto da ga izplača delničarjem.

2.3 Razlike med borzami in njihov vpliv na vrednotenje

Razlike med posameznimi borzami se ne odražajo le v obsegu in strukturi trgovanja, temveč tudi v stopnji likvidnosti, regulativnem okviru in dostopnosti informacij. Ti dejavniki neposredno vplivajo na procese oblikovanja cen in posledično na vrednotenje podjetij. Razumevanje posebnosti posamezne borze je zato ključno za pravilno interpretacijo tržnih podatkov in za zagotavljanje primerljivosti med podjetji, ki kotirajo na različnih trgih.

2.3.1 Število in velikost vlagateljev

Velike svetovne borze, kot sta NYSE in tehnološka borza NASDAQ, privabljajo izjemno število vlagateljev, tako malih vlagateljev, ki investirajo svoj lastni denar, kot tudi institucionalnih vlagateljev, ki upravljajo premoženje drugih oseb oziroma pravnih subjektov. Med institucionalne vlagatelje štejemo pokojninske sklade, investicijske sklade, zavarovalnice, sklade zasebnega kapitala (angl. private equity), investicijske banke in druge velike finančne ustanove. Po podatkih portala SeekingAlpha (2023) ima več kot 58 % prebivalcev ZDA v lasti vsaj eno delnico, ki kotira na javni borzi, kar potrjuje močno prisotnost malih vlagateljev na ameriškem kapitalskem trgu. Kljub temu pa največji delež lastništva javno kotirajočih podjetij še vedno pripada institucionalnim vlagateljem. Po raziskavi portala Capital IQ (2024) ti vlagatelji nadzorujejo več kot 78 % vseh delnic v indeksu Russell 3000 ter kar 80 % delnic v indeksu S&P 500, ki velja za najpomembnejši borzni indeks na svetu. Največja institucionalna vlagatelja sta investicijska sklada BlackRock in Vanguard Group, ki sta po podatkih iz leta 2023 upravljala premoženje v višini 11,5 oziroma 9,3 trilijona ameriških dolarjev po celem svetu. Takšna koncentracija kapitala in prisotnost ogromnega števila vlagateljev omogočata velik obseg dnevnega trgovanja in s tem visoko likvidnost. Poleg tega imajo velike borze prednost širokega nabora različnih

finančnih instrumentov, kar vlagateljem omogoča učinkovito razpršitev tveganj, predvsem nesistematičnih oziroma specifičnih Furhmann (2008). Zaradi globalne prepoznavnosti borz in podjetij, ki na njih kotirajo, kot Apple, Microsoft in Tesla, pritegnejo veliko pozornosti vlagateljev z vsega sveta. S tem se dodatno krepi likvidnost, kar pripomore tudi k manjšim cenovnim nihanjem oziroma nižji volatilnosti, saj lahko borze zaradi velikega števila kupcev in prodajalcev absorbirajo velike količine naročil brez bistvenega vpliva na ceno finančnih instrumentov (Investopedia, 2024). Povsem drugačna slika se pojavi pri manjših regionalnih borzah, kot so Ljubljanska borza (v nadaljevanju LJSE), Zagrebačka burza ali Bukareška borza, kjer se pogosto soočajo z nizko likvidnostjo. Na teh borzah je število malih vlagateljev omejeno, institucionalni vlagatelji pa so redki ali skorajda odsotni, kar negativno vpliva na globino trga in likvidnost. Število izdanih finančnih instrumentov je majhno, podjetja pa večinoma izhajajo iz lokalnega okolja in pogosto nimajo mednarodne prepoznavnosti. Posledično so cene na takšnih trgih bolj volatilne, saj že razmeroma majhna naročila lahko povzročijo občutne spremembe v tržnih vrednostih. Nizka likvidnost manjših borz tako predstavlja ključno oviro za razvoj aktivnih kapitalskih trgov v manjših državah (Porter, 2008).

2.3.2 Regulacija

Medtem ko se v primerjavah svetovnih borz pogosto osredotočamo na kazalnike, kot so število transakcij, obseg trgovanja ali tržna kapitalizacija, raziskava Frosta in drugih (2006) opozarja na pomen manj opazne, a ključno pomembne dimenzije – kakovost regulacije. Avtorji so analizirali 50 borz, članic Svetovne federacije borz, in ugotovili, da so višja raven regulativnih zahtev glede razkrivanja informacij, učinkovito izvajanje nadzora ter uveljavljanje sankcij sistematično povezane z višjo stopnjo razvitosti kapitalskega trga. Regulacija v tem okviru pomeni nabor pravil, ki urejajo obveznosti podjetij pri objavljanju finančnih poročil in pomembnih informacij ter mehanizme njihovega nadzora in izvrševanja. Učinkovita regulacija zmanjšuje informacijsko asimetrijo, znižuje stroške transakcij in krepi zaupanje vlagateljev, kar se neposredno odraža v večji likvidnosti, večji globini trga in večji pripravljenosti podjetij za vstop na trg kapitala.

Posebej zanimivo je, da so borze iz nekaterih razvijajočih se gospodarstev, kot so Hongkong, Južna Koreja in Tajvan, že ob koncu devetdesetih let izstopale po kakovosti svojih razkritij in regulativnih okvirih. Čeprav te države takrat še niso sodile med klasične predstavnike razvitih finančnih središč, so njihovi trgi dosegali visoko raven preglednosti in aktivnosti. Danes so te borze med najpomembnejšimi na svetu, kar potrjuje, da kakovostna regulacija predstavlja ključno konkurenčno prednost. Ugotovitve raziskave tako podpirajo prizadevanja mednarodnih organizacij, kot sta Mednarodna organizacija komisij za vrednostne papirje (angl. International Organization of Securities Commissions – IOSCO) in Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD), za uskladitev standardov razkrivanja, saj ti prispevajo

k razvoju učinkovitih, vključujočih in odpornih finančnih trgov, ne glede na splošno ekonomsko razvitost posamezne države (Frost in drugi, 2002).

2.3.3 Tehnologija

V sodobnem globalnem gospodarstvu je tehnološka infrastruktura ena ključnih konkurenčnih prednosti, ki ločuje napredne borze od manj razvitih. Avtomatizirani trgovinski sistemi, dostop do oddaljenih trgovalnih terminalov ter uporaba podatkovnih platform omogočajo neprekinjeno, hitro in varno trgovanje na mednarodni ravni. Analiza 16 borz med letoma 2000 in 2012 je pokazala, da so prav tehnološko napredne borze, kot so London Stock Exchange, NASDAQ in Singapore Exchange, med najbolj privlačnimi za tuje izdajatelje. To pa ni le posledica velikosti trga, temveč tudi visoke ravni digitalizacije, avtomatizacije in preglednosti. Tehnološka infrastruktura tako ni zgolj orodje za obdelavo transakcij, temveč tudi strateški dejavnik, ki prispeva k večji tržni kapitalizaciji, likvidnosti in zaupanju vlagateljev (Wahid in drugi, 2017).

Skupaj z regulacijo, ki zagotavlja preglednost in zaščito vlagateljev, predstavlja tehnologija drugi ključni steber razvoja borz. Raziskave potrjujejo, da prav uvedba tehnološko podprtih sistemov in odprtost za tuje kotacije pospešujeta ne le gospodarsko rast borz, temveč tudi njihovo integracijo v globalni finančni sistem. Vloga tehnološke infrastrukture na kapitalstkih trgih se je v zadnjih desetletjih izkazala kot ena izmed ključnih determinanti konkurenčnosti posamezne borze. Digitalizacija postopkov, avtomatizacija trgovanja in oddaljeni dostop do trgovinskih platform niso več le podpora operacijam, temveč osrednji mehanizmi, ki omogočajo globalno povezovanje, rast in razvoj finančnih trgov. Na podlagi analiz treh obsežnih študij (Frost in drugi, 2006; Pastor in Stambaugh, 2001; Wahid in drugi, 2017) lahko jasno prepoznamo pomen, ki ga imajo sodobni tehnološki sistemi pri delovanju in rasti svetovnih borz. Wahid v svoji raziskavi ugotavlja, da uvedba alternativnih trgovalnih sistemov (ATS) in oddaljenih terminalov za trgovanje omogoča boljšo integracijo borz v globalno okolje ter povečuje privlačnost borz za tuje kotacije. Ta tehnološka infrastruktura odpravlja geografske in operativne ovire ter omogoča čezmejno trgovanje, kar spodbuja rast števila kotirajočih podjetij, tržne kapitalizacije in števila transakcij. Posebej izstopajo borze, kot so NASDAQ, London Stock Exchange in Singapore Exchange, ki so v obdobju 2000–2012 beležile največje povprečno število tujih kotacij prav zaradi svoje digitalne dostopnosti in odprtosti za globalne vlagatelje.

Raziskava elektronskih sistemov Frost in drugi (2006) posredno potrjuje, da elektronski sistemi za zbiranje in nadzor nad razkritji podjetij vplivajo na razvitost trgov. Razvidno je, da učinkovita infrastruktura omogoča boljše izvajanje nadzora in višjo kakovost informacij, kar pozitivno vpliva na zaupanje vlagateljev in likvidnost trga.

3 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ

Metode vrednotenja podjetij predstavljajo temeljno orodje finančne analize, saj omogočajo določitev notranje vrednosti podjetja ter oceno njegovega položaja v primerjavi s tržnimi vrednostmi. Izbira ustrezne metode je odvisna od značilnosti podjetja, dostopnosti podatkov in namena analize. V tem poglavju so predstavljene najpogostejše uporabljene metode, njihove teoretične osnove ter praktične prednosti in omejitve, kar omogoča razumevanje njihove uporabe v različnih poslovnih in raziskovalnih kontekstih.

3.1 Na donosu zasnovan način

Pri vrednotenju podjetja ali premoženja se pogosto uporablja prihodkovni pristop, ki temelji na predpostavki, da vrednost sredstva ali podjetja ustreza sedanji vrednosti prihodnjih zaslužkov, ki so na voljo za distribucijo vlagateljem. Pri tem pristopu ločimo dva glavna načina izračuna: metodo DCF in metodo kapitaliziranih dobičkov.

3.2 Kapitalska metoda

Kapitalizacija dobičkov je preprosta metoda vrednotenja, ki jo uporabljamo predvsem za hitro oceno vrednosti podjetja ali sredstva. Njena uporabnost je največja v primerih, ko so prihodnji prihodki stabilni in predvidljivi. V primerih večjih nihanj prihodkov pa je ta metoda manj zanesljiva ali celo neustrezna, saj lahko privede do zelo nenatančnih ocen. Prav zato se pri vrednotenju podjetij ali sredstev najpogostejše uporablja metoda DCF, ki omogoča natančnejše upoštevanje pričakovanih prihodkov in rasti.

Kapitalska metoda ocenjevanja temelji na oceni ustreznega merila ekonomskega donosa za normalizirano oziroma stabilizirano obdobje. To merilo ekonomskega donosa se nato deli z ustrezno kapitalizacijsko stopnjo, kar omogoča hitro izračunano oceno vrednosti sredstva ali podjetja. Izračuna se po naslednji enačbi (1):

$$Vrednost\ sredstva = \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{stopnja kapitalizacije}} \quad (1)$$

Primer: Predpostavimo, da je manjše lokalno podjetje v zadnjih petih letih doseglo povprečni letni dobiček v višini 100.000 evrov (v nadaljevanju EUR). Pri vrednotenju majhnih podjetij se pogosto uporablja kapitalizacijska stopnja, ki temelji na donosnosti naložbe (angl. return on investment, v nadaljevanju ROI) primerljivih podjetij. Ta stopnja običajno znaša med 15 % in 25 %. V našem primeru predpostavimo, da je ROI 20 %. Vrednost podjetja izračunamo tako, da pričakovani letni dobiček delimo s kapitalizacijsko stopnjo. Tako ocenjena vrednost podjetja znaša 500.000 EUR. Ta vrednost odraža pričakovan donos vlagateljev v višini 20 %, ob predpostavki stabilnih in predvidljivih prihodnjih dobičkov (Korošec Lavrič, 2024).

3.3 Diskontirani denarni tokovi

Metoda diskontiranih denarnih tokov je ena ključnih metod za ocenjevanje vrednosti podjetij ali sredstev. Temelji na napovedovanju denarnih tokov, ki jih bo sredstvo ali podjetje predvidoma ustvarilo v določenem časovnem obdobju. Ti denarni tokovi se nato diskontirajo na sedanjo vrednost z uporabo ustrezne diskontne stopnje. Diskontna stopnja mora upoštevati časovno vrednost denarja, inflacijo ter tveganja, povezana z lastništvom sredstva ali podjetja, ki se ocenjuje. Na ta način metoda DCF omogoča celovito oceno prihodnjih donosov v luči trenutnih finančnih in gospodarskih razmer.

3.3.1 Ključni vidiki pri ocenjevanju napovedanih finančnih informacij

Pri ocenjevanju napovedanih finančnih informacij (angl. prospective financial information, v nadaljevanju PFI) morajo ocenjevalci vrednosti preseči zgolj sprejemanje projekcij vodstva brez preverjanja. Ključen korak je analiza verodostojnosti in utemeljenosti predpostavk, na katerih temeljijo PFI. Treba je preučiti ključne dejavnike in gonilnike napovedanih denarnih tokov, kot so rast prihodkov, stroškovna struktura, kapitalski izdatki in tržne razmere ter preverjanje, ali so usklajeni z zgodovinskimi rezultati in panožnimi standardi. Ocenjevalci morajo natančno analizirati, katere metode so bile uporabljene za pripravo PFI. Pristop »od zgoraj navzdol« temelji na širših tržnih napovedih in trendih, medtem ko pristop »od spodaj navzgor« izhaja iz specifičnih dejavnosti podjetja, vključno z operativnimi podatki in posameznimi projekti. Razumevanje teh metodologij omogoča boljše vrednotenje, ali so PFI realistični in utemeljeni.

Upoštevati je treba tudi namen, za katerega so bile vse dane informacije pripravljene. Če so bile oblikovane za interno poročanje ali motivacijske načrte, lahko vsebujejo določeno pristranskost. Na primer, vodstvo lahko pripravi konzervativne projekcije z namenom preseganja načrta ali pa optimistične projekcije, kadar so te zasnovane kot spodbude. Če ocenimo, da je pristranskost prisotna, moramo ustrezno prilagoditi napovedane denarne tokove tako, da bodo odražali bolj realne vrednosti. Pri tem je treba upoštevati vpliv dejavnikov, kot so gospodarski trendi, tveganja panoge in specifične značilnosti ocenjevanega sredstva ali podjetja (Brealey in drugi, 2019).

3.3.2 Računovodski dobiček in denarni tok podjetja

Računovodski dobiček je ključni kazalnik uspešnosti podjetja, ki temelji na obračunskem načelu. Pri tem načinu vodenja se prihodki in stroški beležijo ob njihovem nastanku, neodvisno od dejanskih denarnih pretokov. Ta metoda omogoča podrobno analizo finančnega položaja in učinkovitosti poslovanja podjetja skozi čas. V nasprotju s tem, prosti denarni tok odraža razpoložljivo količino denarja za investicije, izplačilo dividend ali zmanjševanje dolga, po plačilu vseh operativnih stroškov in potrebnih kapitalskih vlaganj. Računovodski dobiček vključuje tudi nedenarne postavke, kot je amortizacija, ki morda ne

odražajo resničnega denarnega stanja podjetja, medtem ko prosti denarni tok ponuja jasnejši vpogled v dejanske finančne sposobnosti podjetja, saj se osredotoča izključno na denarna sredstva. Pri vrednotenju podjetij ali sredstev, ki temelji na pričakovanih prihodnjih dobičkih, je nujno oceniti relevantne prihodnje zasluzke, znane tudi kot prosti denarni tokovi. Pri tem je treba računovodske dobičke ustrezno prilagoditi, da pridemo do realističnih ocen prostih denarnih tokov. Na primer, namesto da bi prodajo beležili ob odpremi izdelka, jo zabeležimo, ko denar dejansko prejmemo od kupca. Podobno pri računovodskem dobičku upoštevamo stroške amortizacije, ki pa ne predstavljajo dejanskega denarnega odliva, zato jih pri izračunu prostega denarnega toka izključimo, da zagotovimo preglednejšo in natančnejšo sliko finančnih zmogljivosti podjetja (Brealey in drugi, 2019).

3.3.3 Sredstva, ki nam prinašajo denarne tokove

Podjetja imajo v svojih bilancah operativna sredstva in sredstva izven osnovne poslovne rabe. Sredstva izven osnovne poslovne rabe, ki med drugim vključujejo presežek gotovine, tržne vrednostne papirje ter neizkoriščena ali neuporabljena sredstva in zemljišča, ne prispevajo neposredno k operativnemu dohodku podjetja. Čeprav ta sredstva predstavljajo pomemben kapital, niso del osnovnih poslovnih dejavnosti. Njihovo učinkovito upravljanje je ključno za optimizacijo finančne strukture in povečanje vrednosti podjetja. Pri uporabi metode DCF za ocenjevanje vrednosti podjetja se merila denarnih tokov osredotočajo predvsem na operativni dohodek. Zato metoda DCF ne odraža vrednosti drugih sredstev, kar lahko privede do podcenjevanja celotne vrednosti podjetja. Analitiki in vlagatelji morajo biti pri uporabi te metode pozorni, da ne spregledajo vrednosti, ki jo predstavljajo sredstva izven osnovne poslovne rabe.

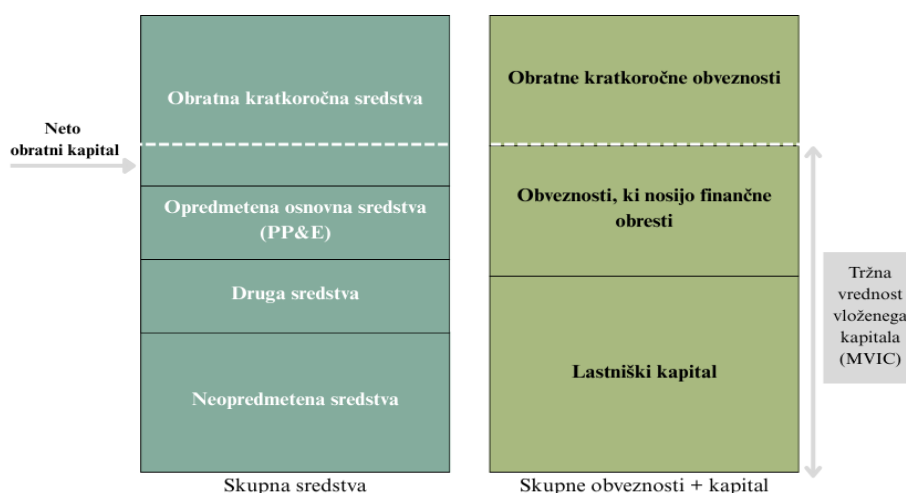
Vrednost celotnega podjetja (angl. enterprise value, v nadaljevanju EV) zajema vsa poslovna sredstva, ki so neposredno vključena v proizvodnjo in poslovne procese ter so ključna za ustvarjanje dohodka. EV služi kot ključen pokazatelj za ocenjevanje ekonomskega položaja in zmogljivosti podjetja, saj odraža realno vrednost sredstev, ki so dejansko vključena v poslovanje. Ta ocena je zelo cenjena med vlagatelji in zunanjimi analitiki, saj omogoča globlji vpogled v vrednost podjetja, brez obremenitve s finančnimi strukturami ali tržnimi nihanji (Brealey in drugi, 2019).

3.3.4 Investiran kapital, lastniški kapital in vrednost podjetja

V finančnem svetu je natančno razumevanje različnih oblik vrednosti podjetja ključno za pravilno oceno njegove ekonomske pozicije in učinkovito upravljanje njegovih sredstev. Vloženi kapital podjetja obsega vse finančne vire, ki so namenjeni dolgoročnemu delovanju, kar vključuje delnice, dolgove in dolgoročne obveznosti, ki sicer niso nujno neposredno vezane na operativne dejavnosti, a kljub temu predstavljajo pomemben del kapitalne sestave podjetja. Na drugi strani poslovna vrednost podjetja (angl. business enterprise value, v nadaljevanju BEV) zajema izključno poslovna sredstva in iz vrednosti izloči vse

komponente, ki sodijo med neposlovna sredstva, kot so presežna denarna sredstva, neobvladujoči deleži in druga sredstva, ki ne sodelujejo neposredno pri ustvarjanju prihodkov iz osnovne dejavnosti. S takšnim pristopom pridobimo jasnejši vpogled v to, kolikšen delež skupne vrednosti podjetja izhaja iz njegove operativne učinkovitosti. Vrednost lastniškega kapitala označuje tisti del vrednosti podjetja, ki bi po poravnavi vseh obveznosti pripadel lastnikom, pri čemer se ta vrednost lahko razlikuje glede na pravno obliko lastništva. Navadni lastniški kapital pa posebej izpostavlja vrednost navadnih delnic, skupaj z morebitnimi opcijami za njihov nakup, in odšteje vpliv vseh neposlovnih sredstev ter povezanih obveznosti. Pogosto se navadni lastniški kapital izenači z operativnim lastniškim kapitalom, kar poenostavi analizo vrednosti podjetja (Brealey in drugi, 2019).

Slika 1: Bilanca stanja in neto obratni kapital



Vir: lastno delo.

Ta diagram prikazuje ključne komponente bilance stanja podjetja in kako te vplivajo na tržno vrednost vloženega kapitala. Predstavlja dejansko vrednost, ki je vložena v poslovanje podjetja in je definirana kot vsota tržnih vrednosti navadnega kapitala, prednostnega kapitala in obrestnega dolga. Na strani obveznosti so prikazani obrestni dolg, tekoče obveznosti in lastniški kapital. Analitiki pogosto uporabljajo mnogokratnike BEV, saj se ravni denarja in neoperativnih sredstev ter obveznosti lahko znatno razlikujejo med podjetji znotraj iste panoge. Diagram tudi ilustrira, kako kapitalizacija v primerjavi z odhodki vpliva na lastniški kapital in tržno ceno vloženega kapitala (angl. market value of invested capital – MVIC), kar je še posebej pomembno pri analizi in primerjavi finančnih izkazov. Prilagoditve določenih postavk na bilanci stanja in izkazu poslovnega izida lahko imajo občuten vpliv na vrednotenje in finančno poročanje podjetja (Brealey in drugi, 2019).

3.3.5 Prosti denarni tok, namenjen podjetju ali lastnikom

Denarni tokovi podjetja se v okviru vrednotenja običajno razvrščajo v dve glavni kategoriji: prosti denarni tok do lastniškega kapitala (angl. free cash flow to equity, v nadaljevanju

FCFE) in prosti denarni tok do podjetja (angl. free cash flow to firm, v nadaljevanju FCFF), ki se pogosto imenuje tudi denarni tok brez dolga. FCFE predstavlja denarni tok, ki ostane na voljo lastnikom kapitala po poravnavi vseh operativnih stroškov, kapitalskih izdatkov, sprememb obratnega kapitala ter stroškov dolga, vključno z obrestmi in spremembo neto zadolženosti. FCFF pa upošteva denarni tok, ki je na voljo celotnemu podjetju in zato pri izračunu izključuje vpliv obresti in sprememb dolga, saj se predpostavlja, da je kapitalaska struktura še odprta oziroma prilagodljiva. Ključna razlika med obema pristopoma je torej v tem, da FCFF prikazuje, koliko denarja ustvari poslovanje podjetja neodvisno od načina financiranja, medtem ko FCFE prikazuje dejanski denarni tok, ki ostane na voljo lastnikom po vseh finančnih obveznostih. Pri modeliranju obeh kazalnikov se izhaja iz dohodkovnih meril, kot sta dobiček iz poslovanja pred amortizacijo in davki ter dobiček iz poslovanja, ki se nato ustrezno prilagajajo glede na predpostavke o prihodnjih prihodkih, stroških, davkih, kapitalskih izdatkih in spremembah obratnega kapitala. FCFF kot izhodišče za vrednotenje omogoča neodvisno oceno podjetja brez vpliva trenutne zadolženosti, kar je posebej pomembno v primerih prevzemov, sprememb strukture financiranja ali optimizacije kapitala. Po drugi strani pa je FCFE posebej koristen za analizo vrednosti izključno z vidika lastnikov kapitala, saj zajema tudi vpliv sprememb v dolgu in stroškov zadolževanja. Slika 2 prikazuje zaporedje teh prilagoditev ter razlike v strukturi obeh vrst denarnih tokov (Penman in Pope, 2025).

Slika 2: Razlika med prostim denarnim tokom do lastniškega kapitala in podjetja

Prosti denarni tok do lastniškega kapitala (FCFE)		Prosti denarni tok do podjetja (FCFF)	
	Prihodki		Prihodki
Odštej	Stroški prodanih izdelkov	Odštej	Stroški prodanih izdelkov
=	Bruto dobiček	=	Bruto dobiček
Prištej	Poslovni dohodek	Prištej	Poslovni dohodek
Odštej	Poslovni odhodki	Odštej	Poslovni odhodki
=	EBITDA	=	EBITDA
Odštej	Amortizacija in deprecijacija	Odštej	Amortizacija in deprecijacija
=	EBIT	=	EBIT
Odštej	Stroški obresti		
=	Dobiček pred obdavčitvijo		
Odštej	Prilagoditev za manjšinske interese		
Odštej	Davki od dohodka (obrobna davčna stopnja)	Odštej	Davki od dohodka (obrobna davčna stopnja)
=	Čisti dohodek	=	Čisti dohodek
Prištej	Amortizacija in deprecijacija	Prištej	Amortizacija in deprecijacija
Odštej	Povečanje neto obratnega kapitala	Odštej	Povečanje neto obratnega kapitala
Odštej	Kapitalski izdatki	Odštej	Kapitalski izdatki
Odštej/prištej	Zmanjšanje/povečanje glavnice dolga in drugih obveznosti		
=	Prosti denarni tok do lastniškega kapitala	=	Prosti denarni tok do podjetja

Vir: lastno delo.

V metodologiji diskontiranih denarnih tokov so dolgoročne poslovne obveznosti praviloma že vključene v napoved denarnih tokov, saj ti odražajo pričakovane stroške in koristi, povezane z obratovanjem podjetja. Vendar pa se lahko zgodi, da določene obveznosti, zlasti tiste izven osnovne poslovne rabe, v izračunu niso ustrezno zajete ali pa njihov ekonomski vpliv ni pravilno upoštevan. V takih primerih moramo vrednost, pridobljeno z DCF-analizo, ustrezno prilagoditi, da dobimo vrednost operativnega lastniškega kapitala. K tej vrednosti prištejemo sredstva izven osnovne poslovne rabe ali odštejemo obveznosti izven osnovne poslovne rabe, da dosežemo celotno vrednost lastniškega kapitala. Pogosteje uporabljen

pristop temelji na izračunu BEV z uporabo FCFF, nato pa od te vrednosti odštejemo vrednost dolga, s čimer dobimo vrednost operativnega lastniškega kapitala. Pomembno je, da je izbira ustrezne dohodkovne osnove prilagojena specifičnim okoliščinam podjetja, kot so njegova velikost, panoga, kapitalska sestava, namen vrednotenja, razpoložljivost informacij in posebni interesi vlagateljev ali drugih deležnikov. Takšen pristop omogoča večjo natančnost in prilagodljivost pri določanju vrednosti, saj je ocenjena vrednost bolj usklajena s kontekstom in cilji konkretnega vrednotenja. Razporeditev denarnega toka in njegovo prilagoditev prikazujemo v tabeli 1 (Penman in Pope, 2025).

Tabela 1: Razporeditev denarnega toka

Naziv	FCFE	FCFF
Denarni tok pripada:	Delničarjem podjetja (lastnikom kapitala)	Delničarjem, imetnikom prednostnih delnic in posojilodajalcem
Vključuje denarne tokove za servisiranje dolga?	Da	Ne
Pridobljena vrednost	Vrednost lastniškega kapitala	Poslovna vrednost podjetja
Uporabljen diskontna stopnja	Strošek lastniškega kapitala	Tehtani povprečni strošek kapitala

Vir: Lastno delo na podlagi Damodaran (2008).

3.3.6 Druge predpostavke vrednotenja

Pri merjenju denarnih tokov je bistvenega pomena razumevanje, kateri računovodski okvir se uporablja – obračunsko računovodstvo ali denarno računovodstvo. V okviru analize diskontiranih denarnih tokov se običajno izhaja iz predpostavke, da podjetje vodi knjige po obračunski metodi, kar pomeni, da prihodki in odhodki nastanejo, ko se zaslužijo oziroma nastanejo, ne pa nujno, ko so dejansko prejeta ali plačana denarna sredstva. Ta razlika je ključna za razumevanje, kako so sestavljeni računovodski izkazi, na katerih temeljijo izračuni prihodnjih denarnih tokov. Pri določanju osnove vrednosti podjetja je prav tako pomembno razlikovati med različnimi koncepti vrednotenja. Poštena tržna vrednost (angl. fair market value, v nadaljevanju FMV) se uporablja predvsem za davčne namene in predpostavlja transakcijo med nepovezanim kupcem in prodajalcem na prostem trgu. Poštena vrednost (angl. fair value, v nadaljevanju FV), ki se uporablja za namene finančnega poročanja, temelji na transakciji s hipotetičnim tržnim udeležencem in odraža koncept izstopne vrednosti. V praksi to pomeni, da bi bilo v primeru transakcije s sredstvi, kot je prodaja opreme ali nepremičnin, morda treba prilagoditi amortizacijo ali vrednost osnovnih sredstev, da se odraža njihova nova tržna vrednost. Nasprotno pa v transakciji z delnicami sredstva sama po sebi morda ne bi spremenila vrednosti, če to ne vpliva neposredno na pričakovane denarne tokove. Pomembno je tudi, katera predpostavka o obstoju podjetja se uporablja pri vrednotenju. Če domnevamo, da gre za trajno delujoče podjetje, bodo denarni

tokovi temeljili na dolgoročnem nadaljevanju poslovanja, kar zahteva drugačne predpostavke kot v primeru vrednotenja ob rednem prenehanju dejavnosti, kjer se običajno predpostavlja postopna likvidacija sredstev. Poleg tega ima pomembno vlogo tudi raven lastništva. Manjšinski delež v podjetju pogosto ne vključuje upravljaljskih pravic in tako nima neposrednega vpliva na upravljanje ali spremembo denarnih tokov podjetja. Nasprotno pa 100 % nadzorni delež omogoča prevzem nadzora in s tem potencialno izboljšanje pričakovanih denarnih tokov, kar posledično vpliva tudi na ocenjeno vrednost podjetja. Vrednost v uporabi, kot jo opredeljuje Mednarodni standard računovodskega poročanja 36 – Oslabitev sredstev (v nadaljevanju MSRP 36), ne predstavlja izstopne vrednosti, temveč odraža vrednost, ki jo sedanja uporaba sredstev prinaša obstoječim lastnikom. Ta standard vsebuje natančne smernice o tem, katere prihodnje denarne tokove je dovoljeno upoštevati in katere ne, pri čemer izrecno določa, da morajo biti vključeni zgolj tokovi, ki so neposredno povezani z nadaljnjo uporabo sredstev in ne morebitno prodajo ali alternativnimi scenariji (Penman in Pope, 2025).

3.4 Merjenje denarnih tokov

Do te točke sem pojasnil, kaj predstavljajo denarni tokovi, komu so posamezne vrste denarnih tokov namenjene in katere ključne predpostavke je treba upoštevati pri njihovi uporabi. V tem poglavju pa se bomo osredotočili na vprašanje, kako lahko vlagatelj, ki ga zanima naložba v določeno podjetje, ali strokovnjak, ki opravlja ocenjevanje njegove vrednosti, pride do ustrezne in realistične napovedi prihodnjih denarnih tokov. Prvi in bistveni korak pri tem procesu je temeljita analiza preteklega poslovanja podjetja, saj ta predstavlja osnovo za oblikovanje smiselnih in utemeljenih predpostavk o prihodnosti. Analiza se običajno začne z izkazom poslovnega izida, ki vlagatelju omogoča vpogled v prihodke, stroške, dobičkonosnost in druge ključne postavke, iz katerih je mogoče razbrati uspešnost in stabilnost poslovnega modela v zadnjih letih.

3.4.1 Bruto dobiček

Bruto dobiček je eno ključnih finančnih meril pri ocenjevanju uspešnosti poslovanja podjetja, saj predstavlja razliko med skupnimi prihodki in stroški prodanega blaga (angl. cost of goods sold, v nadaljevanju COGS). Ta pokazatelj ponuja prvi vpogled v sposobnost podjetja, da ustvarja vrednost iz svojih osnovnih proizvodnih ali storitvenih dejavnosti, saj prikazuje, koliko dobička ostane podjetju po pokritju neposrednih stroškov, povezanih s proizvodnjo ali zagotavljanjem storitev. Pomen bruto dobička je še posebej izrazit pri analizi učinkovitosti delovanja, saj odraža, kako uspešno podjetje pretvarja surovine, delovno silo in druge vhodne vire v ekonomsko korist. Bruto marža (angl. gross margin), ki jo izračunamo kot razmerje med bruto dobičkom in prihodki, omogoča primerljivost med podjetji znotraj iste panoge ne glede na njihovo velikost. Višja bruto marža nakazuje večjo učinkovitost pri obvladovanju stroškov proizvodnje ter pogosto pomeni tudi močnejšo konkurenčno pozicijo na trgu. Na primer, proizvodno podjetje z visoko bruto maržo je običajno sposobno bolje

optimizirati proizvodne procese ali znižati vhodne stroške, kar mu omogoča večjo prilagodljivost pri oblikovanju cen in ustvarjanju dobička (Ohlson, 2005)

Prihodki pa predstavljajo osnovni finančni tok podjetja in pomenijo skupni priliv sredstev iz prodaje izdelkov ali storitev. So temeljni pokazatelj obsega poslovanja in so pogosto izhodišče za nadaljnje analize. Napovedi prihodkov pripravi vodstvo podjetja, pri čemer je pomembno, da so utemeljene in skladne s pričakovanimi razmerami na trgu. Pri ocenjevanju prihodnje rasti prihodkov se upošteva več ključnih dejavnikov. Prvi je inflacija oziroma rast cen, zaradi katere se lahko prihodki povečajo tudi brez rasti količine prodaje. Drugi dejavnik je panožna rast, ki kaže, ali podjetje deluje v okolju, kjer celotna panoga raste, stagnira ali upada. Tretji dejavnik pa je specifična rast podjetja znotraj panoge, ki meri, ali podjetje povečuje svoj tržni delež, vstopa na nove trge ali širi svojo ponudbo. Realistične in premišljene prihodkovne napovedi so ključne za vsako finančno oceno, saj neposredno vplivajo na vrednotenja, proračunske načrte in naložbene odločitve. Pretirano optimistične napovedi lahko vodijo k prevelikemu zadolževanju, napačnim naložbam ali neučinkovitemu upravljanju stroškov, kar lahko ogrozi dolgoročno finančno stabilnost podjetja (Ohlson, 2005).

Zraven prihodkov je za izračun bruto dobička treba poznati še stroške prodanega blaga. Ti stroški vključujejo neposredne proizvodne stroške, kot so stroški materialov in neposrednega dela, potrebnega za izdelavo končnih izdelkov. Pomembno je poudariti, da COGS ne vključuje posrednih stroškov, kot so distribucijski in administrativni stroški, pogosto pa vsebuje stroške amortizacije opreme, ki se uporablja v proizvodnem procesu. Pri ocenjevanju finančne uspešnosti podjetja je ključno analizirati zgodovinsko razmerje med COGS in prihodki ter ga primerjati z razmerji v panogi. Če so stroški prodanega blaga v določenem podjetju znatno višji kot pri konkurentih, to lahko kaže na slabšo učinkovitost proizvodnje ali višje nabavne stroške materialov, kar lahko negativno vpliva na bruto dobiček in kasneje na vrednotenje. Izračun bruto dobička ponazorimo z naslednjo enačbo:

$$\text{Bruto dobiček} = \text{prihodki} - \text{stroški prodanega blaga} \quad (2)$$

Ko ocenjujemo rast prihodkov in bruto maržo je ključnega pomena jih primerjati z zgodovinskimi trendi in razumeti morebitna nihanja v napovedih. Neenakomerna rast prihodkov se lahko pojavi zaradi vstopa na nove trge, lansiranja novih izdelkov ali izstopa iz določenih segmentov trga. Prav tako se lahko nihanja v bruto marži pojavijo zaradi ekonomije obsega, selitve proizvodnje v regije z nižjimi stroški ali drugih operativnih sprememb. Razumevanje teh dejavnikov nam pomaga pri boljši finančni analizi in napovedovanju prihodnjih trendov (Ohlson, 2005).

3.4.2 Operativni stroški in izid iz poslovanja pred amortizacijo

Operativni stroški predstavljajo vse stroške, povezane z vsakodnevnim delovanjem podjetja, ki niso neposredno vključeni v proizvodnjo izdelkov ali storitev. Gre za ključni element pri

ocenjevanju dobičkonosnosti in notranje učinkovitosti podjetja, saj neposredno vplivajo na operativni dobiček in s tem na denarne tokove, ki jih podjetje ustvarja. Ti stroški zajemajo širok spekter izdatkov, ki jih lahko v grobem razdelimo na tri glavne skupine (Brealey in drugi, 2019):

- Prva skupina so prodajni in trženjski stroški, kamor spadajo izdatki za oglaševanje, promocijske kampanje, prodajne provizije in distribucija izdelkov oziroma storitev. Ti stroški so pomembni pri oceni sposobnosti podjetja, da svoje produkte učinkovito predstavi in dostavi na trg.
- Druga skupina so splošni in administrativni stroški, kot so plače upravnega osebja in vodstvenih kadrov, stroški najema poslovnih prostorov, informacijsko-tehnološke podpore ter zunanji svetovalni in pravni stroški. Ti stroški predstavljajo osnovno podporno infrastrukturo podjetja in so neizogibni pri njegovem rednem delovanju.
- Tretja skupina so stroški, povezani z raziskavami in razvojem (angl. research and development, v nadaljevanju R&D), ki so še posebej značilni za tehnološka in farmacevtska podjetja. Ti vključujejo vlaganja v inovacije, razvoj novih izdelkov, izboljšave obstoječih rešitev ter testiranja, ki so nujna za ohranjanje konkurenčne prednosti in dolgoročno rast. Pri finančni analizi podjetja je pomembno razumeti razmerje med posameznimi vrstami operativnih stroškov ter njihovo gibanje skozi čas, saj to omogoča vpogled v strategijo rasti, stroškovno disciplino in odzivnost podjetja na tržne spremembe.

Pri analizi operativnih stroškov je pomembno najprej razumeti njihovo naravo, torej ali gre za fiksne ali spremenljive stroške. Spremenljivi stroški se spreminjajo sorazmerno z obsegom poslovanja podjetja, medtem ko fiksni stroški ostajajo relativno nespremenjeni ne glede na obseg prihodkov in predstavljajo stalno finančno breme tudi v obdobjih nižje aktivnosti. Za zanesljivo napovedovanje prihodnjih operativnih stroškov moramo kot analitiki temeljito preučiti njihove zgodovinske trende ter jih primerjati z napovedmi o prihodnjem poslovanju podjetja. Poleg tega analiziramo strukturo in dinamiko teh stroškov pri konkurenčnih podjetjih znotraj iste panoge, saj lahko razlike v stroškovni strukturi pomembno vplivajo na konkurenčnost, prilagodljivost in dolgoročno dobičkonosnost podjetja. Ključen kazalnik, ki povezuje učinkovitost upravljanja z operativnimi stroški in celotno uspešnostjo poslovanja, je EBITDA, oziroma dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki, amortizacijo in odpisi. Izračunamo ga tako, da se od bruto dobička odštejejo operativni stroški, kar omogoča vpogled v operativno sposobnost podjetja, ne da bi bil rezultat popačen z vplivi financiranja ali različnimi računovodskimi metodami obračunavanja amortizacije. EBITDA je zato pomembno orodje tako za notranje upravljanje kot za zunanje analitike, vlagatelje in potencialne kupce podjetja. Dodatno vrednost prinaša izračun EBITDA marže, ki prikazuje, kolikšen delež prihodkov podjetje pretvori v operativni dobiček. Višja EBITDA marža pomeni večjo učinkovitost osnovnega poslovanja, saj kaže, da podjetje ustvari več dobička iz vsake enote prihodka. Razmerje med različnimi vrstami operativnih stroškov in njihova struktura se lahko bistveno razlikujeta glede na panogo, v

kateri podjetje deluje. Na primer farmacevtska ali medicinsko-tehnološka podjetja imajo praviloma izrazito višji delež stroškov, povezanih z R&D, saj vlagajo znatna sredstva v inovacije, klinična testiranja in patentne zaščite. Nasprotno pa maloprodajna podjetja običajno nimajo stroškov R&D, vendar imajo večje prodajne in trženjske izdatke, saj je njihova konkurenčna prednost pogosto povezana s prepoznavnostjo blagovne znamke in dostopnostjo izdelkov. Razumevanje teh razlik je ključno pri analizi finančne stabilnosti podjetja in oceni njegovega potenciala za dolgoročno rast. V povezavi z EBITDA podatki o operativnih stroških omogočajo celovit vpogled v notranje delovanje podjetja ter podpirajo strateške odločitve glede naložb, stroškovne optimizacije in poslovne širitve (Brealey in drugi, 2019).

3.4.3 Amortizacija in deprecijacija

Podjetja pri svojem poslovanju uporabljajo različna osnovna sredstva, kot so stroji, oprema in drugi dolgoročni viri z omejeno življenjsko dobo. Računovodsko načelo časovnega ujemanja prihodkov in stroškov priznava, da se stroški teh sredstev ne odražajo v poslovanju takoj ob nakupu, temveč se njihova zgodovinska vrednost razporeja skozi obdobja, v katerih sredstva prispevajo k ustvarjanju prihodkov. Ta razporeditev stroškov se imenuje deprecijacija, kadar gre za materialna sredstva, kot so stroji in oprema, oziroma amortizacija, kadar gre za nematerialna sredstva, kot so patenti, blagovne znamke in programska oprema. Deprecijacija in amortizacija se na izkazu poslovnega izida podjetja pojavljata kot strošek, vendar ne predstavljata neposrednega odtoka denarja. Dejanski denarni odliv se zgodi že v trenutku, ko podjetje pridobi osnovna sredstva. Pri ocenjevanju prostih denarnih tokov se ti odlivi odražajo skozi kapitalske izdatke. Na to temo se bom osredotočil v točki 3.4.5 z naslovom Kapitalski izdatki.

Pri napovedovanju amortizacije in deprecijacije je pomembno razumeti njihovo povezavo s preteklimi in prihodnjimi kapitalskimi izdatki. Deprecijacija temelji na zgodovinskih naložbah v osnovna sredstva in jo je treba modelirati v skladu s pričakovano rastjo naložb v prihodnosti. Amortizacija pa se nanaša predvsem na dobro ime in druge nematerialne vrednosti, ki običajno nastanejo ob prevzemih in združitvah podjetij. Če podjetje v preteklosti ni opravilo prevzema, v prostih denarnih tokovih amortizacija ne bo upoštevana. Čeprav amortizacija in deprecijacija nista dejanska denarna odliva, imata neposreden vpliv na čisti dobiček podjetja in s tem tudi na višino plačanih davkov, ki so dejanski denarni odlivi. Zato je pravilna ocena prihodnjih stroškov amortizacije in deprecijacije ključnega pomena za natančno napovedovanje denarnih tokov in posledično vrednotenje podjetja (Brealey in drugi, 2019).

3.4.4 Izid iz poslovanja

Izid iz poslovanja, znan tudi kot dobiček pred obrestmi in davki (angl. earnings before interest and taxes, v nadaljevanju EBIT), predstavlja ključni kazalnik dobičkonosnosti

podjetja. EBIT se izračuna kot bruto dobiček, zmanjšan za operativne stroške ter stroške amortizacije in deprecijacije. Ta kazalnik prikazuje dejansko sposobnost podjetja ustvarjati dobiček iz osnovnega poslovanja, ne da bi upoštevali vpliv finančne strukture (obresti) in davčnih obveznosti. Marža iz rednega poslovanja, ki prikazuje razmerje med EBIT in prihodki, je pomembna za analizo operativne učinkovitosti podjetja. Višja marža pomeni, da podjetje učinkovito upravlja stroške in ustvarja večji dobiček iz osnovnih poslovnih dejavnosti. EBIT je pogosto uporabljen pri vrednotenju podjetij, saj omogoča primerjavo dobičkonosnosti med različnimi podjetji, ne glede na njihove finančne obveznosti in davčno strukturo (Brealey in drugi, 2019).

3.4.5 Kapitalski izdatki

Kapitalski izdatki predstavljajo naložbe podjetja v dolgoročna sredstva, kot so stroji, oprema, nepremičnine in druge infrastrukturne naložbe, ki so potrebne za vzpostavitev, vzdrževanje in rast poslovanja. Ta začetna vlaganja so pogosto obsežna in nujna za delovanje podjetja, pri čemer mora podjetje skozi čas nenehno investirati, da ohranja konkurenčnost in podpira nadaljnjo rast. Pri ocenjevanju prostih denarnih tokov je pomembno upoštevati, da se vsi kapitalski izdatki v obdobju projekcij odštejejo od denarnih tokov (Penman in Pope, 2025).

Vodstva podjetij običajno podajo lastne ocene pričakovanih kapitalskih izdatkov za prihodnja obdobja, vendar moramo te ocene kritično ovrednotiti z upoštevanjem več ključnih dejavnikov. Eden izmed najpomembnejših je starost in stanje obstoječih sredstev, saj starejša sredstva običajno zahtevajo večjo stopnjo zamenjave in s tem višje kapitalske naložbe. Pomemben dejavnik so tudi dodatne potrebe po sredstvih za podporo rasti podjetja. Če podjetje načrtuje širitev, bo moralo vlagati v novo infrastrukturo, kar pomeni visoke kapitalske izdatke (angl. capital expenditure, v nadaljevanju CAPEX). Poleg tega na višino potrebnih naložb vplivajo tudi pričakovanja glede inflacije in rasti stroškov nadomestitve sredstev. Ključno je tudi, da so napovedani kapitalski izdatki smiselno usklajeni s pričakovano rastjo prihodkov. Če podjetje napoveduje večjo rast prodaje, mora to spremljati tudi ustrezna naložbena podpora. V osnovi je minimalni CAPEX, potreben za ohranjanje obstoječega poslovanja, enak strošku zamenjave sredstev, ki se amortizirajo, deljenemu s povprečno življenjsko dobo teh sredstev. Kapitalski izdatki pa niso linearni skozi čas, temveč so izrazito ciklični. Podjetja pogosto prehajajo skozi obdobja intenzivnih vlaganj, na primer ob zagonu nove proizvodne linije, ki mu sledijo obdobja nižjih naložb. Zaradi te cikličnosti je pri napovedovanju kapitalskih izdatkov priporočljivo uporabiti normalizirane projekcije. Če natančne napovedi vodstva niso na voljo, lahko uporabimo eno od dveh uveljavljenih metod (Penman in Pope, 2025):

- Prva možnost predstavlja povprečje kapitalskih izdatkov skozi daljše časovno obdobje, navadno štirih do petih let, saj tako pridobimo bolj uravnoteženo oceno, ki zmanjšuje vpliv izjemnih enkratnih vlaganj.

- Druga možnost predstavlja uporabo panožnih povprečij, kar je še posebej koristno pri podjetjih brez dolge zgodovine ali ob pomembnih spremembah poslovne strukture. V takšnih primerih se CAPEX pogosto izraža kot odstotek prihodkov, celotnih sredstev ali amortizacije, s čimer se omogoča primerljivost z drugimi podjetji v panogi. Ena izmed pogostejše uporabljenih metrik je razmerje med CAPEX in amortizacijo, ki prikazuje, v kolikšni meri podjetje vlaga v primerjavi z vrednostjo sredstev, ki se amortizirajo. Tak pristop omogoča natančnejšo in primerljivejšo oceno naložbenega vedenja podjetja skozi čas.

3.4.6 Obratni kapital

Pri ocenjevanju prihodnjih denarnih tokov podjetja je nujno upoštevati tudi obratni kapital (angl. working capital) in njegove inkrementalne zahteve, saj spremembe v obratnem kapitalu neposredno vplivajo na razpoložljivost prostih denarnih sredstev. Obratni kapital vključuje postavke, kot so zaloge, poslovne terjatve in obveznosti do dobaviteljev in predstavlja denar, vezan v vsakodnevnem poslovanju. Ob rasti podjetja se praviloma poveča tudi potreba po dodatnem obratnem kapitalu, saj večja prodaja zahteva več zalog in povečuje terjatve do kupcev. To pomeni, da se del denarnih sredstev zadrži v poslovnem ciklu in ni na voljo za druge namene, kot so investicije, odplačilo dolga ali izplačilo dividend. Posledično povečanje obratnega kapitala zmanjšuje prosti denarni tok, saj podjetje vlaga več sredstev v kratkoročne obratne postavke. Nasprotno pa zmanjšanje obratnega kapitala povečuje prosti denarni tok, saj se sredstva, ki so bila prej vezana v zalogah ali terjativah, sprostijo in postanejo ponovno razpoložljiva za druge poslovne aktivnosti. Zaradi tega je natančna projekcija gibanja obratnega kapitala ključna pri vsakem modeliranju prihodnjih denarnih tokov, še posebej v okoljih s hitro rastjo, sezonskimi nihanji ali spremembami v poslovnem modelu podjetja (Bodie in drugi, 2017).

3.4.7 Izračun obratnega kapitala

Za natančno oceno vpliva obratnega kapitala na denarne tokove se uporablja izračun operativnega obratnega kapitala brez dolga, kjer od kratkoročnih sredstev, zmanjšanih za denar in kratkoročne naložbe, odštejemo kratkoročne obveznosti, zmanjšane za kratkoročni finančni dolg. Pri vrednotenju podjetja je bistvenega pomena dosledna in pravilna obravnava operativnega obratnega kapitala, pri čemer je treba izključiti vse postavke, povezane z dolgom, ne glede na uporabljeno metodo vrednotenja. Analitiki si pri tem prizadevajo najprej določiti normalizirano oziroma povprečno raven obratnega kapitala, ki je značilna za posamezno podjetje in primerljiva podjetja znotraj iste panoge. Neto obratni kapital v bilanci stanja določimo kot razliko med poslovnimi kratkoročnimi sredstvi in poslovnimi kratkoročnimi obveznostmi.

V primerih, ko natančna ocena normaliziranega obratnega kapitala ni izvedljiva, se pogosto iz izračuna začasno izloči vso razpoložljivo gotovino, kar omogoča bolj realističen vpogled

v dejanske potrebe podjetja po obratnih sredstvih. Ključno orodje pri ocenjevanju prihodnjih potreb po obratnem kapitalu je analiza inkrementalnega obratnega kapitala, ki se izračuna kot razlika med vrednostjo obratnega kapitala v tekočem letu in njegovo vrednostjo v preteklem letu. Takšen pristop omogoča vpogled v to, koliko dodatnega obratnega kapitala bo podjetje potrebovalo za podporo prihodnji rasti in rednemu poslovanju. Zaradi naravne nihajnosti obratnega kapitala iz leta v leto je priporočljivo analizirati podatke v daljšem časovnem obdobju, običajno več let, da se identificirajo dolgoročni trendi in opredelijo normalne ravni. To poveča zanesljivost projekcij in omogoča natančnejšo oceno prihodnjih kapitalskih potreb. V podporo tem napovedim je smiselno upoštevati tudi napovedi vodstva podjetja, ki pogosto razpolaga z notranjimi ocenami prihodnjih sprememb v obratnem kapitalu. Poleg agregatne vrednosti obratnega kapitala je koristno analizirati njegove posamezne komponente, predvsem zaloge, terjatve do kupcev in obveznosti do dobaviteljev. Vsaka od teh postavk različen vpliv na likvidnost podjetja in njegove kapitalske zahteve. Dodatno orodje za analizo učinkovitosti upravljanja obratnega kapitala predstavlja razmerje med obratnim kapitalom in prihodki, ki omogoča spremljanje sprememb obratnega kapitala v razmerju do dinamike prodaje. To razmerje služi kot kazalnik, kako učinkovito podjetje upravlja svojo potrebo po kratkoročnem financiranju glede na rast poslovanja.

Pri izračunu obratnega kapitala in njegove učinkovitosti se pogosto uporabljajo tudi operativni kazalniki, kot so dnevi vezave zalog (angl. days inventory outstanding, v nadaljevanju DIO), dnevi vezave terjatev (angl. days sales outstanding, v nadaljevanju DSO) in dnevi vezave obveznosti (angl. days payable outstanding, v nadaljevanju DPO). Kombinacija teh treh kazalnikov tvori kazalnik denarnega cikla (angl. cash conversion cycle, v nadaljevanju CCC), ki prikazuje, koliko dni v povprečju traja, da podjetje iz naložbe v obratna sredstva ponovno ustvari denarni tok. Krajši CCC praviloma pomeni učinkovitejše upravljanje z obratnim kapitalom in boljšo likvidnostno pozicijo. Takšna celostna analiza omogoča, da pri napovedovanju denarnih tokov upoštevamo pravilno kapitalsko ustreznost v modelu vrednotenja podjetja, kar pomembno prispeva k izboljšanju natančnosti ocenjene vrednosti in zanesljivosti finančnih napovedi (Bodie in drugi, 2017).

3.4.8 Prilagoditve – negativni obratni kapital

V nekaterih primerih ima podjetje neto negativni obratni kapital, kar pomeni, da ima več kratkoročnih obveznosti kot kratkoročnih sredstev. To lahko vodi do denarnega pritoka, saj podjetje financira svoje poslovanje z obveznostmi do dobaviteljev in drugimi kratkoročnimi obveznostmi. Nekateri panoge, kot sta trgovinska panoga in letalski prevoz, pogosto delujejo s stalno negativnim obratnim kapitalom. Pri analizi teh podjetij je ključno razumeti panožne prakse in običajne ravni obratnega kapitala, da se izvede ustrezna ocena prihodnjih potreb podjetja (Bodie in drugi, 2017).

3.4.9 Prilagoditve – finančni najemi

Pri vrednotenju podjetij je ena ključnih prilagoditev denarnega toka povezana s finančnimi najemi. V računovodskih izkazih se stroški finančnih najemov običajno vključujejo med poslovne stroške pri izračunu poslovnega dobička. Vendar pa je z vidika ekonomske vsebine ustrezneje te stroške obravnavati kot finančne, saj finančni najemi dejansko predstavljajo obliko financiranja sredstev podjetja. Zato je pri vrednotenju podjetja treba prilagoditi tako zaslužke kot kapital. Prvi korak je določitev dolžniške vrednosti finančnih najemov, ki jo izračunamo kot sedanjo vrednost vseh pogodbenih obveznosti iz naslova finančnih najemov. Ko te najeme pripoznamo kot dolg, hkrati ustvarimo ustrezno sredstvo v enaki vrednosti, ki ga nato amortiziramo. Takšen pristop omogoča bolj realno oceno zadolženosti podjetja ter preprečuje precenjevanje poslovnih stroškov in posledično poslovnega dobička. Pri prilagoditvi poslovnega dobička je treba stroške finančnih najemov prišteti in hkrati odšteti amortizacijo sredstev, povezanih s temi najemi. Ena od poenostavljenih metod za izračun prilagojenega poslovnega dobička je dodajanje produkta predobrestnega stroška dolga in sedanje vrednosti finančnih najemov k obstoječemu poslovnemu dobičku. Takšen pristop omogoča boljšo primerljivost med podjetji, ki uporabljajo različne oblike financiranja sredstev, ter zagotavlja natančnejše vrednotenje podjetja (Conine in Tamarkin, 1985).

3.4.10 Prilagoditve – raziskave in razvoj

Pri vrednotenju podjetja je poleg finančnih najemov pomembna tudi prilagoditev denarnega toka, povezana z raziskavami in razvojem. Računovodski standardi sicer določajo, da se stroški R&D obravnavajo kot poslovni stroški, čeprav so usmerjeni v ustvarjanje prihodnje rasti podjetja. Smiselneje jih je obravnavati kot kapitalske odhodke, saj prispevajo k dolgoročni vrednosti podjetja. Za kapitalizacijo R&D je najprej treba določiti ustrezno amortizacijsko dobo teh naložb, ki običajno traja od 2 do 10 let, odvisno od narave raziskav in značilnosti industrije. Nato je treba zbrati vse zgodovinske stroške R&D za obdobje, ki ustreza tej amortizacijski dobi. Neamortizirana vrednost R&D se nato izračuna z dodajanjem ustreznih deležev stroškov iz preteklih let glede na preostalo amortizacijsko dobo. Na primer, če znaša amortizacijska doba pet let, se vrednost raziskovalnega sredstva določi tako, da se prišteje $\frac{1}{5}$ stroškov R&D izpred petih let, $\frac{2}{5}$ stroškov izpred štirih let itd. Kapitalizacija R&D omogoča boljšo primerljivost med podjetji, zlasti v panogah, kjer so raziskave in razvoj ključnega pomena za rast in ohranjanje konkurenčne prednosti. Takšna prilagoditev finančnih izkazov zagotavlja, da se dolgoročne naložbe v inovacije in razvoj ne prikažejo kot trenutni stroški, temveč kot sredstva, ki prispevajo k prihodnjim donosom podjetja (Harmon, 2024).

3.5 Preostala vrednost

Kotirano podjetje ima v teoriji neomejeno življenjsko dobo, kar pomeni, da je njegova vrednost enaka sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov za nedoločen čas. Ker pa

denarnih tokov ni mogoče zanesljivo napovedovati v neskončnost, analitiki običajno ocenijo denarne tokove za omejeno obdobje rasti, preostanek življenjske dobe podjetja pa zajamejo z izračunom terminalne vrednosti. Terminalna vrednost se izračuna le za podjetja, pri katerih predpostavljamo nadaljnje poslovanje, in predstavlja vrednost podjetja po koncu eksplicitnega obdobja napovedi, ki običajno traja od pet do deset let. Ker sedanja vrednost terminalne vrednosti pogosto predstavlja znaten delež skupne ocenjene vrednosti podjetja v okviru metode DCF, je ključnega pomena, da so vse predpostavke in izračuni tega dela analize izvedeni natančno in preiščljeno. Prehod iz obdobja intenzivne rasti v obdobje stabilne rasti zahteva prilagoditve v strukturi napovedanih tokov, zlasti glede amortizacije, kapitalskih izdatkov, sprememb obratnega kapitala in davčnih učinkov. Pri določanju terminalne vrednosti ločimo tri pristope (Harmon, 2024):

- Likvidacijska vrednost, ki je primerna predvsem za podjetja z ločljivimi sredstvi jasne tržne vrednosti.
- Uporaba vrednostnih mnogokratnikov (npr. EV/EBITDA), ki omogoča hitro oceno, vendar temelji na relativnem vrednotenju, zato vključuje tveganja, povezana s primerjalnimi podjetji.
- Model stabilne rasti (angl. perpetuity growth model), ki je najpogostejše uporabljen in tehnično najzahtevnejši. Ta predpostavlja, da bo podjetje po koncu obdobja eksplicitnih napovedi raslo po konstantni stopnji v nedogled. Uporaba modela zahteva natančno določitev prehoda v stabilno fazo, realno oceno dolgoročne rasti in predpostavke o vzdržnosti presežnih donosov.

V svoji magistrski nalogi se bom osredotočil izključno na model stabilne rasti, saj ta omogoča najbolj utemeljeno in poglobljeno analizo dolgoročne sposobnosti ustvarjanja vrednosti ter natančno oceno pričakovanih prihodnjih denarnih tokov podjetja.

3.5.1 Izračun preostale vrednosti

Pri izračunu preostale vrednosti oz. terminalne vrednosti podjetja na podlagi modela stabilne rasti, kjer denarni tokovi rastejo po stalni stopnji v neskončnost, lahko sedanjo vrednost teh tokov izrazimo z ustrezno enačbo (3)

$$\text{Terminalna vrednost} = \frac{\text{pričakovani denarni tok v naslednjem obdobju}}{r-g} \quad (3)$$

kjer:

- (r) predstavlja diskontno stopnjo (strošek kapitala ali strošek lastniškega kapitala),
- (g) pa pričakovano stopnjo rasti.

Stalna stopnja rasti (imenovana tudi stabilna stopnja rasti) ne sme presegati stopnje rasti gospodarstva, v katerem podjetje posluje. Čeprav lahko podjetja v določenih obdobjih dosegajo nadpovprečno rast, se dolgoročno njihova rast neizogibno približa stabilni stopnji,

kar omogoča bolj realen izračun dolgoročne vrednosti podjetja. Pri uporabi tega modela je bistveno, da upoštevamo omejitve trajnostne rasti v okviru širših makroekonomskih pogojev. Stabilna stopnja rasti je lahko tudi negativna, kar pomeni, da se bo vrednost podjetja sčasoma zmanjševala, vse do morebitnega izginotja s trga. Če vrednotenje temelji na nominalnih denarnih tokovih in nominalni diskontni stopnji, mora biti tudi stopnja rasti izražena v nominalnih vrednostih in usklajena z valuto, v kateri poteka vrednotenje. Preprosta ocena nominalne stopnje rasti gospodarstva je lahko brez tveganja (angl. risk-free rate), sestavljena iz pričakovane inflacije in pričakovane realne obrestne mere. Nominalno stopnjo rasti gospodarstva tako opredelimo kot seštevek pričakovane inflacije in pričakovane realne rasti (Almeida in drugi, 2012).

3.5.2 Presežni donosi v terminalnem obdobju

Pri vrednotenju podjetja predstavlja terminalna vrednost eno izmed ključnih komponent, zlasti v kontekstu modela stalne rasti. Čeprav se pogosto domneva, da je terminalna vrednost neposredno odvisna od stopnje stalne rasti, je v resnici ta predvsem funkcija pričakovanih presežnih donosov, ki jih podjetje ustvari v obdobju stalne rasti. Ključno povezavo med stalno rastjo in terminalno vrednostjo predstavlja stopnja ponovnih naložb, ki je odvisna od donosnosti kapitala (angl. return on capital, v nadaljevanju ROC). Stopnja ponovnih naložb v obdobju stalne rasti se izračuna kot razmerje med stalno stopnjo rasti in donosnostjo kapitala. Na podlagi tega se lahko terminalna vrednost izrazi z uporabo donosnosti kapitala, kot prikazuje spodnja enačba (4),

$$TV = \frac{EBIT_{n+1}(1-t)\left(1-\frac{g}{ROC}\right)}{\text{strošek kapitala} - g} \quad (4)$$

kjer:

- $EBIT_{n+1}$ predstavlja pričakovani poslovni izid v naslednjem obdobju,
- $(1 - t)$ je faktor za prilagoditev davčnim obveznostim, kjer t predstavlja efektivno davčno stopnjo,
- $\left(1 - \frac{g}{ROC}\right)$ označuje delež dobička, ki ostane na voljo za razdelitev med lastnike, kapitala, pri čemer g predstavlja stalno stopnjo rasti, ROC pa donosnost kapitala,
- $(\text{strošek kapitala} - g)$ predstavlja razliko med minimalnim donosom, ki ga zahtevajo vlagatelji za naložbo v podjetje, in stalno stopnjo rasti (g).

Če v analizi predpostavimo, da podjetje v obdobju stalne rasti ustvarja donosnost kapitala enako strošku kapitala, se terminalna vrednost ne bo spreminjala kljub morebitnim spremembam v stopnji stalne rasti. V tem primeru podjetje ne ustvarja presežnih donosov, saj se dodatne naložbe vračajo zgolj v obsegu stroškov kapitala. V primeru, da podjetje v obdobju stalne rasti ustvarja pozitivne presežne donose, se bo terminalna vrednost povečala sorazmerno s povečevanjem stalne stopnje rasti. Nasprotno pa negativni presežni donosi vodijo v znižanje terminalne vrednosti. Ta koncept je še posebej pomemben pri vrednotenju

podjetij, ki imajo trajnostno konkurenčno prednost in so sposobna dolgoročno ohranjati donosnost nad stroški kapitala, kar se neposredno odraža v višji vrednosti podjetja (Cheng, 2005).

3.6 Diskontiranje in strošek kapitala

Diskontiranje predstavlja proces preračunavanja prihodnjih denarnih tokov na njihovo sedanjo vrednost. Diskontna mera pri tem ne izraža zgolj časovne vrednosti denarja, temveč vključuje tudi tveganja, povezana s predvidenimi denarnimi tokovi ter prihodnjim poslovanjem ocenjenega sredstva. Pri določanju ustrezne diskontne mere se uporabljajo različne metode, odvisno od vrste vrednotenja in razpoložljivosti podatkov. Med najpogostejše uporabljenimi pristopi so model določanja cen dolgoročnih naložb, tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. weighted average cost of capital, v nadaljevanju WACC), notranja mera donosa (angl. internal rate of return – IRR) in opazovanje oziroma prilagajanje primerljivih tržnih donosnosti (Cosemans in drugi, 2016)

Izbira diskontne mere je ključnega pomena, saj ima neposreden vpliv na končno oceno vrednosti podjetja ali sredstva. WACC predstavlja enega izmed najpogostejše uporabljenih diskontnih parametrov pri vrednotenju podjetij. Izračuna se kot tehtana povprečna cena kapitala, pri čemer se upoštevata tako lastniški kot dolžniški kapital, ob upoštevanju davčnih ščitov, ki izhajajo iz obrestno nosilnega dolga. Pri določitvi ustrezne diskontne mere je treba upoštevati več dejavnikov, med katerimi so vrsta ocenjenega sredstva, tržno implicitne mere donosa, geografsko območje poslovanja ter vrsta uporabljenega denarnega toka. Poleg tega mora biti diskontna mera oblikovana z vidika tržnega udeleženca (angl. market participant), saj tak pristop bolje odraža realna pričakovanja in tveganja, povezana s prihodnjimi denarnimi tokovi, kot to nakazuje tabela 5 (Damodaran, 2008).

Tabela 2: Primer izračuna diskontne stopnje

Donosnost 10-letne državne obveznice	4,6%
(-) Premija za tveganje neplačila države (CDS)	0,5%
(=) Netvegana stopnja donosa	4,1%
Beta z zadolženostjo (beta lastniškega kapitala)	1,18
Premija za kapitalsko tveganje (ERP)	5,0%
Premija za velikost podjetja	0,5%
Dodatek premiji za deželno tveganje	0,3%
Premija za specifično tveganje podjetja (CSRP)	1,5%
Cena lastniškega kapitala (CoE)	12,6%
Cena dolga pred obdavčitvijo	4,2%
Povprečna davčna stopnja	30,0%
Cena dolga po obdavčitvi (CoD)	2,9%
Delež lastniškega kapitala	54,6%
Delež finančnih obveznosti	45,4%
Povprečni tehtani strošek kapitala (WACC)	8,2%

Vir: Lastno delo.

3.7 Primerjalne metode vrednotenja

Primerjalna metoda vrednotenja, znana tudi kot tržna metoda, temelji na primerjavi ocenjenega sredstva s podobnimi sredstvi, za katera so na voljo tržni podatki o cenah. Ta pristop omogoča določitev vrednosti na podlagi dejanskih tržnih transakcij in opažanj, kar lahko prispeva k realni in preverljivi oceni vrednosti. Metoda je posebej uporabna v primerih, ko so na voljo nedavne prodaje primerljivih sredstev ali kadar se ocenjevano sredstvo redno trguje na organiziranih trgih. Pri uporabi primerjalne metode je nujno upoštevati morebitne razlike med transakcijami, kot so specifične značilnosti sredstva, razlika v stopnji likvidnosti trga ter drugi tržni pogoji, ki lahko pomembno vplivajo na oceno vrednosti. Tržne primerjave so najprimernejše v okoliščinah, ko je bilo ocenjevano sredstvo pred kratkim predmet primerljive prodaje, kadar obstajajo javno dostopni podatki o trgovanju primerljivih sredstev ali kadar so na voljo pogoste in nedavne tržne transakcije. V primerih, ko neposredno primerljivih podatkov ni mogoče zagotoviti, je treba primerjalni metodi pripisati ustrezno težo in rezultate ustrezno prilagoditi drugim relevantnim okoliščinam. Ocenjevalci morajo biti pri interpretaciji tržnih podatkov posebej previdni, saj je njihova zanesljivost lahko omejena zaradi nepopolne javne dostopnosti informacij, subjektivnih prilagoditev ali posebnih tržnih pogojev, ki niso nujno reprezentativni za širši trg. Raznolikost sredstev pogosto onemogoča neposredno uporabo transakcij z identičnimi ali zelo podobnimi sredstvi. Kljub temu je priporočljivo, da se tudi pri drugih metodah vrednotenja upoštevajo razpoložljivi tržni podatki, kot so tržni mnogokratniki in kazalniki, ki temeljijo na pričakovanih donosih. V primerih, ko so na voljo podatki o primerljivih transakcijah, mora ocenjevalec izvesti poglobljeno analizo podobnosti in razlik med sredstvi glede na kakovostne in količinske značilnosti. Prilagoditve teh podatkov morajo biti ustrezno utemeljene in transparentno dokumentirane, saj neposredno vplivajo na končno oceno vrednosti. Pri uporabi primerjalne metode so pogosto v uporabi mnogokratniki, izračunani na podlagi primerljivih transakcij. Izbira ustreznega mnogokratnika zahteva skrbno presojo, pri kateri je treba upoštevati vse ključne dejavnike, ki vplivajo na zanesljivost končne ocene, vključno s stopnjo primerljivosti sredstev, kakovostjo tržnih podatkov ter posebnimi pogoji, pod katerimi so bili posli izvedeni (Damodaran, 2008).

3.7.1 Metoda primerljivih poslov

Metoda primerljivih poslov temelji na uporabi podatkov o preteklih transakcijah s sredstvi, ki so enaka ali primerljiva z ocenjevano enoto, ter na njihovi podlagi določa ocenjeno vrednost. Gre za pristop, ki je posebej uporaben v primerih, ko je na voljo dovolj podatkov o nedavnih transakcijah, ki verodostojno odražajo aktualne tržne razmere in omogočajo neposredno primerjavo. Kadar obstaja več relevantnih primerljivih poslov, lahko ocenjevalec na podlagi analize teh transakcij oblikuje utemeljeno oceno tržne vrednosti sredstva. Zaradi osredotočenosti na dejanske zgodovinske primere se ta pristop pogosto imenuje tudi metoda preteklih transakcij. Ključno je, da se podatki o primerljivih poslih kritično presodijo glede na njihovo kakovost in ustreznost. Uporabljene transakcije morajo

biti izvedene pod običajnimi tržnimi pogoji, med nepovezanimi strankami in v tržnem okolju, ki ni izkrivljeno zaradi posebnih okoliščin. Če primerljivih transakcij ni dovolj ali niso povsem primerljive, je treba metodo dopolniti tudi z drugimi pristopi in ustreznimi prilagoditvami, ki omogočajo bolj točno oceno vrednosti.

Metoda primerljivih poslov je razširjena pri vrednotenju nepremičnin, podjetij in finančnih instrumentov. Pri tem se pogosto uporabljajo različni vrednostni mnogokratniki, kot so mnogokratnik prihodkov, mnogokratnik EBITDA ter kazalniki, povezani z donosnostjo kapitala. Prednost tega pristopa je v tem, da temelji na dejanskih tržnih podatkih, kar ob upoštevanju vseh pomembnih dejavnikov omogoča realno, preverljivo in tržno utemeljeno oceno vrednosti. Postopek uporabe metode vključuje več zaporednih korakov. Najprej je treba določiti primerjalne enote, ki jih običajno uporabljajo udeleženci na ciljnim trgu. Nato se identificirajo ustrezni primerljivi posli ter iz njih pridobi ključne metrike. Sledi temeljita analiza podobnosti in razlik med primerljivimi sredstvi in ocenjevano enoto. Na podlagi identificiranih razlik se izvede prilagoditev uporabljenih mnogokratnikov.

Za pravilno uporabo metode je bistvena tudi časovna relevantnost transakcij. Sodobnejši posli, ki so časovno bližje datumu ocenjevanja, praviloma zagotavljajo višjo stopnjo primerljivosti. Nasprotno pa starejše transakcije ali posli, izvedeni na manj likvidnih trgih, lahko vodijo do izkrivljenih ocen. Posebno pozornost je treba nameniti tudi skladnosti transakcij z računovodskimi standardi, predvsem z Mednarodnim standardom računovodskega poročanja MSRP 16 (najemi), saj kombinacija podatkov iz transakcij, v katerih je bil standard upoštevan, z drugimi, kjer ni bil, lahko povzroči metodološko neprimerljivost. Ocenjevalec mora zagotoviti, da so uporabljeni podatki o transakcijah zanesljivi, preverljivi in pridobljeni iz zaupanja vrednih virov. Dejanske tržne transakcije predstavljajo najmočnejši dokazni material pri ocenjevanju vrednosti, saj omogočajo neposreden vpogled v vedenje tržnih udeležencev in razmere na trgu v trenutku sklenitve posla. S skrbno analizo, ustreznimi prilagoditvami in celostnim razumevanjem vseh ključnih dejavnikov lahko metoda primerljivih poslov zagotovi objektivno, zanesljivo in tržno relevantno oceno vrednosti obravnavanega sredstva. V tabeli 6 prikazujemo praktičen primer izračuna vrednostnih mnogokratnikov na podlagi metodologije primerljivih transakcij. (Damodaran, 2012).

Tabela 3: Primer izračuna mnogokratnikov z metodo primerljivih transakcij

M&A TRANSACTION COMPARABLES (GTC)													
% sought	Buyer	Target	Target Country	Announce Date	Close Date	Transaction Value	Target LTM		Implied EV	Multiples		Adjustments	
							Revenue	EBITDA		EV/EBITDA	EV/Rev.	Country risk	Size risk
85%	Compagnie des Alpes	Mer Montagne Vacances	France	jun-22	okt-22	NA	75,0	25,2	173	6,8x	2,3x	1%	3%
100%	Braemar Hotels & Res.	The Ritz-Carlton, Lake	United States	nov-18	jan-19	106,1	NA	7,3	98	13,4x	NA	0%	3%
100%	Aspen Skiing Company	Intrawest Resorts Hold	United States	apr-17	jul-17	1446,9	557,4	124,5	1269	10,2x	2,3x	0%	1%
100%	Vail Resorts, Inc.	Whistler Blackcomb H	Canada	avg-16	okt-16	1111,8	214,5	81,3	1106	13,6x	5,2x	0%	1%
100%	Vail Holdings, Inc.	Peak Resorts, Inc.	United States	jul-19	sep-19	457,9	170,9	46,1	430	9,3x	2,5x	0%	3%
Median						784,9	192,7	46,1	430	10,2x	2,4x		
Average						780,7	254,4	56,9	615	10,7x	3,1x		

Vir: Lastno delo na podlagi Damodaran (2008).

3.7.2 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo (angl. guideline public companies – GPC), temelji na uporabi podatkov o podjetjih, katerih delnice kotirajo na kapitalskih trgih in ki so po svojih značilnostih primerljiva z ocenjevanim podjetjem. Ta pristop omogoča oceno vrednosti podjetja na podlagi tržnih kazalnikov, saj so za javno kotirana podjetja praviloma na voljo podrobni, verodostojni in redno posodobljeni podatki o gibanju cen delnic, poslovnih rezultatih ter drugih finančnih in operativnih kazalnikih. Metoda je po svoji osnovni zasnovi podobna metodi primerljivih poslov, vendar se od nje razlikuje predvsem v tem, da vključuje podjetja, ki delujejo v reguliranem in transparentnem okolju javnih kapitalskih trgov. Ključne prednosti te metode vključujejo neposreden dostop do tržne vrednosti na dan ocenjevanja, razpoložljivost finančnih informacij prek borznih poročil ter konsistentno uporabo splošno priznanih računovodskih standardov, kot so MSRP in splošna računovodska načela (angl. generally accepted accounting principles – GAAP). Metoda doseže največjo uporabnost takrat, ko je ocenjevano podjetje po svoji naravi in značilnostih dovolj primerljivo z borzno kotiranimi podjetji, saj to omogoča smiselno uporabo ustreznih tržnih kazalnikov. Pri uporabi metode je bistvenega pomena skrbna izbira primerljivih podjetij ter natančna določitev ustreznih vrednostnih metrik, kot so mnogokratniki prihodkov, EBITDA in čistega dobička. Ocenjevalec mora izvesti temeljito analizo podobnosti in razlik med ocenjenim podjetjem ter izbranimi primerljivimi subjekti. Upoštevati je treba dejavnike, kot so velikost podjetja, panoga, poslovni model, struktura kapitala ter raven poslovnih tveganj. Pomembna je tudi primerljivost geografskega okolja, v katerem podjetja poslujejo, stopnje rasti prihodkov, likvidnost delnic ter višina finančnega vzvoda, saj vsi ti elementi pomembno vplivajo na višino tržnih kazalnikov. Zanesljivost ocene je v veliki meri odvisna od jasne dokumentacije uporabljenih meril in od ustrezne utemeljitve morebitnih subjektivnih prilagoditev. Poleg tega mora ocenjevalec oceniti morebitne razlike v lastniški strukturi, omejitve pri trgovanju ali druge specifične značilnosti, ki lahko vplivajo na rezultat vrednotenja. Metoda primerljivih podjetij se izkaže kot posebej uporabna v primerih, ko obstaja zadostno število borzno kotiranih podjetij, ki so po svoji naravi, strukturi in poslovanju primerljiva z ocenjevano družbo ter kadar so podatki o njihovem poslovanju javno dostopni in zanesljivi. Praktičen prikaz izračuna izbranih mnogokratnikov na podlagi primerljivih javnih podjetij povzemamo v tabeli 7 (Pinto, 2017).

Tabela 4: Primer izračuna mnogokratnikov z metodo primerljivih javnih podjetij

Ticker	Company name	TEV				Total Revenue				EBITDA				MULTIPLES			
		TEV		Total Revenue		EBITDA		TEV / Revenue		TEV / EBITDA		TEV / Revenue		TEV / EBITDA		TEV / Revenue	
		IFRS 16 adjusted	Reported	IFRS 16 adjusted	Reported	IFRS 16 adjusted	Reported	IFRS 16 adjusted	Reported	IFRS 16 adjusted	Reported	IFRS 16 adjusted	Reported	IFRS 16 adjusted	Reported	IFRS 16 adjusted	Reported
LSE:SH	SG plc	354	746	3.158	3.158	(37)	44	0,1x	0,2x	(9,6x)	17,1x	0,1x	0,2x	(9,6x)	17,1x	0,1x	0,2x
LSE:TRK	Travis Perkins plc	1.921	2.713	5.571	5.571	152	269	0,3x	0,5x	12,6x	10,1x	0,3x	0,5x	12,6x	10,1x	0,3x	0,5x
LSE:GFTU	Grafton Group plc	1.556	2.044	2.760	2.760	178	262	0,6x	0,7x	8,8x	7,8x	0,6x	0,7x	8,8x	7,8x	0,6x	0,7x
CPSE:AOJB	Brødrene A & O Johansen A/S	436	453	728	728	35	41	0,6x	0,6x	12,5x	11,2x	0,6x	0,6x	12,5x	11,2x	0,6x	0,6x
ENXTPA:THEP	Thermador Groupe SA	597	601	506	506	67	69	1,2x	1,2x	9,0x	8,7x	1,2x	1,2x	9,0x	8,7x	1,2x	1,2x
OM:ALLIGO B	Alligo AB (publ)	778	888	817	817	25	61	1,0x	1,1x	31,0x	14,5x	1,0x	1,1x	31,0x	14,5x	1,0x	1,1x
Average		0,6x		0,7x		10,7x		11,6x		10,7x		11,6x		10,7x		11,6x	
Median		0,6x		0,7x		10,7x		11,6x		10,7x		11,6x		10,7x		11,6x	

Vir: Lastno delo na podlagi Damodaran (2024b).

3.8 Diskont zaradi pomanjkanja tržnosti

Tržnost v okviru vrednotenja naložb razumemo kot zmožnost hitre pretvorbe lastniškega deleža v denarna sredstva po presoji vlagatelja. Pratt (2009) tržnost natančneje opredeljuje kot sposobnost prodaje naložbe v kratkem času z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški ter z visoko stopnjo gotovosti glede uresničitve pričakovanega zneska čistega izkupička. Pri tem moramo ločiti med pojmom tržnosti in likvidnosti; medtem ko tržnost označuje hitrost in enostavnost prodaje, likvidnost dodatno implicira ohranitev vrednosti sredstva med samo transakcijo. V svoji analizi ugotavljamo, da ameriški kapitalski trgi predstavljajo najvišjo raven likvidnosti na svetu, saj omogočajo prodajo naložb v nekaj sekundah, medtem ko je krog potencialnih kupcev za deleže v zasebnih podjetjih le neznamenit delež v primerjavi z javnimi trgi. Empirično osnovo za določanje višine diskonta zaradi pomanjkanja tržnosti predstavljajo transakcije z omejenimi delnicami, ki so po vseh lastnostih identične prosto prenosljivim delnicam istega javnega podjetja, razen začasne prepovedi trgovanja na prostem trgu. Te delnice nam omogočajo, da izoliramo vpliv nelikvidnosti in izmerimo razliko v ceni med likvidno in nelikvidno naložbo na isti dan. Pratt (2009) izpostavlja ključen zgodovinski mejnik pri interpretaciji teh študij: do leta 1997 so omejitve trgovanja po pravilu SEC 144 običajno trajale do 24 mesecev, po tem letu pa se je obdobje skrajšalo na eno leto. To skrajšanje obdobja vezave je neposredno vplivalo na znižanje empirično ugotovljenih diskontov v modernejših raziskavah (Pratt, 2009).

Na podlagi analize empiričnih podatkov ugotavljamo, da se diskonti za manjšinske lastniške deleže v zasebnih podjetjih najpogosteje kopičijo v razponu med 35 % in 50 % glede na njihove javno kotirane ustreznike. Čeprav študije omejenih delnic javnih podjetij pogosto kažejo nižje razpone (med 13 % in 25 %), moramo poudariti, da so te omejitve le začasne narave. Ker deleži v zasebnih podjetjih, ki jih obravnavamo v magistrskem delu, morda nikoli ne bodo deležni javnega trga, moramo pri vrednotenju praviloma uporabiti višje diskonte. Poleg same nezmožnosti prodaje na likvidnost negativno vpliva tudi dejstvo, da banke in druge finančne institucije manjšinskih deležev v zasebnih podjetjih običajno ne sprejemajo kot ustrezno zavarovanje za posojila, kar še dodatno zmanjšuje njihovo ekonomsko vrednost za vlagatelja (Fang in drugi, 2009).

4 KRITERIJI IZBORA PRIMERLJIVIH PODJETIJ

Za namene analize vpliva likvidnosti borznega trga na ceno delnice so bila izbrana primerljiva podjetja iz treh različnih panog: farmacevtske, avtomobilske in trgovinske. V vsaki panogi je bil izbran par podjetij, pri čemer je eno podjetje kotirano na visoko likvidni ameriški borzi, drugo pa na manj likvidni evropski borzi. Takšna struktura vzorca je bila izbrana z namenom zagotovitve primerljivosti znotraj posamezne panoge ter omogočanja neposredne ocene vpliva tržne likvidnosti na vrednotenje delnic. Pri tem je bila posebna pozornost namenjena temu, da so osnovne značilnosti podjetij znotraj posameznih parov čim

bolj primerljive, s čimer se minimizira vpliv drugih dejavnikov in poveča zanesljivost ugotovitev glede vpliva likvidnosti borznega trga.

4.1 Metodologija izbora

Izbira podjetij je temeljila na kombinaciji več meril:

- Borzna kotacija: vsako podjetje je kotirano izključno na eni borzi (brez navzkrižnega kotiranja), kar omogoča jasn vpliv likvidnosti posamezne borze.
- Primerljivost: v posameznem paru sta podjetji primerljivi po številu zaposlenih, višini prihodkov, bruto marži, poslovnem modelu in globalni prisotnosti.
- Panoga: vsi trije pari podjetij delujejo v enakih oziroma zelo podobnih segmentih.
- Geografska usmerjenost: vsa podjetja večino prihodkov (90 % ali več) ustvarjajo na razvitih trgih, kar dodatno zmanjšuje vpliv razlik v makroekonomskih razmerah.

Izbrani pari podjetij so:

- Farmacevtska panoga: Viatris Inc. (ZDA) in Krka, d. d. (Slovenija)
- Avtomobilska panoga: General Motors (ZDA) in Mercedes-Benz Group AG (Nemčija)
- Trgovinska panoga: The Kroger Co. (ZDA) in Carrefour SA (Francija)

4.2 Merila za primerjavo podjetij

V empiričnem delu svoje raziskave smo se osredotočili na poglobljeno primerjalno analizo izbranih podjetij, s primarnim namenom preučitve neposrednega vpliva tržne likvidnosti posameznega borznega okolja na končno vrednotenje delnic. Pri določanju vzorca smo uporabili stroga kvantitativna merila, ki so nam omogočila objektivno, dosledno in metodološko utemeljeno oceno podobnosti znotraj posameznih parov. Ključno vodilo je bila zagotovitev čim večje stopnje primerljivosti po njihovih temeljnih poslovnih značilnostih. Verjamem namreč, da je le ob učinkoviti izločitvi zunanjih motenj in operativnih razlik mogoče izolirano analizirati vpliv likvidnosti trga kot samostojne in neodvisne spremenljivke v modelu vrednotenja.

Za zagotovitev čim večje stopnje homogenosti vzorca sem pri izboru upoštevali naslednja ključna merila:

- Število zaposlenih: To merilo smo uporabili kot približek za oceno obsega poslovanja, kompleksnosti organizacijske sestave in širine poslovnih procesov. Usklajenost števila zaposlenih znotraj para zagotavlja, da primerjamo podjetja s podobno operativno močjo.
- Višina in rast prihodkov: Poleg absolutne letne prodaje smo v svojo analizo vključili le tista podjetja, ki so v zadnjem petletnem obdobju izkazovala razmeroma usklajeno stopnjo rasti. S tem sem se izognil vključevanja podjetij v fazi eksponentne rasti ali izrazite stagnacije.

- Poslovna stabilnost (2019–2024): Kontinuiteto poslovanja sem ocenjevali na podlagi analize nihanj v prihodkih in dobičkonosnosti skozi daljše časovno obdobje. Stabilna zgodovina poslovanja v zadnjih šestih letih nam omogoča bolj zanesljivo interpretacijo in zmanjšuje vpliv enkratnih poslovnih dogodkov.
- Bruto marže in cenovna moč: Ker bruto marže neposredno odražajo učinkovitost upravljanja neposrednih stroškov in konkurenčni položaj na trgu, sem v analizo vključili podjetja s primerljivimi maržami. Bistvena odstopanja bi namreč lahko nakazovala na različen profil tveganja ali razlike v poslovnem modelu.

Na podlagi določenih parametrov sem oblikovali tri pare podjetij. V vsakem posameznem paru je eno podjetje uvrščeno na visoko likvidno ameriško borzo, drugo pa na manj likvidno evropsko borzo. Takšna zasnova vzorca nam omogoča, da v največji možni meri nevtraliziramo vpliv notranjih poslovnih razlik in analitični fokus v celoti usmerimo na osrednji predmet raziskave – kako tržna likvidnost generira razlike v tržnem vrednotenju delnic.

5 PODATKOVNI VIRI IN METODOLOGIJA RAZISKOVANJA

Za izvedbo raziskave so bili uporabljeni zanesljivi in uveljavljeni viri podatkov, ki omogočajo natančno in strokovno obravnavo izbranih podjetij. Robustnost rezultatov je bila zagotovljena z uporabo kombinacije primarnih in sekundarnih virov ter ustreznih metod obdelave podatkov.

5.1 Opis podatkovnih baz

Glavni vir primarnih podatkov so predstavljala uradna letna poročila podjetij za obdobje 2019–2024, ki so omogočila zbiranje zgodovinskih računovodskih informacij. Kot ključni sekundarni vir je bila uporabljena podatkovna baza Capital IQ (S&P Global Market Intelligence, komercialna baza finančnih in tržnih podatkov), ki je zagotavljala standardizirane finančne podatke, primerjalne analize ter projekcije poslovanja. Capital IQ je omogočala dostop do konsolidiranih ocen svetovnih analitikov in investicijskih bank, na podlagi katerih so bile pripravljene napovedi prihodkov, gibanja bruto marž in drugih pomembnih kazalnikov za obdobje 2025–2028. Ti napovedani podatki so predstavljali vhodne podatke v DCF modele.

6 EMPIRIČNA ANALIZA

Postopek zbiranja podatkov sem izvedel dvofazno, kar mi je zagotovilo visoko stopnjo zanesljivosti in celovitosti nabora informacij. V prvi fazi sem opravil ročni pregled revidiranih letnih poročil izbranih podjetij, v drugi fazi pa sem uporabil zmogljivosti profesionalne finančne podatkovne baze Capital IQ, s katero sem nabor podatkov

avtomatiziral in standardiziral. Vso nadaljnjo obdelavo, čiščenje in analizo podatkov sem izvedel v okolju Microsoft Excel, ki sem ga uporabil kot osrednje orodje za finančno modeliranje in kvantitativno obdelavo.

V tem okolju sem zasnoval modele za vrednotenje podjetij, ki so obsegali:

- izračun ključnih kazalnikov poslovanja,
- pripravo vizualnih grafičnih prikazov za boljšo interpretacijo podatkov,
- izvedbo primerjalne analize med vnaprej določenimi pari podjetij.

Svojo analizo sem oprl na zgodovinske trende zadnjih šestih let (2019–2024), na podlagi katerih sem izdelal napovedi poslovanja za prihodnje štiriletno obdobje (2025–2028). Izračun preostale oziroma terminalne vrednosti sem utemeljil na podatkih iz zadnjega leta napovedi, torej leta 2028. Pri vseh postopkih sem dosledno sledil uveljavljenim metodološkim smernicam iz literature o vrednotenju podjetij, hkrati pa sem pazil, da so vsi izračuni temeljili na objektivno preverljivih dejstvih. Takšen celovit pristop mi je omogočil, da sem poglobljeno in sistematično analiziral vpliv likvidnosti borznega trga na oblikovanje tržne vrednosti podjetij v različnih panogah.

6.1 Predstavitev izbranih podjetij

Vsebinski pregled in podrobno razumevanje poslovanja podjetja predstavljata temelj vsake analize vrednotenja. Brez natančne seznanitve z značilnostmi poslovnega modela, strukturo prihodkov, stroškovnimi značilnostmi ter finančno dinamiko podjetja ni mogoče oblikovati zanesljivih zaključkov o njegovi vrednosti. Zato je bila prva faza raziskave usmerjena v zbiranje podatkov iz preverjenih in uveljavljenih virov, ki zagotavljajo visoko raven zanesljivosti in primerljivosti. Glavna vira sta bila uradna letna poročila podjetij za obdobje 2019–2024, ki so omogočila zbiranje zgodovinskih računovodskih podatkov, ter podatkovna baza Capital IQ (S&P Global Market Intelligence, komercialna baza finančnih in tržnih podatkov). Letna poročila so služila kot neposreden vir primarnih podatkov o poslovanju, medtem ko je Capital IQ omogočala dostop do standardiziranih finančnih informacij, primerjalnih analiz in analitičnih ocen. Na ta način je bilo mogoče združiti kvalitativni vpogled v poslovanje podjetij z objektivnimi kvantitativnimi kazalniki, kar je zagotovilo trdno osnovo za nadaljnje vrednotenje.

6.1.1 Prvi par: farmacevtska panoga

Viatis Inc. je globalno farmacevtsko podjetje s sedežem v Canonsburgu v ameriški zvezni državi Pensilvanija. Ustanovljeno je bilo leta 1961, svojo sedanjo obliko pa je pridobilo leta 2020 z združitvijo podjetij Mylan in Upjohn, nekdanje enote družbe Pfizer. Z več kot 32.000 zaposlenimi in prisotnostjo na več kot 165 trgih po svetu sodi med največje globalne proizvajalce generičnih in kompleksnih zdravil. Podjetje v svojem portfelju ponuja več kot

1.400 odobrenih farmacevtskih izdelkov in letno oskrbi približno eno milijardo bolnikov. Poslovanje Viatrisa je organizirano po štirih glavnih geografskih območjih. Prvo območje predstavljajo razviti trgi, ki vključujejo ZDA in Evropo. Drugo je območje Velike Kitajske, tretje regija, ki vključuje Japonsko, Avstralijo in Novo Zelandijo, četrto pa trgi v razvoju, kamor sodijo Azija, Latinska Amerika, Afrika, Bližnji vzhod in Vzhodna Evropa. Terapevtska področja, ki jih podjetje zajema, vključujejo bolezni srca in ožilja, onkološka obolenja, infekcijske bolezni, bolezni dihal ter bolezni osrednjega živčnega sistema. Viatris svoje izdelke distribuira prek različnih kanalov, med drugim na trgih z zdravili na recept, preko javnih razpisov, v okviru substitucijskih programov ter s pomočjo komercialne distribucije. Ta raznolika struktura omogoča visoko prilagodljivost lokalnim zdravstvenim sistemom. Strategija podjetja temelji na treh osrednjih stebrih, in sicer dostopu, partnerstvu in vodenju. Viatris si aktivno prizadeva za razširitev dostopa do kakovostnih zdravil, sodeluje z vladnimi in nevladnimi organizacijami ter z drugimi farmacevtskimi akterji, pri tem pa razvija trajnostne rešitve v zdravstvenem sektorju. Eden izmed ključnih strateških projektov podjetja je pobuda Global Healthcare Gateway, s katero Viatris odpira svojo globalno infrastrukturo za oblikovanje novih partnerstev in širitev portfelja izdelkov. V zadnjih letih je podjetje izvedlo več strateških odprodaj, med drugim segmenta brezreceptnih izdelkov in proizvodnje aktivnih farmacevtskih sestavin. S temi potezami se Viatris osredotoča na razvoj kompleksnejših in inovativnejših farmacevtskih izdelkov (Capital IQ, 2025).

Krka, d. d. je generično farmacevtsko podjetje s sedežem v Novem mestu, ustanovljeno leta 1954. Podjetje zaposluje več kot 11.300 ljudi in je prisotno v številnih državah Evrope ter na drugih mednarodnih trgih. Pokriva širok spekter terapevtskih področij, med katerimi izstopajo bolezni srca in ožilja, bolezni prebavil, obolenja osrednjega živčnega sistema, infekcijske bolezni ter onkološke bolezni. Poleg zdravil na recept Krka proizvaja tudi izdelke brez recepta, ki vključujejo zdravila za kašelj in prehlad, analgetike, vitaminske in mineralne dodatke ter pripravke za izboljšanje prebave in prekrvavitve. Na področju veterinarske medicine ponuja podjetje protibolečinska in protimikrobna sredstva, antiparazitike, vitaminsko-mineralne pripravke in razkužila. Pomemben segment poslovanja predstavlja tudi zdraviliški turizem, ki dopolnjuje osnovno farmacevtsko dejavnost. Največji delež prihodkov Krka ustvari v Vzhodni Evropi in na Balkanu, kjer zaseda enega vodilnih tržnih položajev. Njena poslovna strategija temelji na lastnem razvoju in proizvodnji, pri čemer je celoten proces vertikalno integriran. To pomeni, da podjetje samostojno upravlja vse faze, od raziskav in razvoja do končne prodaje izdelkov. Takšen model omogoča visoko stopnjo nadzora nad kakovostjo ter hkrati prispeva k stroškovni učinkovitosti. Krka posebno pozornost namenja trajnostni rasti, zagotavljanju stabilne ponudbe kakovostnih generičnih zdravil ter stalni širitvi prodajne mreže. S takšnim pristopom podjetje uspešno ohranja močan konkurenčni položaj v evropski farmacevtski panogi (Capital IQ, 2025).

6.1.2 Kvalitativna primerjava para farmacevtske panoge

Krka in Viatris sta si med seboj podobni predvsem v tem, da obe delujeta v farmacevtski panogi s poudarkom na proizvodnji generičnih zdravil. Generiki predstavljajo temelj njunega poslovnega modela, saj obe podjetji razvijata in proizvajata cenovno dostopna ter klinično učinkovita zdravila, ki predstavljajo alternativo originalnim zdravilom. Poleg tega vključujeta v svoj portfelj tudi izdelke brez recepta, kar dopolnjuje njuno ponudbo za širši krog potrošnikov. Obe podjetji razpolagata s širokim naborom zdravil, ki pokrivajo številna terapevtska področja, kot so bolezni srca in ožilja, bolezni osrednjega živčnega sistema, bolezni prebavil, infekcijska obolenja ter onkološka obolenja. Njuna osredotočenost na kronične in pogoste bolezni odraža prizadevanja za obravnavo ključnih zdravstvenih izzivov, s katerimi se sooča globalna populacija. Poleg standardnih generičnih zdravil obe podjetji razvijata tudi določene kompleksne farmacevtske izdelke, katerih razvoj in proizvodnja zahtevata dodatno strokovno znanje ter napredno tehnološko infrastrukturo. Čeprav ima Viatris širšo geografsko prisotnost in globalno infrastrukturo, je tudi Krka močno vpeta v mednarodne izvozne trge, zlasti v regiji Vzhodne Evrope in Balkana. Obe podjetji odlikuje visoka stopnja vertikalne integracije, kar pomeni, da nadzorujeta večino ključnih faz v verigi vrednosti, od raziskav in razvoja do proizvodnje, distribucije in končne prodaje. Skupna jima je tudi strateška zavezanost k izboljšanju dostopnosti zdravil ter prispevanju k učinkovitosti zdravstvenih sistemov. Obe podjetji poudarjata pomen cenovno dostopnih terapij za bolnike ter za vzdržnost zdravstvenih sistemov kot celote (Capital IQ, 2025).

6.1.3 Drugi par: avtomobilska panoga

General Motors Company (v nadaljevanju GM) je eno izmed največjih avtomobilskih podjetij na svetu. Ustanovljeno je bilo leta 1908, sedež družbe pa je v ZDA. Podjetje zaposluje približno 162.000 ljudi po vsem svetu. GM načrtuje, razvija, proizvaja in trži osebna vozila, tovornjake, križance ter nadomestne dele, poleg tega pa ponuja tudi številne programske storitve in naročniške rešitve. Družba deluje prek dveh glavnih poslovnih segmentov na področju avtomobilske panoge: GM Severna Amerika (GMNA) in GM International (GMI). Na globalnem trgu nastopa z uveljavljenimi blagovnimi znamkami, kot so Chevrolet, Cadillac, Buick in GMC. Pomemben del poslovanja predstavljajo tudi lastniški deleži v skupnih podjetjih, zlasti na Kitajskem, kjer podjetje trži vozila tudi pod lokalnimi blagovnimi znamkami Wuling in Baojun. GM aktivno razvija električna vozila in si prizadeva, da bi do konca leta 2025 v Severni Ameriki dosegel letno proizvodno zmogljivost enega milijona električnih vozil. Temelj njihove strategije elektrifikacije predstavlja platforma Ultium, ki omogoča prilagodljivo izdelavo različnih tipov električnih vozil. Poleg osnovne avtomobilske dejavnosti GM deluje tudi na področju financiranja, in sicer prek enote GM Financial, ki nudi posojila, lizinge in komercialna financiranja v Severni in Južni Ameriki ter na Kitajskem. GM je dejaven tudi na področju razvoja avtonomne vožnje prek enote Cruise, ki pa je bila zaradi regulatornih izzivov v ZDA začasno ustavljena. Distribucijski model temelji na široki mreži pooblaščenih prodajalcev in servisov, ki

pokrivajo prodajo novih vozil ter zagotavljajo celovite poprodajne storitve. Z bogato zgodovino, tehnično ekspertizo ter jasno strateško usmerjenostjo v elektrifikacijo, razvoj programske opreme in globalno širitev, GM ostaja eden ključnih akterjev v svetovni avtomobilski panogi (Capital IQ, 2025).

Mercedes-Benz Group AG je eno vodilnih globalnih avtomobilskih podjetij s sedežem v Nemčiji, ki po vsem svetu zaposluje približno 169.200 ljudi. Ključne dejavnosti skupine vključujejo proizvodnjo in prodajo osebnih in gospodarskih vozil ter zagotavljanje finančnih in mobilnostnih storitev. Poslovanje podjetja poteka prek treh glavnih organizacijskih enot: Mercedes-Benz Cars & Vans, Daimler Trucks & Buses ter Mercedes-Benz Mobility. Pod blagovnimi znamkami Mercedes-Benz, Mercedes-AMG, Mercedes-Maybach in Mercedes-EQ podjetje ponuja raznoliko paleto vozil, ki obsega kompaktne modele, luksuzne limuzine, športna terenska vozila, dostavna vozila in električna vozila. Proizvodne zmogljivosti skupine so v različnih državah po svetu, med drugim v Nemčiji, Španiji, ZDA, Argentini in na Kitajskem. Mercedes-Benz je eden največjih svetovnih proizvajalcev tovornjakov in avtobusov. Vozila v tem segmentu proizvaja pod blagovnimi znamkami, kot so Freightliner, Western Star, FUSO in BharatBenz. Najpomembnejši trgi za osebna vozila so Kitajska, Nemčija, ZDA in druge evropske države, medtem ko so ključni trgi za gospodarska vozila Severna Amerika, Azija in Latinska Amerika. V segmentu dostavnih vozil podjetje ponuja celovit nabor izdelkov, ki vključujejo tudi električne modele, kot so eSprinter, eVito in EQV. Enota Mercedes-Benz Mobility zagotavlja različne storitve, vključno s financiranjem, lizingom, najemom vozil, upravljanjem vozniških parkov ter digitalnimi storitvami za polnjenje električnih vozil in plačevanje. Skupina si strateško prizadeva postati vodilni globalni ponudnik električne mobilnosti in naprednih digitalnih avtomobilskih rešitev. Pri tem se osredotoča na trajnostni prehod, razvoj luksuzne znamke, uvedbo električnih pogonov, napredne programske opreme ter razširitev mobilnostnih storitev. Z integrirano strategijo dolgoročne rasti, konkurenčnosti in tehnološke inovativnosti podjetje stremi k zadovoljevanju potreb sodobnih uporabnikov po vsem svetu (Capital IQ, 2025).

6.1.4 Kvalitativna primerjava para avtomobilске panoge

Podjetji General Motors Company in Mercedes-Benz Group AG predstavljata dva vodilna akterja v globalni avtomobilski panogi. Obe imata dolgoletno tradicijo, širok portfelj izdelkov ter močno prisotnost na številnih mednarodnih trgih. Skupni značilnosti obeh podjetij sta proizvodnja osebnih in gospodarskih vozil ter vključevanje luksuznih in specializiranih modelov v ponudbo. Poleg tega obe družbi aktivno vlagata v razvoj električne mobilnosti kot ključnega strateškega področja prihodnosti. Obe podjetji vlagata tudi v razvoj baterijske tehnologije in polnilne infrastrukture, kar je ključno za podporo prehoda na ogljeno nevtralno mobilnost. Poleg osnovne avtomobilске proizvodnje obe družbi razvijata napredne digitalne storitve in programske rešitve, namenjene izboljšanju uporabniške izkušnje. General Motors ponuja digitalne funkcionalnosti prek sistemov OnStar in Super Cruise, medtem ko Mercedes-Benz gradi svoj digitalni ekosistem na platformah Mercedes

me. Pomemben del poslovnega modela obeh podjetij predstavljajo tudi lastne finančne enote – GM Financial in Mercedes-Benz Mobility – ki zagotavljajo financiranje, lizing, najem vozil ter različne mobilnostne storitve. Ti segmenti omogočajo dostopnost vozil širšemu krogu uporabnikov, hkrati pa podjetjema zagotavljajo stabilne in dolgoročne prihodkovne tokove. General Motors in Mercedes-Benz temeljita na razvejani globalni proizvodni infrastrukturi, močnih blagovnih znamkah ter kontinuiranem vlaganju v raziskave in razvoj. Njuna zavezanost inovacijam se izraža v proaktivnem pristopu k digitalizaciji, elektrifikaciji in trajnostni mobilnosti. S svojimi tehnološkimi rešitvami in strateškimi usmeritvami ostajata med osrednjimi akterji avtomobilske panoge, saj se uspešno prilagajata dinamičnim spremembam in izzivom sodobnega trga (Capital IQ, 2025).

6.1.5 Tretji par: trgovinska panoga

Družba **The Kroger Co.** je eno največjih trgovskih podjetij v ZDA. Ustanovljena je bila leta 1883, njen sedež pa je v ZDA. Podjetje zaposluje približno 409.000 ljudi. Kroger deluje kot veriga trgovin z živili in zdravili ter upravlja supermarkete, lekarne in bencinske servise v 35 zveznih državah ZDA ter v okrožju Columbia. Poleg fizične prodajne mreže podjetje razvija tudi digitalni ekosistem, katerega cilj je zagotavljanje brezhibne večkanalne nakupovalne izkušnje. Maloprodajna struktura vključuje različne tipe prodajaln, med njimi več-oddelčne trgovine, trgovine tipa Marketplace in kombinirane prodajalne, ki kupcem ponujajo širok nabor izdelkov. Poleg osnovne ponudbe živil in zdravil so na voljo tudi naravni in ekološki izdelki ter številni neživilski artikli. Pomemben segment poslovanja predstavlja tudi lastna proizvodnja, saj podjetje v lastnih obratih proizvaja mlečne izdelke, meso, pekovske izdelke, pijače in druge prehranske proizvode. Lastne blagovne znamke, kot so Private Selection, Simple Truth in Kroger, predstavljajo osrednji del prodajne strategije, ki temelji na uravnoteženju kakovosti in cene. Kroger posluje kot enoten poročevalni segment, saj večino prihodkov ustvarja na domačem, ameriškem trgu. Ključno vlogo ima tudi program zvestobe, ki omogoča zbiranje podatkov o več kot 95 odstotkih vseh transakcij. Ti podatki se uporabljajo za ciljno oglaševanje ter za razvoj digitalnih storitev prek platforme Kroger Precision Marketing. S prisotnostjo v več kot 62 milijonih gospodinjstev letno in s prepletom fizične ter digitalne infrastrukture podjetje ostaja eden vodilnih akterjev v ameriški trgovinski industriji (Capital IQ, 2025).

Carrefour SA je eno izmed največjih trgovskih podjetij na svetu. Ustanovljeno je bilo leta 1959, sedež družbe pa je v Franciji. Podjetje zaposluje približno 324.750 ljudi in posluje na več trgih v Evropi in Latinski Ameriki. Njegova osnovna dejavnost obsega prodajo živilskih in neživilskih izdelkov prek različnih prodajnih formatov, med katerimi izstopajo hipermarketi, supermarketi, diskontne prodajalne, manjše trgovine na drobno ter spletna prodaja. Carrefour svoje poslovanje organizira v treh glavnih geografskih segmentih. Prvi segment predstavlja Francija, ki deluje kot domači in strateško ključni trg. Drugi segment vključuje preostali del Evrope, kjer so najpomembnejši trgi Španija, Italija, Belgija, Poljska in Romunija. Tretji segment pa predstavlja Latinska Amerika, pri čemer imata osrednjo

vlogo brazilski in argentinski trg. Strategija podjetja temelji na izboljševanju uporabniške izkušnje, s poudarkom na prilagajanju lokalnim potrošniškim potrebam, konkurenčnih cenah, visoki kakovosti in dostopnosti izdelkov. Podjetje si prizadeva za večjo operativno učinkovitost z uvajanjem digitalizacije, optimizacijo logističnih procesov, uporabo podatkovne analitike ter razvojem spletne prodaje. Pomemben poudarek daje tudi širjenju portfelja lastnih blagovnih znamk, ki predstavljajo cenovno dostopno alternativo nacionalnim blagovnim znamkam. Poleg živil vključuje ponudba tudi široko paleto neživilskih izdelkov, med katerimi so oblačila, elektronske naprave, izdelki za dom ter izdelki za osebno nego. Carrefour intenzivno vloga v razvoj večkanalnega prodajnega modela, ki potrošnikom omogoča spletno nakupovanje z možnostjo dostave na dom ali osebnega prevzema v trgovini. Poleg osnovne trgovinske dejavnosti podjetje ponuja tudi finančne storitve, vključno s kreditnimi karticami in zavarovalnimi produkti. Prisotnost na različnih geografskih trgih omogoča podjetju fleksibilno prilagajanje poslovnega modela lokalnim značilnostim in potrošniškim navadam. S celovito ponudbo, prilagojeno trženjsko strategijo ter poudarkom na sezonskih prodajnih obdobjih Carrefour ostaja eden ključnih akterjev v globalni trgovinski industriji (Capital IQ, 2025).

6.1.6 Kvalitativna primerjava para trgovinske panoge

Podjetji Carrefour in The Kroger Co. predstavljata pomembna akterja v globalni trgovinski panogi, saj delujeta tako v živilskem kot neživilskem segmentu maloprodaje in razpolagata z razvejano fizično ter digitalno prodajno infrastrukturo. Obe družbi upravljata raznolik spekter prodajnih formatov, ki vključujejo hipermarkete, supermarkete in manjše urbane trgovine. Hkrati aktivno razvijata večkanalne prodajne pristope, ki potrošnikom omogočajo spletno naročanje, dostavo na dom ter osebni prevzem v fizičnih poslovalnicah. Medtem ko Kroger deluje izključno na ameriškem trgu, ima Carrefour razpršeno mednarodno prisotnost, zlasti v Evropi in Latinski Ameriki. Obe podjetji svojo ponudbo prilagajata značilnostim lokalnih trgov in potrošniškim navadam, kar je ključni del njune maloprodajne strategije v globalnem kontekstu. Skupna značilnost obeh podjetij je močan poudarek na razvoju in promociji lastnih blagovnih znamk. Poleg osnovne trgovinske dejavnosti obe podjetji ponujata tudi širok nabor neživilskih izdelkov, med katerimi izstopajo izdelki za dom, oblačila, kozmetični in higienski izdelki ter potrošniška elektronika. V poslovne procese aktivno vključujeta sodobne tehnološke rešitve, ki se nanašajo na optimizacijo logističnih tokov, upravljanje zalog in napredno analitiko potrošniškega vedenja. Obe podjetji poslujeta v izrazito konkurenčnem in sezonsko občutljivem okolju, kjer so prilagodljivost, operativna učinkovitost in kontinuirano vlaganje v inovacije ključni dejavniki tržne uspešnosti. Carrefour in Kroger svojo konkurenčno moč gradita na široki ponudbi izdelkov in storitev, tehnološki naprednosti, razvejani distribucijski mreži ter sposobnosti prilagajanja dinamičnim spremembam v potrošniških vzorcih. Zaradi tega ostajata med najvplivnejšimi in strateško pomembnimi akterji sodobne maloprodajne panoge (Capital IQ, 2025).

6.2 Primerjava poslovanja podjetij (2019–2024)

V obdobju 2019–2024 je bila izvedena primerjava poslovanja šestih podjetij, razdeljenih v tri pare. Podjetja znotraj posameznega para so iz iste panoge in si med seboj delijo podobne poslovne značilnosti, kar omogoča neposredno primerljivost rezultatov. Takšen pristop omogoča bolj natančno identifikacijo razlik in podobnosti v poslovnih modelih, uspešnosti ter odzivih na razmere v panogi.

6.2.1 Primerjava poslovanja podjetij farmacevtske panoge

Primerjava poslovanja podjetij Viatris in Krka v obdobju 2019–2024 razkriva pomembne razlike v rasti, stabilnosti in učinkovitosti poslovanja, ki so ključne za razumevanje njune notranje vrednosti. Viatris je v tem obdobju izkazoval nihajoče prihodke in neto dobiček, medtem ko je Krka dosegala konsistentno rast in stabilne finančne kazalnike. Povprečna letna rast prihodkov (angl. Compound annual growth rate, v nadaljevanju CAGR) je bila pri Viatrisu negativna (–0,5 %), kar je predvsem posledica strukturnih sprememb po združitvi podjetij Mylan in Upjohn leta 2020. Čeprav je v letu 2021 prišlo do enkratnega skoka prihodkov (+49,7 %), so ti v nadaljevanju ponovno upadli zaradi odprodaje posameznih segmentov. Nasprotno je Krka v istem obdobju dosegala stabilno povprečno rast prihodkov v višini 5,0 %, pri čemer je bila najizrazitejša leta 2022 (+9,7 %). Analiza dobičkonosnosti pokaže, da je imela Krka v celotnem obdobju višjo in stabilnejšo bruto maržo (povprečno 57 %) kot Viatris (okoli 41 %), kar nakazuje na učinkovitejšo stroškovno strukturo in višji delež izdelkov z dodano vrednostjo. EBITDA marža je bila pri Viatrisu v povprečju nekoliko višja (30 %), vendar izrazito volatilna, medtem ko je Krka dosegala stabilno povprečje okoli 28 %. EBIT marža se je pri Viatrisu gibala med 6 % in 17 %, s kratkotrajnim vrhom v letu 2022 (16,9 %), nato pa se je do leta 2024 znižala na 12 %. Krka je svojo EBIT maržo postopoma izboljševala z 18,3 % na 22,3 %, kar odraža rast operativne učinkovitosti.

Na ravni čistega dobička je Krka beležila stabilne in pozitivne rezultate (18–20 % prihodkov), medtem ko je Viatris v posameznih letih (2020, 2021 in 2024) izkazoval izgubo. Izjema je leto 2022, ko je ustvaril 2.813 milijonov USD dobička, pri čemer gre verjetno za enkratne učinke. Analiza obratnega kapitala kaže, da je bil njegov delež pri Viatrisu v povprečju 28,4 % prihodkov, pri Krki pa celo 42,8 %, kar odraža večjo vezavo sredstev v poslovnem ciklu in hkrati finančno samozadostnost. Oba proizvajalca imata značilno visoke dneve vezave zalog (Viatris 160–180 dni, Krka povprečno 265 dni), kar je značilnost farmacevtske panoge. Dnevi vezave terjatev in obveznosti so se gibal v običajnih okvirih, medtem ko je CCC pri Krki bistveno daljši (297 dni), kar kaže na specifično poslovno dinamiko podjetja.

Pri kapitalskih izdatkih je Krka v povprečju letno investirala 95 milijonov EUR, nekoliko manj od povprečne amortizacije (106 milijonov EUR), kar kaže na stabilno vzdrževanje infrastrukture brez večjih investicijskih projektov. Pri Viatrisu je bila slika drugačna: povprečni CAPEX je znašal 343 milijonov USD, kar je bistveno manj od povprečne

amortizacije (2.730 milijonov USD), kar kaže na nizko stopnjo nadomeščanja osnovnih sredstev in racionalizacijo po združitvi. Analiza FCF potrjuje stabilnost obeh podjetij, pri čemer so bila nihanja pri Viatrisu večja. Povprečni FCF je znašal 2.493 milijonov USD, z izrazitimi vrhovi v letih 2021 in 2022 (nad 4 milijarde USD). Krka je v povprečju ustvarila 285 milijonov EUR FCF, z najvišjo vrednostjo leta 2022 (581 milijonov EUR). Kljub nižjim absolutnim zneskom Krkin prosti denarni tok temelji na trajnostnih operativnih rezultatih in je dolgoročno zanesljivejši. Na podlagi zgodovinskih podatkov se Krka izkazuje kot podjetje z izrazito stabilnim poslovnim modelom, ugodnimi kazalniki dobičkonosnosti ter močnim finančnim položajem, ki temelji predvsem na notranjem financiranju in postopni, nadzorovani rasti. Njena sposobnost ustvarjanja konsistentnih rezultatov in trajnostnega prostega denarnega toka nakazuje dolgoročno vzdržnost poslovanja. Nasprotno pa Viatris izkazuje večjo volatilnost prihodkov in dobička, kar je posledica združitve, obsežnih prestrukturiranj ter odprodaj segmentov poslovanja. Kljub temu podjetje ustvarja visoke denarne tokove, zlasti zaradi amortizacijsko intenzivne strukture, kar predstavlja določeno prednost pri financiranju kratkoročnih obveznosti in ohranjanju likvidnosti. Primerjava tako razkriva dva različna poslovna pristopa: Krkin model stabilne rasti in finančne samozadostnosti ter Viatrisov model, ki temelji na obsežnih korporativnih transformacijah in učinkovitem generiranju denarnih tokov.

6.2.2 Primerjava poslovanja podjetij avtomobilske panoge

Primerjava poslovanja podjetij General Motors (GM) in Mercedes-Benz Group v obdobju 2019–2024 razkriva izrazite razlike v pristopih k rasti, investiranju in upravljanju dobičkonosnosti. Čeprav sta se oba proizvajalca soočala s podobnimi izzivi – elektrifikacijo voznega parka, motnjami v dobavnih verigah ter naraščajočimi zahtevami po trajnostnem poslovanju – sta se odzivala različno, kar se odraža tudi v finančnih rezultatih. GM je v opazovanem obdobju beležil zmerno, a vztrajno rast prihodkov (CAGR 6,4 %), ki je bila podprta z okrepljeno prodajo, rastjo povpraševanja in usmeritvijo v razvoj električnih vozil. Mercedes-Benz je nasprotno doživel občuten padec prihodkov, zlasti leta 2020, ko so se ti zmanjšali za skoraj 30 % zaradi pandemije, okrevanje pa je bilo počasnejše, kar se je odrazilo v negativni povprečni letni rasti prihodkov (–3,4 %).

Pri analizi stroškovne učinkovitosti ima Mercedes-Benz prednost. Bruto marža se je v obdobju povečala s 15,0 % na 18,6 %, GM pa je izboljšal kazalnik z 10,3 % na 12,3 %, vendar ostaja v zaostanku. Operativna dobičkonosnost je pri Mercedesu prav tako višja, saj je povprečna EBIT marža znašala 8,3 % v primerjavi z 6,3 % pri GM. Razlika je opazna tudi pri EBITDA marži, ki je bila pri Mercedesu 11,9 %, pri GM pa 10,1 %. Čeprav se razlike zdijo numerično majhne, imajo v avtomobilski industriji pomembno težo, saj odražajo boljšo stroškovno optimizacijo in učinkovitejše poslovne procese. Na področju investicij je GM v obdobju 2019–2024 intenzivno povečeval kapitalske izdatke, predvsem za razvoj novih tehnologij in zmogljivosti na področju električnih vozil. Leta 2024 so kapitalski izdatki znašali 10,8 milijarde USD oziroma 5,7 % prihodkov. Mercedes-Benz je vlagal manj (v

povprečju 4,1 milijarde EUR letno oz. 3,5 % prihodkov), vendar je z učinkovito uporabo kapitala ohranjal visoko dobičkonosnost. Amortizacija in odpisi so bili pri obeh proizvajalcih razmeroma visoki in primerljivi z velikostjo prihodkov (GM povprečno 6,0 milijard USD oz. 3,8 % prihodkov; Mercedes 5,2 milijarde EUR oz. 3,4 % prihodkov). To nakazuje, da GM usmerja presežke v rast in razvoj, medtem ko Mercedes večji poudarek namenja ustvarjanju vrednosti iz obstoječih sredstev.

Razlike se odražajo tudi v strukturi obratnega kapitala. GM je v celotnem obdobju posloval z negativnim neto obratnim kapitalom (–24,1 milijarde USD v letu 2024), kar podjetju omogoča sproščanje likvidnosti, saj prejeme od kupcev prej, kot poravna obveznosti do dobaviteljev. Denarni cikel poslovanja je bil zato rahlo negativen (okoli –5 dni), kar potrjuje visoko učinkovitost poslovnega modela. Mercedes-Benz je posloval z bolj klasično strukturo obratnega kapitala; leta 2024 je neto obratni kapital znašal 4,9 milijarde EUR, povprečni CCC pa 64 dni. Dnevi vezave zalog so bili visoki (83 dni), kar je značilno za avtomobilsko industrijo, medtem ko je upravljanje terjatev in obveznosti ostalo stabilno. Oba proizvajalca sta v obdobju ustvarila visoke vrednosti prostega denarnega toka. Mercedes-Benz je na vseh ključnih ravneh dosegal višjo donosnost – višje bruto, EBITDA in EBIT marže ter višji čisti dobiček so rezultat poslovnega modela, ki temelji na izdelkih z visoko dodano vrednostjo, selektivnem obvladovanju stroškov ter premišljeni rabi kapitala. GM ohranja rast predvsem s pomočjo večjih vlaganj in nižjih marž, vendar se uveljavlja kot proizvajalec z visokim dolgoročnim potencialom, zlasti na področju elektrifikacije. Mercedesova prednost izhaja iz boljše stroškovne kontrole, višjih prodajnih cen in osredotočenosti na dobičkonosne tržne segmente. Čeprav sta oba proizvajalca uspešna glede na panožno povprečje, Mercedes-Benz izstopa po stabilnosti, višjih maržah in bolj donosnem poslovnem modelu.

Primerjava General Motors in Mercedes-Benz razkriva dva različna poslovna pristopa. GM gradi rast predvsem na intenzivnih investicijah v elektrifikacijo in širitev proizvodnih zmogljivosti, ob tem pa posluje z nižjimi maržami in negativnim neto obratnim kapitalom, kar povečuje likvidnost, a prinaša tudi večje tveganje. Mercedes-Benz se osredotoča na stroškovno učinkovitost, izdelke z višjo dodano vrednostjo ter premišljeno rabo kapitala, kar mu omogoča stabilnejše marže, višji čisti dobiček in donosnejši poslovni model. Medtem ko GM predstavlja podjetje z velikim dolgoročnim potencialom, Mercedes-Benz izstopa po trenutni stabilnosti in večji profitabilnosti.

6.2.3 Primerjava poslovanja podjetij trgovinske panoge

Primerjava ameriškega podjetja The Kroger Co. in francoskega podjetja Carrefour S.A. v obdobju 2019–2024 razkriva številne podobnosti v obsegu poslovanja, hkrati pa tudi pomembne razlike v donosnosti, upravljanju kapitala in stabilnosti. Obe podjetji delujeta na zrelih trgih, kjer rast prihodkov ni osrednji cilj, zato je večji poudarek na učinkovitem obvladovanju stroškov, investicij in likvidnosti. Kroger je v opazovanem obdobju beležil

povprečno letno rast prihodkov v višini 3,8 %, medtem ko je bila rast pri Carrefourju nekoliko nižja, 3,3 %. Oba trgovca sta bila izpostavljena vplivom pandemije in kasnejšega okrevanja, a se je Kroger zaradi močne prisotnosti na ameriškem trgu izkazal z bolj stabilnim razvojem.

Bruto marži podjetij sta si zelo podobni, pri čemer ima Kroger rahlo prednost. Tudi na ravni EBITDA marže sta podjetji skoraj izenačeni – Kroger dosega 5,7 %, Carrefour 5,3 % –, kar ju uvršča tik pod mediano panoge in potrjuje konkurenčnost obeh poslovnih modelov. EBIT marža je pri Krogerju v letu 2024 znašala 3,2 %, pri Carrefourju pa 2,5 %, kar ponovno kaže na nekoliko višjo operativno učinkovitost ameriškega trgovca. Kapitalski izdatki glede na prihodke so primerljivi (Kroger 2,5 %, Carrefour 2,6 %) in odražajo podobno investicijsko politiko. Amortizacija in odpisi sta bila v obeh primerih tik pod ravno kapitalskih izdatkov (Kroger 2,3 %, Carrefour 2,5 %), kar pomeni, da sta podjetji vlagali manj, kot so znašali odpisi obstoječih sredstev. To nakazuje na politiko zmernega obnavljanja in vzdrževanja infrastrukture brez agresivnih investicijskih projektov. Oba trgovca poslujeta z izrazito negativnim neto obratnim kapitalom, kar je značilno za sektor. Kroger je leta 2024 izkazoval –4,1 milijarde USD (–2,9 % prihodkov), Carrefour pa povprečno –2,2 milijarde EUR (–2,5 % prihodkov). Takšna struktura omogoča učinkovito upravljanje likvidnosti, saj podjetji financirata poslovanje pretežno z notranjimi viri. Dnevi vezave terjatev in zalog so bili stabilni, dnevi vezave obveznosti pa visoki, kar potrjuje značilen model trgovcev na drobno, ki temelji na hitrem obračanju sredstev. Kroger je v obdobju 2019–2024 ustvaril povprečno 3,1 milijarde USD prostega denarnega toka letno, z izrazitimi vrhovi v letih 2021 in 2022, ko je presegel 4 milijarde USD. Carrefour je ustvaril nižji, a še vedno stabilen povprečni prosti denarni tok. To potrjuje robustnost poslovnega modela tudi v letih, ko je čisti dobiček pod povprečjem. Primerjava Krogerja in Carfoura pokaže na podobnosti v obsegu poslovanja in investicijski politiki, a tudi na razlike v učinkovitosti in ustvarjanju vrednosti. Kroger izstopa po nekoliko višjih maržah in stabilnejši rasti prihodkov, kar mu daje prednost v operativni učinkovitosti. Obe podjetji temeljita na modelu z negativnim neto obratnim kapitalom, ki zagotavlja likvidnost in notranje financiranje poslovanja. Pri prostem denarnem toku je Kroger ustvarjal višje absolutne vrednosti, Carrefour pa je kljub nižjim zneskom dokazal stabilnost svojega poslovnega modela. Kroger se tako kaže kot nekoliko učinkovitejši in donosnejši trgovec, medtem ko Carrefour izkazuje trdno vzdržnost, značilno za evropski trg.

6.3 Vrednotenje podjetij

Vrednotenje podjetij predstavlja eno osrednjih področij finančne analize, saj omogoča določitev njihove notranje vrednosti in primerjavo s tržno ceno. Gre za proces, ki temelji na uporabi uveljavljenih metod, kombinaciji zgodovinskih podatkov, projekcij prihodnjega poslovanja ter oceni tveganj. Namen vrednotenja ni zgolj izračun numerične vrednosti, temveč tudi poglobljeno razumevanje poslovnega modela, finančne stabilnosti in dolgoročne vzdržnosti podjetja.

Tabela 5: Povzetek vrednotenja po metodi diskontiranih denarnih tokov podjetij iz farmacevtske panoge

Viartis Inc. Poštena vrednost delnice		Krka, d. d. Poštena vrednost delnice	
	mUSD		mEUR
Neto denarni tok v preostalem obdobju	2.517	Neto denarni tok v preostalem obdobju	453
Preostala vrednost pred diskontom	37.520	Preostala vrednost pred diskontom	7.869
Sedanja vrednost preostale vrednosti podjetja	27.066	Sedanja vrednost preostale vrednosti podjetja	5.837
SV neto denarnih tokov v eksplicitnem obdobju	7.029	SV neto denarnih tokov v eksplicitnem obdobju	1.347
Celotna vrednost podjetja	34.095	Celotna vrednost podjetja	7.184
(+) denarna sredstva in kratkoročne naložbe	1.090	(+) denarna sredstva in kratkoročne naložbe	589
(+) dolgoročne tržne naložbe	-	(+) dolgoročne tržne naložbe	-
(-) skupni dolg	14.306	(-) skupni dolg	13
(-) prednostne delnice	-	(-) prednostne delnice	20
(-) manjšinski deleži	-	(-) manjšinski deleži	-
Vrednost kapitala (tržna kapitalizacija)	20.879	Vrednost kapitala (tržna kapitalizacija)	7.741
Število delnic v obtoku (m)	1.174	Število delnic v obtoku (m)	31
Poštena vrednost delnice	17,8	Poštena vrednost delnice	253,0
Cena delnice na dan 31.12.2024	12,5	Cena delnice na dan 31.12.2024	139,0
Možnost za rast	43%	Možnost za rast	82%

Vir: Lastno delo.

6.3.1 Vrednotenje podjetja Viartis

Vrednotenje podjetja Viartis je bilo izvedeno z uporabo diskontne stopnje v višini 8,5 % in dolgoročne stopnje rasti (angl. terminal growth rate, v nadaljevanju TGR) v višini 1,8 %. Slednja temelji na pričakovanem dolgoročnem ohranjanju realnega obsega poslovanja ter razmerju med investicijskimi izdatki in skupno amortizacijo, ki se v zadnjih letih giblje okrog vrednosti 1,0. To nakazuje, da podjetje dolgoročno ohranja svojo obstoječo kapitalsko strukturo, ne da bi prihajalo do njenega sistematičnega krčenja ali širitve, kar utemeljuje zmerno, a stabilno dolgoročno rast. Prihodki za obdobje 2025–2028 temeljijo na mediani napovedi strokovnih analitikov in investicijskih bank, ki za omenjeno obdobje pričakujejo povprečno letno stopnjo rasti v višini 1,0 %. Napoved vključuje izrazit upad prihodkov v letu 2025, s postopnim okrevanjem v naslednjih letih. Ocenjena bruto marža znaša 39 %, kar je za 0,6 odstotne točke pod povprečjem preteklih šest let, medtem ko je pričakovana EBITDA marža pri 26 %, kar predstavlja 2,6 odstotne točke nižjo vrednost v primerjavi s povprečjem preteklega obdobja. Po prilagoditvah za denarna sredstva in skupni dolg znaša ocenjena vrednost kapitala 20,88 milijarde USD. Ob upoštevanju približno 1.174 milijonov delnic v obtoku to pomeni pošteno vrednost delnice v višini 17,8 USD. Ta vrednost je znatno višja od tržne cene delnice na dan 31. 12. 2024, ki je znašala 12,5 USD, kar predstavlja približno 43-odstotni potencial za rast. Na podlagi izvedenega vrednotenja Viartis izkazuje znake podcenjenosti (Palepu in drugi, 2022).

6.3.2 Vrednotenje podjetja Krka

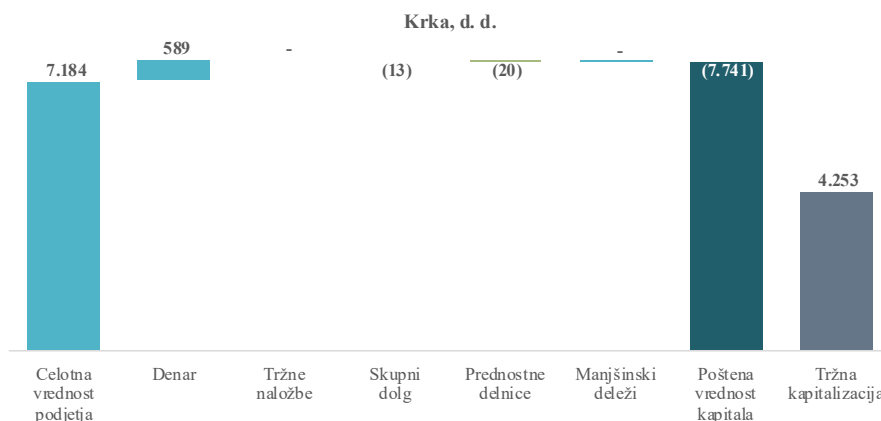
V vrednotenju podjetja Krka je bila uporabljena diskontna stopnja v višini 7,8 % in dolgoročna stopnja rasti v višini 2,0 %. Izbrana stopnja dolgoročne rasti odraža stabilnost

poslovanja, prisotnost na razvitih trgih ter vzdrževano raven kapitalskih vlaganj, pri čemer razmerje med letnimi investicijskimi izdatki in amortizacijo v preteklih letih kaže na zmeren presežek vlaganj. Prihodki za obdobje 2025–2028 temeljijo na mediani napovedi strokovnih analitikov in investicijskih bank, ki za omenjeno obdobje pričakujejo povprečno letno stopnjo rasti v višini 4,4 %. Ocenjena bruto marža znaša 57 %, kar je skladno s povprečjem preteklih šestih let, medtem ko je pričakovana EBITDA marža pri 28 %, kar predstavlja za 0,4 odstotne točke nižjo vrednost v primerjavi s povprečjem preteklega obdobja. Skupna ocenjena poslovna vrednost podjetja znaša 7,18 milijarde EUR. Po prilagoditvah za denarna sredstva, dolg in druge postavke znaša ocenjena vrednost kapitala 7,74 milijarde EUR. Ob približno 31 milijonih delnic v obtoku to pomeni pošteno vrednost delnice v višini 253 EUR. Ta presega tržno ceno delnice, ki je na dan 31. 12. 2024 znašala 139 EUR, kar predstavlja 82-odstotni potencial za rast. Na podlagi predpostavk uporabljenega modela podjetje Krka izkazuje izrazit razkorak med tržno in ocenjeno vrednostjo kapitala (Palepu in drugi, 2022).

6.3.3 Primerjava vrednotenij podjetij iz farmacevtske panoge

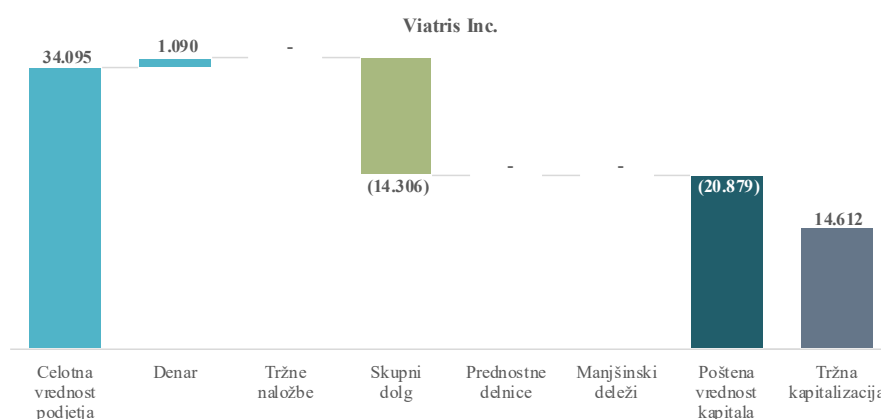
Vrednotenji podjetij Viatris in Krka, izvedeni z uporabo metode DCF razkrivata razlike tako v absolutni kot relativni oceni vrednosti. Ocenjena poštena vrednost kapitala podjetja Viatris znaša 20,88 milijarde ameriških dolarjev (približno 19,2 milijarde evrov), medtem ko pri Krki znaša 7,74 milijarde evrov. V obeh primerih predstavlja večinski delež skupne vrednosti podjetja preostala vrednost po izteku eksplicitnega obdobja, pri Viatrisu 79 % in pri Krki 81 %. Pričakovana poštena vrednost delnice podjetja Viatris je 17,8 USD, kar pomeni 43-odstotni razmik glede na tržno ceno na dan 31. 12. 2024. V primeru Krke znaša poštena vrednost delnice 253 EUR, kar predstavlja 82-odstotni razmik glede na tržno ceno na isti datum. Pri Krki nižja diskontna stopnja (7,8 %) v primerjavi z Viatrisom (8,5 %) primarno odraža nižjo donosnost državnih obveznic oziroma tveganju nevarne obrestne mere. Razlika v dolgoročni stopnji rasti, ki je pri Krki višja (2,0 % proti 1,8 %), pa je neposredna posledica večje kapitalске intenzivnosti in obsega investicij glede na amortizacijo.

Slika 3: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja Krka, d. d.



Vir: Lastno delo.

Slika 4: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja Viatris Inc.



Vir: Lastno delo.

6.3.4 Vrednotenje podjetja General Motors Company

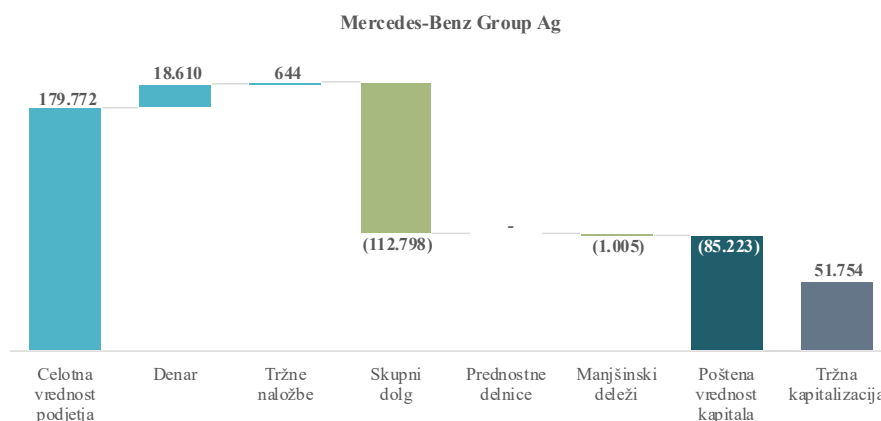
V analizi vrednotenja podjetja General Motors Company je bila uporabljena diskontna stopnja v višini 8,2 % in dolgoročna stopnja rasti v višini 2,0 %. Prihodki za obdobje 2025–2028 temeljijo na mediani napovedi strokovnih analitikov in investicijskih bank, ki za omenjeno obdobje pričakujejo povprečno letno stopnjo rasti v višini 1 %. Napoved vključuje zmeren upad prihodkov v letu 2025, s postopnim okrevanjem v naslednjih letih. Ocenjena bruto marža znaša 12 %, kar je skladno s povprečjem preteklih šestih let, medtem ko je pričakovana EBITDA marža pri 10 %, kar predstavlja za 0,6 odstotne točke nižjo vrednost v primerjavi s povprečjem preteklega obdobja. Po metodi DCF znaša skupna poštena vrednost podjetja 155 milijard USD. Od tega predstavlja preostala vrednost po izteku eksplicitnega obdobja 125 milijard USD, kar ustreza približno 81 % skupne vrednosti. V eksplicitnem obdobju 2025–2028 znaša skupna sedanja vrednost prostih denarnih tokov 29,8 milijarde USD. Po prilagoditvah za denarna sredstva v višini 22 milijard USD, dolg v višini 130 milijard USD in manjšinske deleže znaša ocenjena poštena vrednost kapitala 43,5 milijarde USD. Glede na število delnic to ustreza pošteni vrednosti delnice v višini 45,1 USD. V primerjavi s tržno ceno delnice na dan 31. 12. 2024, ki je znašala 53,3 USD, predstavlja rezultat modela negativen razmik v višini 15 % (Palepu in drugi, 2022).

6.3.5 Vrednotenje podjetja Mercedes-Benz Group AG

Vrednotenje podjetja Mercedes-Benz Group AG temelji na metodi DCF, pri čemer je bila uporabljena diskontna stopnja 6,9 % ter dolgoročna stopnja rasti 1,8 %. Prihodki za obdobje 2025–2028 temeljijo na mediani napovedi strokovnih analitikov in investicijskih bank, ki za omenjeno obdobje pričakujejo povprečno letno stopnjo rasti v višini 1,9 %. Napoved vključuje zmeren upad prihodkov v letu 2025 (2 %), s postopnim okrevanjem v naslednjih letih. Ocenjena bruto marža znaša 19 %, kar je skladno s povprečjem preteklih šestih let, medtem ko je pričakovana EBITDA marža pri 12 %, kar predstavlja za 0,9 odstotne točke

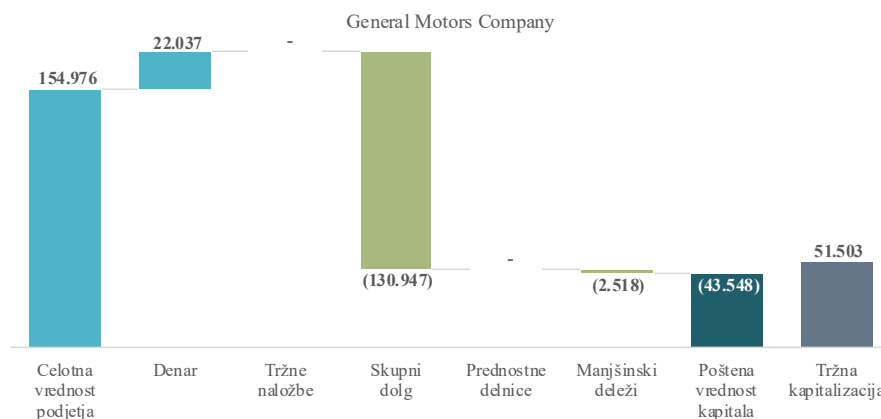
višjo vrednost v primerjavi s povprečjem preteklega obdobja. Sedanja vrednost preostalih denarnih tokov po letu 2028 znaša 143,5 milijarde EUR. Vrednost prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju 2025–2028 znaša 36,3 milijarde EUR. Skupna ocenjena vrednost podjetja tako doseže 179,8 milijarde EUR. Po prilagoditvah za dolg, denarna sredstva in manjšinske deleže znaša ocenjena poštena vrednost kapitala 85,2 milijarde EUR. Glede na približno 962 milijonov delnic v obtoku to ustreza pošteni vrednosti delnice v višini 88,6 EUR. Tržna cena delnice na dan 31. 12. 2024 je znašala 53,8 EUR, kar pomeni razmik v višini 65 % v primerjavi z rezultatom vrednotenja (Palepu in drugi, 2022).

Slika 5: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja Mercedes-Benz Group



Vir: Lastno delo.

Slika 6: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja General Motors Company



Vir: Lastno delo.

6.3.6 Primerjava vrednotenj podjetij iz avtomobilske panoge

Primerjava vrednotenja podjetij General Motors (GM) in Mercedes-Benz Group AG, izvedena na podlagi modela DCF, razkriva izrazite razlike v rezultatih, kljub primerljivemu obsegu poslovanja in globalni prisotnosti obeh družb. Poštena vrednost delnice General

Motors je ocenjena na 45,1 USD, kar je nižje od tržne cene na dan 31. 12. 2024, ko je znašala 53,3 USD. Tako ocenjena vrednost pomeni negativen razkorak v višini –15 %. Nasprotno pa model vrednotenja za Mercedes-Benz Group kaže pošteno vrednost delnice 88,6 EUR, kar znatno presega takratno tržno ceno, ki je znašala 53,8 EUR in predstavlja pozitiven razkorak v višini 65 %. Skupna ocenjena vrednost kapitala znaša po prilagoditvah pri GM 43,5 milijarde USD, pri Mercedes-Benz Group pa 85,2 milijarde EUR. Pri GM so prilagoditve bolj izrazite, zlasti zaradi višje ravni neto dolga. Dodatno vplivata tudi višji manjšinski delež v vrednosti 2 milijardi USD pri GM v primerjavi z 1 milijardo EUR pri Mercedes-Benz. Razlika v diskontnih stopnjah (8,2 % pri GM in 6,9 % pri Mercedesu) je primarno odraz višjih donosnosti ameriških referenčnih obveznic in večje volatilnosti tamkajšnjega trga. Na končno vrednost kapitala GM (43,5 mlrd USD) dodatno pritiskajo obsežnejše prilagoditve za neto dolg in manjšinske deleže, medtem ko Mercedes-Benz kljub nekoliko konservativnejši dolgoročni rasti (1,8 % proti 2,0 %) ohranja znatno višjo notranjo vrednost.

Tabela 6: Povzetek vrednotenja po metodi diskontiranih denarnih tokov podjetij iz avtomobilske panoge

General Motors Poštena vrednost delnice		Mercedes-Benz Ag Poštena vrednost delnice	
	mUSD		mEUR
Neto denarni tok v preostalem obdobju	10.678	Neto denarni tok v preostalem obdobju	9.597
Preostala vrednost pred diskontom	171.636	Preostala vrednost pred diskontom	187.490
Sedanja vrednost preostale vrednosti podjetja	125.130	Sedanja vrednost preostale vrednosti podjetja	143.471
SV neto denarnih tokov v eksplicitnem obdobju	29.846	SV neto denarnih tokov v eksplicitnem obdobju	36.300
Celotna vrednost podjetja	154.976	Celotna vrednost podjetja	179.772
(+) denarna sredstva in kratkoročne naložbe	22.037	(+) denarna sredstva in kratkoročne naložbe	18.610
(+) dolgoročne tržne naložbe	-	(+) dolgoročne tržne naložbe	644
(-) skupni dolg	130.947	(-) skupni dolg	112.798
(-) prednostne delnice	-	(-) prednostne delnice	-
(-) manjšinski deleži	2.518	(-) manjšinski deleži	1.005
Vrednost kapitala (tržna kapitalizacija)	43.548	Vrednost kapitala (tržna kapitalizacija)	85.223
Število delnic v obtoku	966	Število delnic v obtoku	962
Poštena vrednost delnice	45,1	Poštena vrednost delnice	88,6
Cena delnice na dan 31.12.2024	53,3	Cena delnice na dan 31.12.2024	53,8
Možnost za rast	(15%)	Možnost za rast	65%

Vir: Lastno delo.

6.3.7 Vrednotenje podjetja The Kroger Co.

Vrednotenje podjetja The Kroger Co. po metodi DCF kaže na razmeroma usklajeno razmerje med modelirano pošteno vrednostjo in tržno ceno delnice. Model temelji na diskontni stopnji 6,7 %, ki odraža nizko volatilnost (nizek beta koeficient) ter dejstvo, da podjetje posluje izključno na ameriškem trgu, zaradi česar ni bilo upoštevano dodatno geografsko tveganje. Dolgoročna stopnja rasti je določena na 2,0 %, kar je utemeljeno s preteklo dinamiko investiranja, saj je razmerje med investicijskimi izdatki in amortizacijo stabilno nad vrednostjo 1. Prihodki za obdobje 2025–2028 temeljijo na mediani napovedi strokovnih analitikov in investicijskih bank, ki za omenjeno obdobje pričakujejo povprečno letno stopnjo rasti 1,5 %. Ocenjena bruto marža znaša 23,5 %, kar je 0,5 odstotne točke pod

povprečjem preteklih šestih let, medtem ko je pričakovana EBITDA marža pri 5,4 %, kar predstavlja za 0,2 odstotne točke višjo vrednost v primerjavi s povprečjem preteklega obdobja. Skupna ocenjena vrednost podjetja znaša 60,9 milijarde USD, pri čemer je 9,4 milijarde USD pripisane vrednosti iz prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju 2025–2028, medtem ko preostala vrednost po izteku tega obdobja znaša 51,5 milijarde USD. Po upoštevanju finančnih prilagoditev je vrednost kapitala ocenjena na 39,7 milijarde USD, kar pri trenutnem številu delnic v obtoku pomeni pošteno vrednost delnice v višini 60,1 USD. Tržna cena delnice na dan 31. 12. 2024 je znašala 59,4 USD, kar pomeni minimalen razkorak v višini približno 1 % (Palepu in drugi, 2022).

Tabela 7: Povzetek vrednotenja podjetij po metodi diskontiranih denarnih tokov iz trgovinske panoge

The Kroger Co. Poštena vrednost delnice		Carrefour SA Poštena vrednost delnice	
	mUSD		mEUR
Neto denarni tok v preostalem obdobju	3.147	Neto denarni tok v preostalem obdobju	1.297
Preostala vrednost pred diskontom	66.774	Preostala vrednost pred diskontom	30.554
Sedanja vrednost preostale vrednosti podjetja	51.492	Sedanja vrednost preostale vrednosti podjetja	24.160
SV neto denarnih tokov v eksplicitnem obdobju	9.363	SV neto denarnih tokov v eksplicitnem obdobju	4.853
Celotna vrednost podjetja	60.855	Celotna vrednost podjetja	29.014
(+) denarna sredstva in kratkoročne naložbe	3.959	(+) denarna sredstva in kratkoročne naložbe	6.745
(+) dolgoročne tržne naložbe	-	(+) dolgoročne tržne naložbe	-
(-) skupni dolg	25.082	(-) skupni dolg	21.533
(-) prednostne delnice	-	(-) prednostne delnice	-
(-) manjšinski deleži	-	(-) manjšinski deleži	1.665
Vrednost kapitala (tržna kapitalizacija)	39.732	Vrednost kapitala (tržna kapitalizacija)	12.561
Število delnic v obtoku	661	Število delnic v obtoku	646
Poštena vrednost delnice	60,1	Poštena vrednost delnice	19,5
Cena delnice na dan 31.12.2024	59,4	Cena delnice na dan 31.12.2024	13,7
Možnost za rast	1%	Možnost za rast	42%

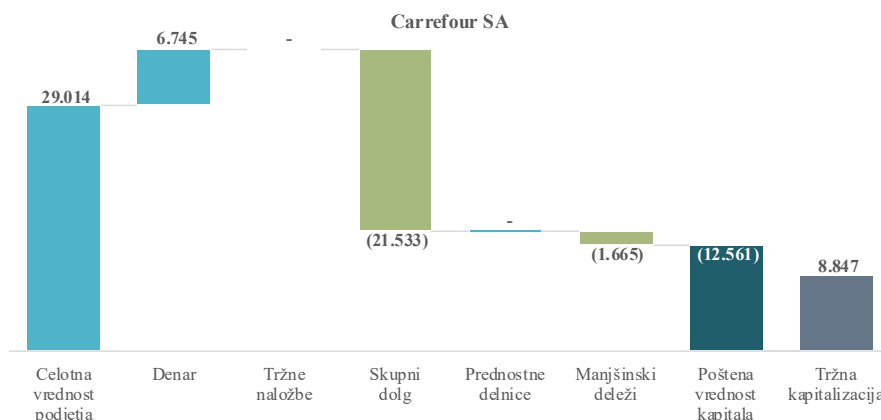
Vir: Lastno delo.

6.3.8 Vrednotenje podjetja Carrefour SA

Vrednotenje podjetja Carrefour SA po metodi DCF, kljub uporabi konservativnih parametrov, vodi do občutno višje ocenjene poštene vrednosti kapitala v primerjavi s tržno ceno delnice. Uporabljena diskontna stopnja znaša 6,0 % in temelji na donosnosti francoske državne obveznice, vključuje pa tudi pribitek 1,0 %, ki odraža izpostavljenost trgov z višjim makroekonomskim in političnim tveganjem, zlasti v Južni Ameriki. Zaradi nizkega beta koeficienta je tehtana povprečna cena kapitala ostala razmeroma nizka in skladna s celotno oceno systemskega tveganja. Dolgoročna stopnja rasti, določena pri 1,8 %, temelji na uravnoteženem razmerju med kapitalskimi izdatki in amortizacijo, kjer izdatki v zadnjih letih praviloma niso presegali ravni nadomestnih vlaganj, ob hkratnih pričakovanih zmerne rasti na ključnih evropskih trgih. Prihodki za obdobje 2025–2028 temeljijo na mediani napovedi strokovnih analitikov in investicijskih bank, ki za omenjeno obdobje pričakujejo povprečno letno stopnjo rasti v višini 1,2 %. Ocenjena bruto marža znaša 18,3 %, kar je 0,9 odstotne točke pod povprečjem preteklih šestih let, medtem ko pričakovana EBITDA marža

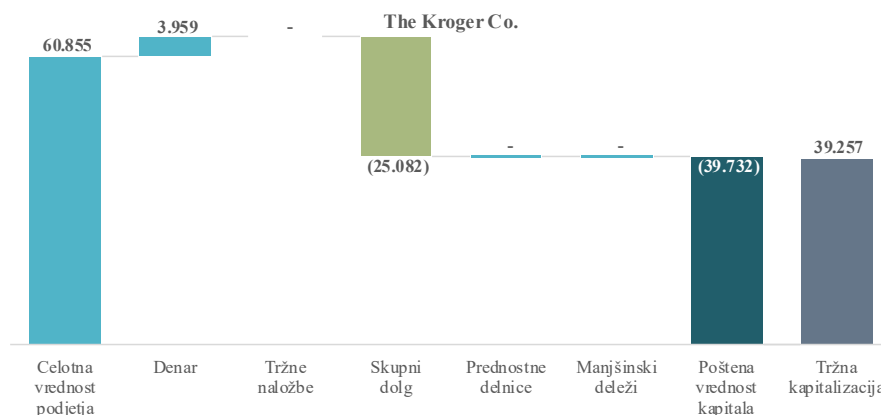
znaša 5,5 %, kar predstavlja za 0,2 odstotne točke nižjo vrednost v primerjavi s povprečjem preteklega obdobja. Skupna ocenjena vrednost kapitala znaša 14,3 milijarde EUR, kar ustreza pošteni vrednosti delnice v višini 19,5 EUR. Glede na tržno ceno delnice na dan 31. 12. 2024, ki je znašala 13,7 EUR, to pomeni razkorak v višini 42 %, kar nakazuje na potencialno podcenjenost podjetja (Palepu in drugi, 2022).

Slika 7: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja Carrefour SA



Vir: Lastno delo.

Slika 8: Grafični prikaz poštene vrednosti kapitala podjetja The Kroger Co.



Vir: Lastno delo.

6.3.9 Primerjava vrednotenij podjetij iz trgovinske panoge

Tudi pri primerjavi vrednotenja podjetij iz trgovinske panoge je mogoče opaziti pomembne razlike, kljub primerljivim vhodnim podatkom, globalni prepoznavnosti, številu zaposlenih in drugim strukturnim podobnostim. Tržna cena delnice podjetja Kroger je bila na dan 31. 12. 2024 ocenjena na 59,4 USD, medtem ko model DCF nakazuje pošteno vrednost v višini 60,1 USD. To pomeni zanemarljiv razkorak, ki nakazuje na že vključena pričakovanja trga ter izjemno majhen preostali potencial za rast v višini približno 1 %. Nasprotno pa je pri

podjetju Carrefour ocenjena poštena vrednost delnice 19,5 EUR, kar je bistveno višje od tržne cene na isti dan (13,7 EUR), s čimer model nakazuje potencialno rast v višini 42 %. Skupna ocenjena vrednost podjetja znaša pri Krogerju 60,8 milijarde USD, pri Carrefouru pa 29,0 milijarde EUR. Relativna struktura kapitala kaže na pomembne razlike v finančnem vzvodu: Krogerjev neto dolg znaša 21,0 milijarde USD oziroma 34,5 % vrednosti podjetja, medtem ko Carrefourov neto dolg znaša 14,8 milijarde EUR, kar predstavlja 51,0 % celotne ocenjene vrednosti podjetja. Te številke odražajo različne pristope k financiranju in razpoložljivosti lastnih virov v okviru dolgoročnega poslovanja. V vrednotenju sta bili uporabljeni različni diskontni stopnji, kar vpliva na končno oceno kapitala. Za podjetje Kroger je bila diskontna stopnja določena pri 6,7 %, kar odraža stabilno poslovanje, nizko sistemsko tveganje ter izključno prisotnost na ameriškem trgu. Po drugi strani je bila za Carrefour uporabljena diskontna stopnja 6,0 %, izhajajoča iz evropskega trga, pri čemer je bil upoštevan tudi 1-odstotni pribitek za izpostavljenost manj stabilnim trgom. Pri dolgoročni stopnji rasti je bila razlika manjša: pri Krogerju znaša 2,0 %, pri Carrefouru pa 1,8 %, kar pri obeh odraža stabilna pričakovanja dolgoročne rasti, skladna s kapitalsko intenzivnostjo in razmerjem med investicijami in amortizacijo.

6.4 Povzetek in primerjava z drugimi metodami vrednotenja

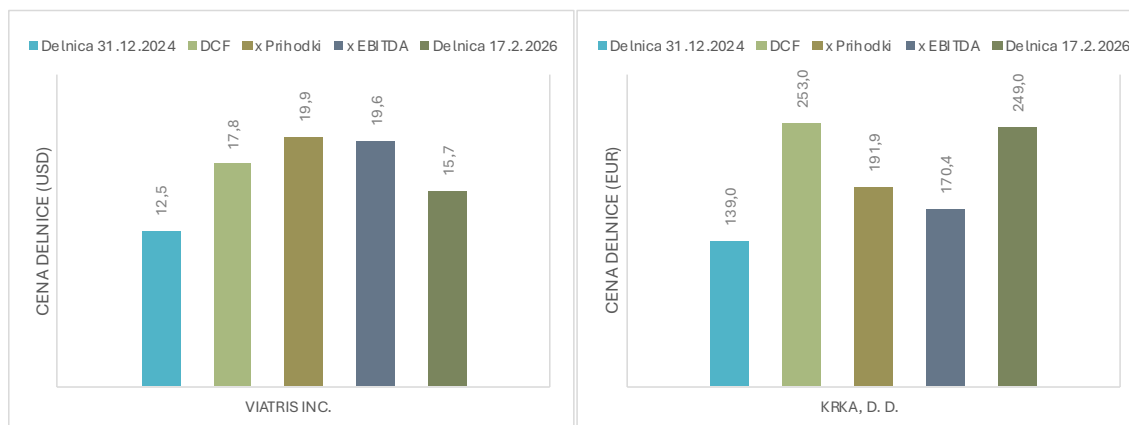
V tem poglavju so povzeti ključni rezultati izvedenega vrednotenja in primerjani z ugotovitvami, dobljenimi z uporabo drugih uveljavljenih metod. Takšna primerjava omogoča preverjanje zanesljivosti izračunov ter ponuja širši vpogled v prednosti in omejitve posameznih pristopov.

6.4.1 Farmacevtska panoga

Viatrix kotira na visoko likvidni ameriški borzi Nasdaq, kjer se v povprečju dnevno sklene 15,5 milijona poslov z delnicami, kar ustreza skupnemu obsegu trgovanja v višini približno 200 milijonov USD. Nasprotno pa Krkina delnica (KRKG), ki kotira na Ljubljanski borzi (oznaka: LJSE:KRKG), dosega bistveno nižjo likvidnost – v povprečju se dnevno prodaja okoli 6.800 delnic, pri čemer skupna vrednost poslov redko preseže 1 milijon EUR. S tem je povprečni dnevni obseg trgovanja z Viatrixovo delnico skoraj 200-krat višji kot pri Krki. Analiza relativnega vrednotenja je bila izvedena na vzorcu 15 primerljivih farmacevtskih podjetij, katerih poslovni model temelji pretežno na generičnih zdravilih. V analizi so bili uporabljeni prilagojeni mnogokratniki; mediana mnogokratnika prihodkov znaša 2,5x, medtem ko znaša za EBITDA 8,1x. Viatrix Inc. po vseh treh metodah izkazuje podcenjenost. Na podlagi mnogokratnika prihodkov, ob napovedanih prihodkih v višini 14,7 milijarde USD, znaša ocenjena poštena vrednost delnice 20 USD, kar predstavlja potencial rasti v višini 60 %. Prilagojen mnogokratnik EBITDA potrjuje podobno oceno in poštena vrednost prav tako znaša 20 USD. Po modelu DCF pri uporabi diskontne stopnje 8,5 % znaša ocenjena vrednost delnice 17 USD, kar predstavlja 43 % nad tržno vrednostjo na dan 31. 12. 2024. Ob napovedanih prihodkih podjetja Krka, d. d., v višini 2,14 milijarde EUR in uporabi

mnogokratnika 2,5x, primerjalna metoda vodi do poštene vrednosti delnice 192 EUR, kar predstavlja 38 % potenciala rasti. Mnogokratnik EBITDA pa ocenjuje pošteno vrednost delnice na 170 EUR, kar pomeni 23 % nad tržno vrednostjo. Po modelu DCF, ki temelji na diskontni stopnji 7,8 % in dolgoročni stopnji rasti 2,0 %, znaša poštena vrednost 253 EUR, kar pomeni 82 % odklon glede na tržno ceno delnice.

Slika 9: Grafična ponazoritev tržne cene in poštene cene farmacevske panoge



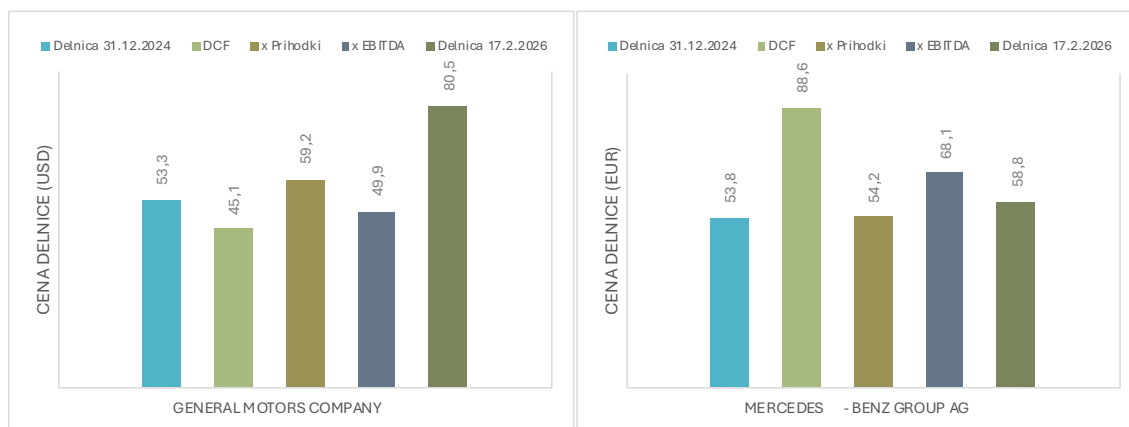
Vir: Lastno delo.

6.4.2 Avtomobilska panoga

GM kotira na največji svetovni borzi NYSE v ZDA (oznaka: NYSE:GM), Mercedes-Benz pa na Frankfurtški borzi. V zadnjih treh mesecih je bilo povprečno dnevno opravljenih skoraj 15 milijonov transakcij z delnico GM, medtem ko se je z delnico Mercedes trgovalo povprečno 3,5 milijona transakcij dnevno. Glede na aktualne tržne cene to pomeni približno 800 milijonov USD dnevnega prometa za GM in slabih 200 milijonov EUR za Mercedes-Benz, kar nakazuje, da je delnica GM približno štirikrat bolj trgovana in veliko bolj likvidna. Mediana mnogokratnika prihodkov (0,90x) in mnogokratnika EBITDA (8,54x) je bila določena na podlagi osmih primerljivih podjetij iz avtomobilske panoge, med katerimi so Volkswagen, Renault, Bayerische Motoren Werke (BMW), Ford, Volvo Cars in Stellantis. Vzorec vključuje podjetja s podobnim poslovnim modelom (proizvodnja osebnih vozil), globalnim dosegom in primerljivo kapitalno strukturo. Uporabljeni mnogokratniki so bili dodatno prilagojeni glede na velikost podjetja. Ob napovedanih prihodkih podjetja GM v višini 187,4 milijarde USD znaša poštena vrednost 59 USD na delnico, kar predstavlja 11 % potenciala rasti. Nasprotno, mnogokratnik EBITDA, ob pričakovanem EBITDA v višini 18,7 milijarde USD, vrednoti delnico na 50 USD, kar pomeni 6,4 % pod tržno ceno. DCF analiza ocenjuje pošteno vrednost na 45 USD, kar je 15,4 % pod tržno vrednostjo konec leta 2024. Mercedes-Benz izkazuje višji skupen potencial. Ob prihodkih v višini 163,1 milijarde EUR in enakem mnogokratniku znaša ocenjena vrednost 54 EUR na delnico, kar ustreza 1 % potencialu rasti. Ob pričakovanem EBITDA in mnogokratniku avtomobilske industrije vodi do ocene 68 EUR in nakazuje na 27 % potencialno rast delnice. Analiza DCF ocenjuje

pošteno vrednost na 89 EUR, kar predstavlja 65 % razkorak glede na tržno ceno ob koncu leta 2024. Razlika v rezultatih med obema podjetjema izpostavlja nekatere omejitve relativnih metod, ker preveč posplošujejo industrijske kazalnike in vključujejo kratkoročne anomalije na trgu.

Slika 10: Grafična ponazoritev tržne cene in poštene cene avtomobilske panoge



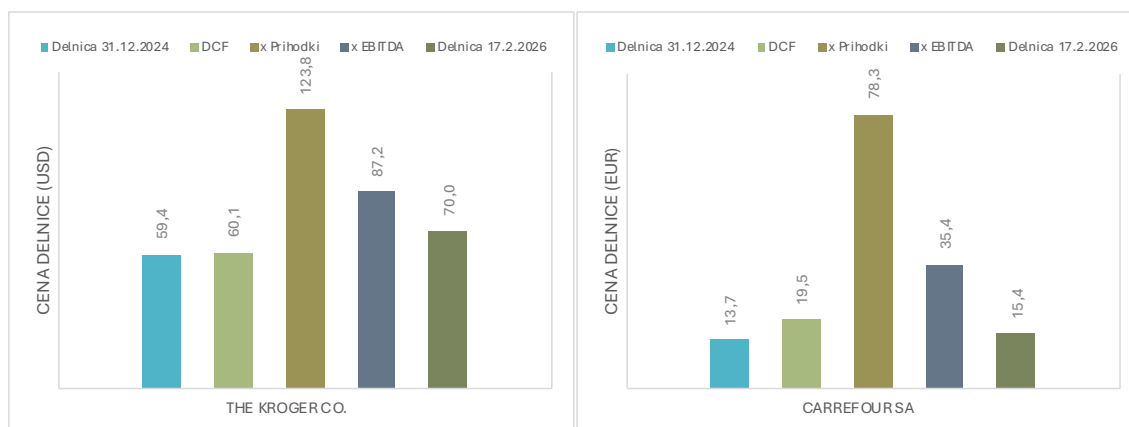
Vir: Lastno delo.

6.4.3 Trgovinska panoga

Likvidnost delnic obeh podjetij se bistveno razlikuje. Kroger kotira na newyorški borzi (NYSE:KR), Carrefour pa na pariški borzi (ENXTPA:CA). Delnica podjetja Kroger je bila v povprečju zadnjih treh mesecev dnevno trgovana v obsegu 7,8 milijona kosov, kar glede na tržno ceno ustreza približno 460 milijonom USD dnevnega prometa. V primerjavi s tem je bila delnica podjetja Carrefour trgovana 3,7 milijona krat dnevno, kar predstavlja slabih 50 milijonov EUR dnevnega prometa. Skupna likvidnost delnice Carrefour je tako skoraj desetkrat nižja kot pri Krogerju. Za relativno vrednotenje podjetij The Kroger Co. in Carrefour SA so bili določeni mnogokratniki kot mediana vzorca 26 primerljivih trgovskih podjetij. Vzorčna podjetja vključujejo globalne verige s podobnim poslovnim modelom, osredotočenim na maloprodajo osnovnih življenjskih potrebščin, živil in vsakodnevne potrošnje. Uporabljena mnogokratnika sta znašala 0,69x za prihodke in 9,70x za EBITDA in sta bila prilagojena glede na velikost posameznih podjetij. Delnica podjetja Kroger ob predvidenih 149,9 milijarde USD prihodkov in izračunanim mnogokratnikom znaša 124 USD, kar predstavlja več kot 100 % potencial rasti. Po mnogokratniku in ob 8,1 milijarde USD EBITDA je ocenjena vrednost 87 USD, kar je 47 % nad tržno ceno. Nasprotno pa metoda DCF vrednoti delnico na 60 USD, kar je skladno s tržno ceno. Relativno vrednotenje podjetja Carrefour, ob prihodkih 97,5 milijarde EUR, kaže na pošteno vrednost 78 EUR na delnico, kar je 471 % nad tržno ceno, ob EBITDA v višini 4,05 milijarde EUR dobimo vrednost delnice 35 EUR, kar nakazuje na 158 % potencialno rast. DCF analiza postavlja pošteno vrednost pri 19 EUR, kar pomeni 42 % nad tržno ceno ob koncu leta 2024. Takšna

razhajanja med posameznimi metodami pri Carrefourju lahko izvirajo iz višje zaznane tržne negotovosti, geografske izpostavljenosti in političnih dejavnikov.

Slika 11: Grafična ponazoritev tržne cene in poštene cene trgovinske panoge



Vir: Lastno delo.

6.5 Interpretacija rezultatov in primerjava z literaturo

V tem poglavju so predstavljeni ključni rezultati raziskave ter njihova interpretacija v širšem teoretičnem in empiričnem kontekstu. Primerjava z obstoječo literaturo omogoča oceno skladnosti ugotovitev z dosedanjimi raziskavami ter identifikacijo morebitnih odstopanj, ki prispevajo k boljšemu razumevanju obravnavane tematike.

6.5.1 Povezava rezultatov z literaturnimi ugotovitvami

Rezultati vseh treh analiz vrednotenja potrjujejo, da ima likvidnost borze in posamezne delnice pomemben vpliv na tržno vrednost podjetja. Vrednostne razlike med pari podjetij so prisotne, kar je skladno s številnimi teoretičnimi raziskavami o vplivu tržne likvidnosti na ceno kapitala. Pri tem je bila osrednja metoda vrednotenja model DCF, medtem ko sta bili primerjalni metodi uporabljeni kot dopolnilo in sredstvo za preverjanje skladnosti rezultatov. V teoretičnem delu sem predstavil koncept diskonta zaradi pomanjkanja tržnosti, ki izhaja iz razlike med teoretično vrednostjo podjetja in njegovo tržno ceno, kadar obstajajo ovire za hitro in učinkovito prodajo sredstev. Avtorji, kot sta med drugimi tudi Amihud in Mendelson (1986), poudarjajo, da vlagatelji za manj likvidne delnice zahtevajo višji pričakovani donos, kar se v praksi odraža kot nižja tržna vrednost. Tudi Damodaran (2024a) v svojih raziskavah ocenjuje, da se lahko nelikvidnost pri delnicah izraža v obliki dodatne premije v višini od 2 % do 7 % v diskontni stopnji, kar posledično vpliva na nižjo pošteno vrednost. Metodološki okvir raziskave je omogočil jasno primerjavo, saj so bila v vseh primerih podjetja iz posameznega para izbrana glede na primerljivo velikost, poslovni model in geografsko prisotnost. Poleg tega je bila za vsako podjetje uporabljena ista struktura vrednotenja na donosu zasnovanem načinu vrednotenja DCF in dve relativni metodi kot dopolnili. Tako je

bilo mogoče nadzirati večino zunanjih spremenljivk, s čimer je vpliv likvidnosti bolj razviden. V svojih DCF modelih sem se zavestno odločil, da dodatne premije za pomanjkanje likvidnosti ne vključim v izračun diskontne stopnje, saj sem želel ohraniti vse dejavnike konsistentne med pari podjetij. Tako sem dobil raziskovalni okvir, kjer razlika med pošteno in tržno vrednostjo v idealnih pogojih izhaja predvsem iz vpliva tržne likvidnosti. Rezultati vrednotenja to odločitev potrjujejo. V vseh treh primerjalnih parih so podjetja, ki kotirajo na manj likvidnih borzah, dosegla večji razkorak med tržno in pošteno vrednostjo. Po drugi strani so podjetja, ki kotirajo na visoko likvidnih borzah, izkazovala manjše razlike. Če bi v izračun vključil diskont zaradi pomanjkanja likvidnosti, bi bile poštene vrednosti za podjetja na manj likvidnih borzah nižje in bi se tako vsaj deloma približale trenutni tržni vrednosti. To bi zmanjšalo analitično moč primerjave in vsaj deloma zameglilo glavno raziskovalno vprašanje. Metodologija dela se je izkazala kot ustrezna za preverjanje hipoteze in skupaj gledano so empirični rezultati raziskave skladni s teoretičnimi ugotovitvami iz literature, pri čemer se učinek likvidnosti jasno kaže kot vpliven dejavnik pri oblikovanju tržne vrednosti delnic.

6.5.2 Povzetek vpliva likvidnosti in drugih dejavnikov na vrednotenje

Analiza šestih podjetij, razvrščenih v tri panoge in razdeljenih v tri primerjalne pare, je potrdila obstoj pomembnega razkoraka med pošteno in tržno vrednostjo delnic pri podjetjih, ki kotirajo na manj likvidnih borzah. Največji razkorak je bil opažen v farmacevtski panogi pri podjetju Krka, d. d., kjer poštena vrednost delnice za 82 % presega tržno vrednost, kar kaže na izrazito podcenjenost. To podjetje je obenem tudi tisto, ki kotira na najmanj likvidni borzi in dosega najnižji dnevni obseg trgovanja v analiziranem vzorcu. Njegov par, Viatrix Inc., ki kotira na likvidnem ameriškem trgu, kaže bistveno manjši, a še vedno opazen razkorak (+42,9 %). V primeru Viatrixa je treba dodatno izpostaviti vpliv političnih dejavnikov. Nova ameriška administracija, ki je nastopila konec leta 2024, je napovedala reforme cenovne politike zdravil, kar je močno negativno vplivalo na delnico Viatrixa, ki je v opazovanem obdobju izgubila več kot 15 % vrednosti. Ta dejavnik deloma pojasnjuje odstopanje med tržno in pošteno vrednostjo kljub visoki borzni likvidnosti. V avtomobilski panogi je General Motors izstopal kot najbolj likvidna delnica v celotni analizi, z dnevnim prometom v višini 800 milijonov USD in z dejstvom, da se vsak dan v povprečju obrne 1,54 % vseh delnic v obtoku. Nasprotno je Mercedes-Benz Group AG, ki kotira na nemški borzi Xetra, beležil povprečni dnevni promet 190 milijonov EUR, kar pomeni zgolj 0,3 % dnevnega obrata vseh delnic. DCF analiza je za GM ocenila, da je poštena vrednost delnice približno 15,4 % pod tržno, kar pomeni, da je lahko delnica celo rahlo precenjena. Tudi obe relativni metodi potrjujeta, da je GM pošteno ovrednoten, kar je v skladu z njegovo visoko likvidnostjo. Kroger, podjetje iz trgovinske panoge, je še en primer visoko likvidnega podjetja, pri katerem se poštena vrednost delnice skoraj popolnoma ujema s tržno vrednostjo ob koncu leta 2024. Povprečni dnevni promet znaša 460 milijonov USD, z dnevnim prometom, ki vključuje približno 1,2 % vseh delnic v obtoku. Relativne metode sicer niso potrdile te izenačenosti, verjetno zaradi vključitve podjetij v vzorec, ki večji del prodaje

opravijo prek spletnih kanalov in zato dosegajo višje mnogokratnike. Posledično so bili mnogokratniki prihodkov in EBITDA morda previsoki glede na tradicionalni poslovni model podjetij, kot sta Kroger in Carrefour.

Tudi lastniška struktura se je izkazala kot pomembna dimenzija vpliva. Pri podjetjih z visoko likvidnostjo borz (GM, Viatris, Kroger) so imeli institucionalni vlagatelji v lasti v povprečju več kot 80 % vseh delnic, največ pri GM (89 %). Pri podjetjih, ki kotirajo na manj likvidnih borzah, je bil ta delež precej nižji, in sicer 32 % pri Krki, 30 % pri Mercedesu in 44 % pri Carrefourju. Državni delež v lastništvu je bil zaznan le pri Krki (17 %) in Carrefourju (2 %), kar lahko dodatno vpliva na zaznano investicijsko fleksibilnost in likvidnost delnic. Določeni vplivi na vrednotenje izhajajo tudi iz politične in geografske izpostavljenosti podjetij. Kapitalska struktura se je prav tako izkazala za pomemben dejavnik. Podjetja z višjo zadolženostjo, kot je GM, kjer razmerje med neto dolgom in EBITDA presega 7x, so imela posledično višjo diskontno stopnjo, kar se je odrazilo v nižji pošteni vrednosti po DCF modelu. Na podlagi vseh analiz lahko zaključim, da likvidnost ni edini dejavnik, ki vpliva na vrednotenje podjetij, vendar je njen vpliv dosleden, merljiv in pomemben. Delnice podjetij, ki kotirajo na manj likvidnih borzah, dosegajo opazno večje razkorake med tržno in pošteno vrednostjo. Likvidnost tako deluje kot ključni element premije za tveganje, ki jo vlagatelji implicitno vključujejo v ceno kapitala in posledično se to odraža v tržni vrednosti delnice.

7 SKLEP

Cilj magistrskega dela je bil raziskati, ali obstaja sistematična povezava med likvidnostjo borze, na kateri podjetje kotira in tržno vrednostjo njegovih delnic. V središču analize je bilo vprašanje, ali višja likvidnost same borze prispeva k višji tržni vrednosti podjetij, ob upoštevanju čim bolj izenačenih dejavnikov, kot so velikost podjetja, panoga delovanja, geografska prisotnost in poslovni model. Likvidnost na kapitalskih trgih je namreč v sodobni literaturi in praksi vse bolj prepoznana kot ključen element, ki vpliva na odločanje vlagateljev, strukturo lastništva in na koncu tudi na ceno kapitala.

V analitičnem delu naloge je bilo vrednotenih šest podjetij, posebno pozornost pa sem namenil izbiri primerljivih podjetij, saj je ta korak ključen za verodostojnost rezultatov. Izbor je temeljil na kombinaciji finančnih kazalnikov in poslovnih značilnosti podjetij. Za vsako podjetje je bila izvedena temeljita analiza preteklega poslovanja. Osrednja metoda vrednotenja je bil model DCF. Napovedi prihodkov in marž so temeljile na javno dostopnih ocenah profesionalnih analitikov, kar je zagotovilo nepristranskost vhodnih predpostavk. Diskontne stopnje so bile izračunane posebej za vsako podjetje in so upoštevale vse ključne komponente, razen diskonta zaradi pomanjkanja likvidnosti, katerega izključitev je bila namerna, saj sem želel ta vpliv dodatno empirično oceniti. Dodatno sta bili uporabljeni še dve relativni metodi, ki temeljita na mnogokratnikih prihodkov in EBITDA, izračunanih na podlagi natančno izbranih primerljivih podjetij znotraj posamezne panoge. Rezultati vseh

treh analiz so konsistentno pokazali, da je pri vseh treh podjetjih, ki kotirajo na manj likvidnih borzah (Krka, Mercedes-Benz, Carrefour SA), obstajal bistveno večji razkorak med pošteno in tržno vrednostjo delnic. Poštena vrednost je presegala tržno za od 42 % do kar 82 %. Največji odklon je bil zaznan pri Krki, ki kotira na najmanj likvidni borzi v vzorcu in ima tudi izrazito omejen dnevni obseg trgovanja. Nasprotno pa so bila podjetja z visoko likvidnostjo (Viatris, GM, Kroger) vrednotena precej bližje svoji tržni vrednosti in v primeru GM je bila poštena vrednost celo nižja od tržne. Ugotovitve podpirajo teoretične koncepte, predstavljene v literaturi, ki povezujejo likvidnost s t. i. diskontom zaradi pomanjkanja tržnosti in s preferencami institucionalnih vlagateljev. Podjetja z višjo likvidnostjo so imela bistveno večji delež institucionalnega lastništva (vsa nad 80 %), medtem ko so bila podjetja z manj likvidnimi delnicami v večji meri v rokah manjših vlagateljev ali državnih institucij. To dodatno potrjuje ugotovitev, da kapitalski trg vrednosti delnic ne določa zgolj na podlagi temeljnih finančnih informacij, temveč tudi glede na njihovo dostopnost in prenosljivost na sekundarnem trgu.

Vsekakor je treba poudariti, da gre za vzorec šestih podjetij, zato rezultatov ni mogoče neposredno posplošiti na celoten trg ali panogo. Vendar pa so bili vsi modeli zgrajeni na strokovno utemeljenih predpostavkah, uporabljeni podatki pa izvirajo iz preverjenih virov. Vse uporabljene metode vrednotenja so bile dosledno uporabljene po enotni metodologiji, kar dodatno povečuje primerljivost rezultatov. Za nadaljnje raziskave bi bilo smiselno uporabiti večji vzorec podjetij in vključno s statističnimi metodami oceniti vpliv likvidnosti na premijo za tveganje ter posledično na vrednotenje. Prav tako bi bilo mogoče v prihodnjih študijah eksplicitno vključiti DLOM v izračun diskontne stopnje in preveriti, kako se rezultati razlikujejo glede na različne scenarije stopnje likvidnosti. V sodobnem okolju globaliziranih trgov, kjer se investicijske priložnosti ocenjujejo v milisekundah, postaja razumevanje vpliva likvidnosti pri vrednotenju podjetij ključno za oblikovanje uspešnih naložbenih strategij. Ugotovitve magistrskega dela kažejo, da likvidnost ni le tehnična značilnost trga, ampak tudi pomembna komponenta vrednosti delnice, ki lahko bistveno vpliva na odločanje vlagateljev in oblikovanje cen na kapitalskih trgih.

SEZNAM KLJUČNE LITERATURE

1. Bodie Z., Kane A. in Marcus A. (2017). *Investments*. (11. izd.). McGraw-Hill Education.
2. Brealey, R., Myers, S. in Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance* (13. izd.). McGraw-Hill Education.
3. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. izd.). John Wiley & Sons, Inc.
4. Palepu, K., Healy, P. in Peek, E. (2022). *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition* (6. izd.). Cengage Learning EMEA.
5. Penman, S. in Pope, P. F. (2025). *Financial Statement Analysis for Value Investing*. Columbia University Press.

LITERATURA IN VIRI

1. Almeida, J. E. F. D., Lima, I. S. in Securato, J. R. (2012). Analysis of the Residual Income Valuation and Abnormal Earnings Growth Models: A Practical Approach using Analysts' Forecasts. *Revista de Contabilidade*, 4(1), 5–16.
2. Amihud, Y. in Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), str. 223–249.
3. Capital IQ. (2024). *The Ripple Effect: Finding Company Connections from Detailed Estimates* (Quantamental Report). Pridobljeno 18. avgusta 2024 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4877738.
4. Cheng, Q. (2005). What Determines Residual Income? *The Accounting Review*, 80(1), 85–112.
5. Conine, T. E. in Tamarkin, M. (1985). Divisional Cost of Capital Estimation: Adjusting for Leverage. *Financial Management*, 14(1), 54–58.
6. Cosemans, M., Frehen, R., Schotman, P. C. in Bauer, R. (2016). Estimating Security Betas Using Prior Information Based on Firm Fundamentals. *The Review of Financial Studies*, 29(8), str. 1072–1112.
7. Damodaran Online. (2024a). *Data: Current*. Pridobljeno 2. septembra 2024 iz http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html.
8. Damodaran Online. (2024b). *Implied Equity Risk Premium Update*. Pridobljeno 2. septembra 2024 iz <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
9. Damodaran, A. (2005). *The Cost of Illiquidity*. Pridobljeno 1. septembra 2024 iz <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf>.
10. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2. izd.). John Wiley & Sons, Inc.
11. Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*. Pridobljeno 1. septembra 2024 iz <https://ssrn.com/abstract=1105499>.
12. Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Pridobljeno 2. septembra 2024 iz <https://ssrn.com/abstract=1317436>.
13. Fang, V. W., Noe, T. H. in Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94(1), str. 150–169.
14. Frost, C. A., Gordon, E. A. in Hayes, A. F. (2006). Stock exchange disclosure and market development: An analysis of 50 international exchanges. *Journal of Accounting Research*, 44(3), str. 437–483.
15. Fuhmann R. (2023). *Stock Exchanges Around the World*. Pridobljeno 15. oktobra 2024 iz <https://www.investopedia.com/terms/l/lawoflargenumbers.asp>.
16. Harmon, M. (2024). *The Financial Restructuring Tool Set: How to Fix Your Broken Balance Sheet*. Columbia University Press.
17. IG Analyst. (brez datuma). *What are the largest stock exchanges in the world*. Pridobljeno 4. septembra 2024 iz <https://www.ig.com/en/trading-strategies/what-are-the-largest-stock-exchanges-in-the-world--180905>.

18. Investopedia team. (2024). *Corporate finance, financial analysis*. Pridobljeno 15. oktobra 2024 iz <https://www.investopedia.com/terms/l/lawoflargenumbers.asp>.
19. Korošec Lavrič, S. (2024). Merjenje finančnih naložb po kapitalski metodi. *Revija IKS*, 50(8–9). Pridobljeno 25. oktobra 2025 iz <https://www.revijaiks.si/2024/08-09/Racunovodstvo/clanek/6293809/merjenje-financnih-nalozb-po-kapitalski-metodi>.
20. Ohlson, J. A. (2005). On accounting-based valuation formulae. *Review of Accounting Studies*, 10(2/3), str. 323–347.
21. Pastor, L. in Stambaugh, R. F. (2001). *Liquidity Risk and Expected Stock Returns*. Pridobljeno 8. Avgusta 2024 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279804.
22. Patterson, A.P. (2017). Valuation and liquidity discounts. *Financier Worldwide Magazine*.
23. Penman, S. H. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. izd.). McGraw-Hill.
24. Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R. in Stowe, J. D. (2017). *Equity Asset Valuation* (str. 488–498). John Wiley & Sons, Inc.
25. Porter, M. E. (2008). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Simon and Schuster.
26. Pratt, S. P. (2009). *Business Valuation Discounts and Premiums* (2. izd.). John Wiley & Sons.
27. Wahid, A., Talib, N. in Naqvi, S. A. A. (2017). Strategic change in operating trends of public listed companies and its impact on stockmarket growth. *The Pakistan Development Review*, 56(4), str. 369–383.

PRILOGE

Priloga 1: Analiza primerljivih podjetij za namen relativnega vrednotenja

Tabela 1: Seznam primerljivih podjetij in prikaz izračuna mnogokratnikov za farmacevtsko industrijo

Farmacevtska industrija | Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi (GPC metoda)

mUSD	Tržna kapitalizacija	Celotna vr. podjetja	Skupni prihodki	EBITDA	Implicitna vr. podjetja		Prilagoditev za velikost	Prilagojena vrednost	
					xPrihodki	xEBITDA		xPrihodki	xEBITDA
Pacira BioSciences, Inc. (NasdaqGS:PCRX)	870	1.061	701	176	1,5x	6,0x	1,25%	1,5x	5,6x
GSK plc (LSE:GSK)	73.084	89.434	41.735	11.058	2,1x	8,1x	-	2,1x	8,1x
Viartis Inc. (NasdaqGS:VTRS)	14.860	28.827	14.739	4.483	2,0x	6,4x	-	2,0x	6,4x
Teva Pharmaceutical Industries Limited (NYSE:TEVA)	25.006	41.281	16.544	4.431	2,5x	9,3x	-	2,5x	9,3x
Perrigo Company plc (NYSE:PRGO)	3.508	7.034	4.373	743	1,6x	9,5x	0,50%	1,6x	9,0x
Bausch Health Companies Inc. (NYSE:BHC)	2.965	24.685	9.625	3.134	2,6x	7,9x	-	2,6x	7,9x
Takeda Pharmaceutical Company Limited (TSE:4502)	45.257	77.701	31.268	8.635	2,5x	9,0x	-	2,5x	9,0x
ANI Pharmaceuticals, Inc. (NasdaqGM:ANIP)	1.079	1.583	614	82	2,6x	19,2x	1,25%	2,5x	15,5x
Amphastar Pharmaceuticals, Inc. (NasdaqGS:AMPH)	1.785	2.165	732	258	3,0x	8,4x	1,25%	2,9x	7,6x
Jazz Pharmaceuticals plc (NasdaqGS:JAZZ)	7.445	11.031	4.069	1.522	2,7x	7,2x	0,50%	2,7x	7,0x
Krka, d. d. (LJSE:KRKG)	4.788	4.187	2.139	576	2,0x	7,3x	0,50%	1,9x	7,0x
Prestige Consumer Healthcare Inc. (NYSE:PBH)	3.858	4.867	1.118	361	4,4x	13,5x	0,50%	4,3x	12,6x
Amneal Pharmaceuticals, Inc. (NasdaqGS:AMRX)	2.454	5.081	2.794	585	1,8x	8,7x	0,50%	1,8x	8,3x
Zoetis Inc. (NYSE:ZTS)	73.508	78.569	9.256	3.829	8,5x	20,5x	-	8,5x	20,5x
Organon & Co. (NYSE:OGN)	3.843	11.829	6.403	1.765	1,8x	6,7x	0,50%	1,8x	6,5x
POVZETEK									
Mediana	3.858	11.031	4.373	1.522	2,5x	8,4x		2,5x	8,1x
Povprečje	17.621	25.956	9.741	2.776	2,8x	9,8x		2,7x	9,4x
Min	870	1.061	614	82	1,5x	6,0x		1,5x	5,6x
Max	73.508	89.434	41.735	11.058	8,5x	20,5x		8,5x	20,5x
1st kvartil	2.454	4.187	1.118	361	1,8x	7,2x		1,8x	7,0x
3rd kvartil	25.006	41.281	14.739	4.431	2,7x	9,5x		2,7x	9,3x

N = 15

Vir: Lastno delo.

Tabela 2: Seznam primerljivih podjetij in prikaz izračuna mnogokratnikov za avtomobilsko industrijo

Avtomobilska industrija | Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi (GMC metoda)

mUSD	Tržna kapitalizacija	Celotna vr. podjetja	Skupni prihodki	EBITDA	Implicitna vr. podjetja		Prilagoditev za velikost	Prilagojena vrednost	
					xPrihodki	xEBITDA		xPrihodki	xEBITDA
Volkswagen AG (XTRA:VOW3)	51.028	298.294	363.679	38.052	0,8x	7,8x	-	0,8x	7,8x
Renault SA (ENXTPA:RNO)	14.151	70.031	62.991	6.884	1,1x	10,2x	0,50%	1,1x	9,7x
Bayerische Motoren Werke (XTRA:BMW)	55.113	161.767	159.494	19.023	1,0x	8,5x	-	1,0x	8,5x
Ford Motor Company (NYSE:F)	39.346	170.999	184.992	11.067	0,9x	15,5x	-	0,9x	15,5x
General Motors Company (NYSE:GM)	58.576	163.955	187.442	18.689	0,9x	8,8x	-	0,9x	8,8x
Mercedes-Benz Group AG (XTRA:MBG)	57.320	160.802	163.094	18.745	1,0x	8,6x	-	1,0x	8,6x
Volvo Car AB (publ.) (OM:VOLCAR B)	7.333	9.247	41.166	4.005	0,2x	2,3x	0,50%	0,2x	2,3x
Stellantis N.V. (BIT:STLAM)	38.670	32.839	175.734	11.982	0,2x	2,7x	-	0,2x	2,7x
POVZETEK									
Mediana	45.187	161.284	169.414	15.335	0,9x	8,5x		0,9x	8,5x
Povprečje	40.192	133.491	167.324	16.056	0,8x	8,0x		0,8x	8,0x
Min	7.333	9.247	41.166	4.005	0,2x	2,3x		0,2x	2,3x
Max	58.576	298.294	363.679	38.052	1,1x	15,5x		1,1x	15,5x
1st kvartil	20.281	42.137	87.117	7.929	0,4x	4,0x		0,4x	4,0x
3rd kvartil	56.768	169.238	186.830	18.954	1,0x	9,8x		1,0x	9,5x

N = 8

Vir: Lastno delo.

Tabela 3: Seznam primerljivih podjetij in prikaz izračuna mnogokratnikov za trgovinsko industrijo

Trgovinska industrija | Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi (GMC metoda)

mUSD	Tržna kapitalizacija	Celotna vr. podjetja	Skupni prihodki	EBITDA	Implicitna vr. podjetja		Prilagoditev za velikost	Prilagojena vrednost	
					xPrihodki	xEBITDA		xPrihodki	xEBITDA
Dollar Tree, Inc. (NasdaqGS:DLTR)	16.115	25.967	31.220	2.677	0,8x	9,7x	-	0,8x	9,7x
Carrefour SA (ENXTPA:CA)	10.199	30.057	97.523	4.050	0,3x	7,4x	-	0,3x	7,4x
Costco Wholesale Corporation (NasdaqGS:COST)	406.731	403.034	258.805	11.781	1,6x	34,2x	-	1,6x	34,2x
Target Corporation (NYSE:TGT)	61.941	78.359	107.570	9.053	0,7x	8,7x	-	0,7x	8,7x
Casey's General Stores, Inc. (NasdaqGS:CASY)	14.707	17.063	14.974	1.130	1,1x	15,1x	-	1,1x	15,1x
Dollar General Corporation (NYSE:DG)	16.675	33.704	40.166	2.947	0,8x	11,4x	-	0,8x	11,4x
The Kroger Co. (NYSE:KR)	44.249	60.665	149.879	8.119	0,4x	7,5x	-	0,4x	7,5x
Walmart Inc. (NYSE:WMT)	725.816	785.702	673.819	41.759	1,2x	18,8x	-	1,2x	18,8x
Koninklijke Ahold Delhaize N.V. (ENXTAM:AD)	32.470	48.890	100.096	5.692	0,5x	8,6x	-	0,5x	8,6x
J Sainsbury plc (LSE:SBRY)	8.402	15.987	43.522	2.193	0,4x	7,3x	-	0,4x	7,3x
Tesco PLC (LSE:TSCO)	32.842	46.666	92.495	5.585	0,5x	8,4x	-	0,5x	8,4x
Kesko Oyj (HLSE:KESKOB)	8.087	11.314	13.353	903	0,8x	12,5x	0,50%	0,8x	11,8x
Marks and Spencer Group plc (LSE:MKS)	10.086	12.878	17.807	1.660	0,7x	7,8x	0,50%	0,7x	7,5x
Colruyt Group N.V. (ENXTBR:COLR)	5.054	5.081	12.121	858	0,4x	5,9x	0,50%	0,4x	5,8x
Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (ENXTLS:JMT)	12.988	16.837	37.486	1.919	0,4x	8,8x	-	0,4x	8,8x
Sonae, SGPS, S.A. (ENXTLS:SON)	1.976	6.578	11.294	669	0,6x	9,8x	0,50%	0,6x	9,4x
Grocery Outlet Holding Corp. (NasdaqGS:GO)	1.516	3.029	4.372	211	0,7x	14,4x	1,25%	0,7x	12,2x
Axfood AB (publ) (OM:AXFO)	5.193	6.301	8.646	487	0,7x	12,9x	0,50%	0,7x	12,1x
Sprouts Farmers Market, Inc. (NasdaqGS:SFM)	12.706	14.050	7.719	645	1,8x	21,8x	0,50%		19,6x
Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (BME)	995	1.834	6.601	202	0,3x	9,1x	1,25%	0,3x	8,2x
Dino Polska S.A. (WSE:DNP)	10.119	10.274	7.752	611	1,3x	16,8x	0,50%	1,3x	15,5x
Ocado Group plc (LSE:OCDO)	3.308	4.943	1.616	129	3,1x	38,3x	0,50%		
Maplebear Inc. (NasdaqGS:CART)	10.641	9.545	3.378	543	2,8x	17,6x	0,50%		16,2x
BJ's Wholesale Club Holdings, Inc. (NYSE:BJ)	11.803	14.600	20.581	1.076	0,7x	13,6x	0,50%	0,7x	12,7x
HelloFresh SE (XTRA:HFG)	2.119	2.550	8.582	131	0,3x	19,4x	1,25%	0,3x	15,6x
Albertsons Companies, Inc. (NYSE:ACI)	11.378	25.284	79.931	3.844	0,3x	6,6x	-	0,3x	6,6x
POVZETEK									
Mediana	11.010	15.294	19.194	1.395	0,7x	10,6x		0,7x	9,7x
Povprečje	56.851	65.046	71.204	4.187	0,9x	13,5x		0,7x	12,0x
Min	995	1.834	1.616	129	0,3x	5,9x		0,3x	5,8x
Max	725.816	785.702	673.819	41.759	3,1x	38,3x		1,6x	34,2x
1st kvartil	5.158	6.508	8.375	594	0,4x	8,2x		0,4x	7,8x
3rd kvartil	20.624	36.944	93.752	4.433	1,1x	17,0x		0,8x	15,3x

N = 26

Vir:

Lastno delo.

Priloga 2: Podroben pregled poslovanja ocenjevanih podjetij

Tabela 4: Izkaz poslovnega izida podjetja Viatris Inc.

Viatris Inc. Izkaz poslovnega izida							CAGR FY19-24
m USD	Iz letnega poročila						
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	
Skupni prihodki	11.501	11.946	17.886	16.263	15.427	14.739	5,1%
Rast na letni ravni (YoY)	-	3,9%	49,7%	(9,1%)	(5,1%)	(4,5%)	
Stroški prodanega blaga	7.056	7.391	11.875	9.337	8.695	8.601	4,0%
Bruto dobiček	4.444	4.555	6.011	6.926	6.732	6.138	6,7%
Bruto marža	38,6%	38,1%	33,6%	42,6%	43,6%	41,6%	
Obratovalni stroški (OPEX)	3.022	3.194	4.913	4.179	4.578	4.364	7,6%
Poslovni izid (EBIT)	1.422	1.361	1.098	2.747	2.154	1.775	4,5%
EBIT marža	12,4%	11,4%	6,1%	16,9%	14,0%	12,0%	
EBITDA	3.261	3.257	5.502	5.601	4.834	4.483	6,6%
EBITDA marža	28,4%	27,3%	30,8%	34,4%	31,3%	30,4%	
Neto obrestni odhodki	(517)	(498)	(636)	(592)	(573)	(553)	1,4%
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	872	834	460	2.195	1.855	1.381	9,6%
Davek na dohodek	138	(51)	605	735	148	11	(39,7%)
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	154	(721)	(664)	2.813	203	(623)	(232,2%)
Čisti dobiček	154	(721)	(664)	2.813	203	(623)	(232,2%)

Vir: Lastno delo.

Tabela 5: Izkaz denarnih tokov podjetja Viatris Inc.

Viatris Inc. Denarni tok za namene DCF analize							
m USD	Iz letnega poročila						Povprečje
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Čisti dobiček	154	(721)	(664)	2.813	203	(623)	
Dnevi vezave terjatev (DSO)	84	119	77	73	67	66	81
Dnevi vezave zalog (DIO)	138	270	122	138	146	164	163
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)	79	94	51	69	81	79	76
Denarni cikel poslovanja (CCC)	143	295	148	141	131	151	168
Obratna kratkoročna sredstva	6.194	11.938	10.113	9.163	11.792	8.431	
Obratne kratkoročne obveznosti	3.822	6.824	6.208	5.136	5.533	5.499	
Neto obratni kapital	2.372	5.114	3.905	4.027	6.259	2.932	4.101
Kot odstotek celotnih prihodkov	20.6%	42.8%	21.8%	24.8%	40.6%	19.9%	28.4%
Amortizacija in odpisi	1.839	1.896	4.404	2.854	2.679	2.709	2.730
Kapitalski izdatki (Capex)	(213)	(243)	(457)	(406)	(377)	(326)	(337)
Prosti denarni tok za podjetje	1.780	(1.811)	4.491	5.139	274	5.086	2.493

Vir: Lastno delo.

Prihodki podjetja Viatris Inc. so v obdobju 2019–2024 rasli s povprečno letno stopnjo 5,1 %, predvsem zaradi združitve podjetij Mylan in Upjohn v letu 2020, kar je vplivalo na močan skok prihodkov v letu 2021 (+49,7 %). V letih po združitvi so prihodki nekoliko upadli, zlasti zaradi odprodaj nestrategskih enot in racionalizacije portfelja. Stroški prodanega blaga so se gibali v povprečju okoli 60 % prihodkov, bruto marža pa se je v tem obdobju izboljševala – z 38,6 % v letu 2019 na 41,6 % v letu 2024. To nakazuje na učinkovitejše upravljanje stroškov in sestavo portfelja z višjimi maržami. **Obratovalni stroški** so ostajali razmeroma stabilni, med 26 % in 30 % prihodkov, kar kaže na ohranjeno stroškovno disciplino. EBIT marža se je gibala med 6 % in 17 %, z najvišjo vrednostjo v letu 2022 (16,9 %), nato pa se je do leta 2024 znižala na 12 %. To zmanjšanje je lahko posledica padca prihodkov in manjše operativne vzvodnosti, ki se pogosto pojavi v obdobjih konsolidacije.

Čisti dobiček v tem obdobju ni bil stabilen – leta 2020 in 2021 je podjetje zabeležilo izgubo, deloma zaradi visokih enkratnih stroškov in obrestnih odhodkov. Leto 2022 je izstopalo z izjemno visokim dobičkom (2.813 milijonov USD), kar kaže na učinke optimizacije po združitvi. V letih 2023 in 2024 pa je dobiček ponovno upadel, pri čemer je bil leta 2024 negativen (–623 milijonov USD), kar kaže na prisotnost izrednih vplivov ali dodatnih stroškov, ki niso trajni.

Tabela 6: Ocena napovedi izkaza poslovnega izida podjetja Viatris Inc.

Viatris Inc. | Izkaz poslovnega izida

m USD	Ocena				CAGR
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Skupni prihodki	13.790	14.053	14.215	14.215	1,0%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	<i>(6,4%)</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,2%</i>	-	
Stroški prodanega blaga	8.412	8.572	8.671	8.671	1,0%
Bruto dobiček	5.378	5.481	5.544	5.544	1,0%
<i>Bruto marža</i>	<i>39,0%</i>	<i>39,0%</i>	<i>39,0%</i>	<i>39,0%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	4.137	4.216	4.265	4.265	1,0%
Poslovni izid (EBIT)	1.241	1.265	1.279	1.279	1,0%
<i>EBIT marža</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	
EBITDA	3.585	3.654	3.696	3.696	1,0%
<i>EBITDA marža</i>	<i>26,0%</i>	<i>26,0%</i>	<i>26,0%</i>	<i>26,0%</i>	
Neto obrestni odhodki	(553)	(553)	(553)	(553)	-
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	777	801	816	816	1,6%
Davek na dohodek	117	120	122	147	8,0%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	661	681	693	669	0,4%
Čisti dobiček	661	681	693	669	0,4%

Vir: Lastno delo.

Tabela 7: Ocena napovedi izkaza denarnih tokov podjetja Viatris Inc.

Viatris Inc. | Denarni tok za namene DCF analize

m USD	Ocena				Povprečje
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Čisti dobiček	661	681	693	669	
Dnevi vezave terjatev (DSO)					85
Dnevi vezave zalog (DIO)					175
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)					76
Denarni cikel poslovanja (CCC)					184
Obratna kratkoročna sredstva	9.422	9.602	9.713	9.713	
Obratne kratkoročne obveznosti	5.338	5.439	5.502	5.502	
Neto obratni kapital	4.085	4.162	4.211	4.211	4.167
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,6%</i>
Amortizacija in odpisi	2.344	2.389	2.417	2.417	2.392
Kapitalski izdatki (Capex)	(552)	(562)	(569)	(569)	(563)
Prosti denarni tok za podjetje	1.301	2.430	2.493	2.517	2.185

Vir: Lastno delo.

V upravljanju **obratnega kapitala** so bila opazna večja nihanja, zlasti v DIO, ki so v letu 2020 narasli na 270 dni in se nato stabilizirali okoli 160–180 dni. Dnevi vezave terjatev so ostali blizu povprečja 80 dni, medtem ko so DPO nihali manj in se gibali okoli 75–80 dni. Denarni cikel poslovanja se je skozi obdobje podaljšal, kar kaže na večjo vezavo sredstev v osnovni poslovni proces. Neto obratni kapital je znašal povprečno 4,1 milijarde USD in je predstavljal 28,4 % prihodkov, kar je glede na panogo pričakovano, a razmeroma visoko.

Amortizacija in odpisi so bili visoki in stabilni (povprečno 2.730 milijonov USD), kar je skladno s kapitalno intenzivnostjo panoge. Kapitalski izdatki so bili zmerni in v povprečju znašali 343 milijonov USD letno. Takšen odnos med amortizacijo in CAPEX kaže na to, da podjetje trenutno ne obnavlja svojih osnovnih sredstev v celoti, kar je lahko posledica racionalizacije po združitvi ali namerne strategije za optimizacijo denarnega toka. **Prosti denarni tok za podjetje** je v tem obdobju močno nihal – v letu 2020 je bil negativen (–1.811 milijonov USD), v letih 2021 in 2022 pa je dosegel vrhove nad 4 milijarde USD. Povprečje celotnega obdobja znaša 2.493 milijonov USD, kar kaže na to, da je podjetje kljub neto izgubam in negotovosti v nekaterih letih vseeno sposobno ustvarjati visoke denarne tokove, predvsem zaradi močne amortizacije in obvladanih investicijskih izdatkov.

Prihodki v obdobju 2025–2028 ostajajo razmeroma stabilni, z začetnim padcem v letu 2025 (–6,4 %), nato pa zmerno letno rastjo do 1,2 % do leta 2028. To odraža zrelo naravo poslovanja podjetja in pomanjkanje organskih spodbud za rast. Stroški prodanega blaga sledijo podobnemu trendu, kar ohranja bruto maržo nespremenjeno pri 39 %. Ta raven je nekoliko nižja kot v preteklih letih, kar lahko nakazuje na stalne cenovne pritiske v industriji generikov. **Obratovalni stroški** ostajajo stabilni v razponu 4,1–4,3 milijarde USD letno, kar predstavlja okoli 30 % prihodkov. EBIT se giblje med 1,24 in 1,28 milijarde USD, s konstantno EBIT maržo pri 9 %. V primerjavi z najboljšimi leti v preteklosti je to zmerno, a razmeroma vzdržno glede na nizko rast in konsolidiran poslovni model. **Čisti dobiček** se giblje okoli 660–690 milijonov USD letno. Dobiček brez izrednih dogodkov ostaja stabilen, vendar so neto obrestni odhodki še vedno visoki (okoli 550 milijonov USD letno), kar negativno vpliva na končni izkaz. Stabilnost čistega dobička v tem kontekstu temelji na predpostavki, da se obrestne mere in dolg v omenjenem obdobju bistveno ne spremenijo. V **okviru obratnega kapitala** so medletna nihanja najbolj opazna pri dnevih vezave zalog, ki se v povprečju gibljejo okoli 175 dni, kar pomeni dolgo vezavo sredstev v zalogah. Dnevi vezave terjatev ostajajo stabilni okoli 85, medtem ko dnevi do plačila dobaviteljem stagnirajo okoli 76. Denarni cikel poslovanja se zaradi visokega DIO podaljšuje in dosega 184 dni, kar je opazno daljše kot v preteklih letih. Neto obratni kapital se giblje okoli 4,1 milijarde USD in v povprečju predstavlja 29,6 % prihodkov, kar je relativno visoko, vendar tipično za podjetja z večjo proizvodno strukturo in zalogami. **Amortizacija in odpisi** znašajo povprečno 2.389 milijonov USD letno. Ker gre za ne-denarne odhodke, pomembno prispevajo k višjemu denarnemu toku v primerjavi z računovodskim dobičkom. Kapitalski izdatki ostajajo razmeroma nizki in stabilni (okoli 563 milijonov USD), kar kaže na to, da podjetje v tem obdobju ne predvideva večjih investicijskih ciklov. **Prosti denarni tok za podjetje**, ki je ključni vhod v DCF analizo, znaša v tem obdobju med 1.301 in 2.517 milijoni USD, s povprečno vrednostjo 2.183 milijonov USD letno. To pomeni, da podjetje kljub nizki rasti in relativno nizki dobičkonosnosti ohranja močno sposobnost ustvarjanja denarnega toka, kar predstavlja pomembno vrednost za delničarje in morebitne vlagatelje.

Tabela 8: Izkaz poslovnega izida podjetja Krka d.d.

Krka, d. d. | Izkaz poslovnega izida

m EUR	Iz letnega poročila						CAGR
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Skupni prihodki	1.493	1.535	1.566	1.717	1.806	1.910	5,0%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	-	2,8%	2,0%	9,7%	5,2%	5,7%	
Stroški prodanega blaga	646	624	675	743	780	816	4,8%
Bruto dobiček	847	911	891	974	1.027	1.094	5,2%
<i>Bruto marža</i>	<i>56,7%</i>	<i>59,4%</i>	<i>56,9%</i>	<i>56,7%</i>	<i>56,8%</i>	<i>57,3%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	575	524	538	595	629	669	3,1%
Poslovni izid (EBIT)	273	387	354	379	398	425	9,3%
<i>EBIT marža</i>	<i>18,3%</i>	<i>25,2%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>22,0%</i>	<i>22,3%</i>	
EBITDA	384	499	462	487	502	518	6,2%
<i>EBITDA marža</i>	<i>25,7%</i>	<i>32,5%</i>	<i>29,5%</i>	<i>28,4%</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,1%</i>	
Neto obrestni odhodki	1	2	1	3	12	14	66,2%
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	283	335	361	431	365	417	8,0%
Davek na dohodek	40	50	54	69	53	63	9,4%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	244	289	308	364	314	356	7,8%
Čisti dobiček	244	289	308	364	314	356	7,8%

Vir: Lastno delo.

V obdobju 2019–2024 je Krka beležila stabilno in zmerno rast **prihodkov**, s povprečno letno rastjo 5,0 %. Prihodki so se povečali s 1.493 milijonov EUR leta 2019 na 1.910 milijonov EUR leta 2024. Rast je bila najbolj izrazita v letu 2022 (+9,7 %), kar verjetno odraža ugodna gibanja na izvoznih trgih in povečano povpraševanje po generičnih zdravilih. Stroški prodanega blaga so v tem času zrasli s 646 milijonov EUR na 816 milijonov EUR, vendar počasneje kot prihodki, kar je pozitivno vplivalo na bruto maržo. Ta se je izboljšala s 56,7 % v letu 2019 na 57,3 % v letu 2024, kar kaže na učinkovit nadzor stroškov in morda tudi višji delež izdelkov z višjo dodano vrednostjo. **Obratovalni stroški** so bili stabilni, rast pa je bila skladna s prihodki. EBIT se je povečal z 274 milijonov EUR v letu 2019 na 425 milijonov EUR v letu 2024. EBIT marža se je izboljšala z 18,3 % na 22,3 %, kar pomeni, da je Krka uspela povečati operativno učinkovitost. To je lahko posledica kombinacije rasti prihodkov, optimizacije stroškov in obsega poslovanja.

Tabela 9: Izkaz denarnih tokov podjetja Krka d.d.

Krka, d. d. | Denarni tok za namene DCF analize

m EUR	Iz letnega poročila						Povprečje
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Čisti dobiček	244	289	308	364	314	356	
Dnevi vezave terjatev (DSO)	107	92	109	86	103	106	100
Dnevi vezave zalog (DIO)	238	266	247	272	283	286	265
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)	73	63	70	69	72	66	69
Denarni cikel poslovanja (CCC)	272	294	286	288	314	325	297
Obratna kratkoročna sredstva	922	922	1.148	993	1.224	1.237	
Obratne kratkoročne obveznosti	335	292	343	385	421	421	
Neto obratni kapital	587	630	806	608	803	816	708
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>39,3%</i>	<i>41,0%</i>	<i>51,4%</i>	<i>35,4%</i>	<i>44,5%</i>	<i>42,8%</i>	<i>42,4%</i>
Amortizacija in odpisi	111	112	109	108	105	93	106
Kapitalski izdatki (Capex)	(105)	(75)	(66)	(88)	(130)	(108)	(95)
Prosti denarni tok za podjetje	251	284	175	581	93	328	285

Vir: Lastno delo.

Čisti dobiček se je gibal med 244 milijoni EUR v letu 2019 in 356 milijoni EUR v letu 2024, kar ustreza povprečni letni rasti 7,8 %. Dobiček pred davki in izrednimi dogodki je bil stabilen, medtem ko so obrestni odhodki nizki in nimajo večjega vpliva na neto rezultat. Davki na dobiček so znašali povprečno 61 milijonov EUR letno, kar je skladno z zakonodajnim okvirom in stopnjo obdavčitve v regiji. **Dnevi vezave** terjatev so v povprečju znašali 100 dni in se skozi obdobje niso bistveno spreminjali. Dnevi vezave zalog so bili razmeroma visoki – v povprečju 265 dni – kar je običajno za podjetje z lastno proizvodnjo in distribucijo na različnih trgih. Dnevi do plačila dobaviteljem so znašali v povprečju 69 dni, kar pomeni, da Krka obveznosti poravnava razmeroma hitro. Denarni cikel poslovanja je dolg – povprečno 297 dni – in kaže na precejšnjo vezavo obratnega kapitala. Neto obratni kapital se je skozi obdobje povečeval in je v letu 2024 znašal 816 milijonov EUR, kar predstavlja 42,8 % prihodkov. To pomeni, da je Krka finančno samozadostna in svoj obratni kapital v večji meri financira iz lastnih virov. **Amortizacija in odpisi** so se v letih 2019–2024 gibal med 93 in 122 milijoni EUR, v povprečju 106 milijonov EUR letno. Kapitalski izdatki so bili nekoliko nižji, v povprečju 95 milijonov EUR, kar pomeni, da Krka ni izvajala intenzivnih naložbenih ciklov in je več vlagala v vzdrževanje obstoječe infrastrukture. Pozitivna razlika med amortizacijo in CAPEX spodbuja višji prosti denarni tok. **Prosti denarni tok** se je gibal med 175 milijoni EUR (2021) in 581 milijoni EUR (2022), s povprečno vrednostjo 285 milijonov EUR. Visoka EBITDA, zmerni CAPEX in stabilen obratni kapital so Krki omogočili ustvarjanje robustnega denarnega toka skozi celotno obdobje. Takšna uspešnost je še posebej pomembna za dolgoročno vzdržnost in za financiranje nadaljnje rasti brez zunanega zadolževanja.

Tabela 10: Ocena napovedi izkaza poslovnega izida podjetja Krka d.d.

Krka, d. d. Izkaz poslovnega izida					
m EUR	Ocena				CAGR
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Skupni prihodki	1.997	2.123	2.227	2.272	4,4%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	<i>4,6%</i>	<i>6,3%</i>	<i>4,9%</i>	<i>2,0%</i>	
Stroški prodanega blaga	859	913	958	977	4,4%
Bruto dobiček	1.138	1.210	1.269	1.295	4,4%
<i>Bruto marža</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	703	747	784	800	4,4%
Poslovni izid (EBIT)	435	463	485	495	4,4%
<i>EBIT marža</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	
EBITDA	559	594	623	636	4,4%
<i>EBITDA marža</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,0%</i>	
Neto obrestni odhodki	10	10	9	9	(5,0%)
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	443	470	492	502	4,2%
Davek na dohodek	67	71	75	76	4,2%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	376	399	418	426	4,2%
Čisti dobiček	376	399	418	426	4,2%

Vir: Lastno delo.

V **projekcijah za obdobje 2025–2028** Krka načrtuje nadaljnjo zmerno rast poslovanja, z letno rastjo prihodkov v višini približno 4,4 %. Prihodki naj bi se povečali s 1.997 milijonov EUR v letu 2025 na 2.272 milijonov EUR v letu 2028, ob stabilnih stroških prodanega blaga, kar omogoča ohranitev bruto marže pri 57,0 %. Tudi EBIT marža ostaja visoka in konstantna

pri približno 21,8 %, kar potrjuje pričakovano ohranitev operativne učinkovitosti. EBITDA marža znaša 28 % v vseh letih, kar je nekoliko bolj konzervativno kot v preteklih letih, vendar še vedno odraža trden in dobičkonosen poslovni model. Čisti dobiček se giblje med 376 in 426 milijoni EUR, z zmernim naraščanjem, pri čemer se neto obrestni odhodki ohranjajo nizki, kar odraža Krkino razmeroma nizko zadolženost in močno bilanco stanja. Upravljanje **obratnega kapitala** ostaja stabilno, s konstantnim denarnim ciklom poslovanja pri 297 dneh. Neto obratni kapital kot odstotek prihodkov se zniža na 25 %, kar kaže na pričakovano učinkovitejšo uporabo sredstev. Amortizacija se rahlo povečuje, od 124 do 141 milijonov EUR, kar je usklajeno z rahlo višjimi kapitalskimi izdatki, ki ostajajo med 100 in 114 milijoni EUR letno. Ta razmeroma majhen investicijski obseg v primerjavi z velikostjo podjetja omogoča stabilen in pozitiven prosti denarni tok. Prosti denarni tok za podjetje se v vseh letih ohranja nad 400 milijoni EUR, kar potrjuje, da Krka kljub zmerni rasti ostaja izredno likvidna in sposobna samostojno financirati razvojne potrebe brez zunanjega dolga.

Tabela 11: Ocena napovedi izkaza denarnih tokov podjetja Krka d.d.

Krka, d. d. Denarni tok za namene DCF analize					
m EUR	Ocena				Povprečje
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Čisti dobiček	376	399	418	426	
Dnevi vezave terjatev (DSO)					100
Dnevi vezave zalog (DIO)					265
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)					69
Denarni cikel poslovanja (CCC)					-
Obratna kratkoročna sredstva	1.244	1.323	1.388	1.415	
Obratne kratkoročne obveznosti	438	465	488	498	
Neto obratni kapital	806	857	899	917	870
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>
Amortizacija in odpisi	124	132	138	141	134
Kapitalski izdatki (Capex)	(100)	(106)	(111)	(114)	(108)
Prosti denarni tok za podjetje	410	374	403	435	405

Vir: Lastno delo.

Tabela 12: Izkaz poslovnega izida podjetja General Motors Company

General Motors Company Izkaz poslovnega izida							
m USD	Iz letnega poročila						CAGR
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Skupni prihodki	137.237	122.485	127.004	156.735	171.842	187.442	6,4%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	-	(10,7%)	3,7%	23,4%	9,6%	9,1%	
Stroški prodanega blaga	123.099	107.983	108.925	135.581	152.566	164.293	5,9%
Bruto dobiček	14.138	14.502	18.079	21.154	19.276	23.149	10,4%
<i>Bruto marža</i>	<i>10,3%</i>	<i>11,8%</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,5%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,3%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	7.694	5.943	6.645	9.155	9.656	10.430	6,3%
Poslovni izid (EBIT)	6.444	8.559	11.434	11.999	9.620	12.719	14,6%
<i>EBIT marža</i>	<i>4,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>7,7%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,8%</i>	
EBITDA	12.771	13.653	16.894	17.824	15.784	18.689	7,9%
<i>EBITDA marža</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,1%</i>	<i>13,3%</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,2%</i>	<i>10,0%</i>	
Neto obrestni odhodki	(353)	(857)	(804)	(527)	198	121	
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	7.117	8.577	12.145	12.661	10.829	8.423	3,4%
Davek na dohodek	769	1.774	2.771	1.888	563	2.556	
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	6.667	6.321	9.945	9.708	9.840	5.963	(2,2%)
Čisti dobiček	6.732	6.427	10.019	9.934	10.127	6.008	(2,2%)

Vir: Lastno delo.

Tabela 13: Izkaz denarnih tokov podjetja General Motors Company

General Motors Company Denarni tok za namene DCF analize							
m USD	Iz letnega poročila						Povprečje
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Čisti dobiček	6.732	6.427	10.019	9.934	10.127	6.008	
Dnevi vezave terjatev (DSO)	18	24	21	31	26	24	24
Dnevi vezave zalog (DIO)	31	35	44	41	39	32	37
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)	62	67	68	74	67	57	66
Denarni cikel poslovanja (CCC)	(13)	(9)	(4)	(2)	(2)	(0)	(5)
Obratna kratkoročna sredstva	21.796	23.096	23.843	33.169	33.472	32.438	
Obratne kratkoročne obveznosti	47.266	42.788	40.484	52.148	55.213	56.579	
Neto obratni kapital	(25.470)	(19.692)	(16.641)	(18.979)	(21.741)	(24.141)	(21.111)
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>(18,6%)</i>	<i>(16,1%)</i>	<i>(13,1%)</i>	<i>(12,1%)</i>	<i>(12,7%)</i>	<i>(12,9%)</i>	<i>(14,2%)</i>
Amortizacija in odpisi	6.327	5.094	5.460	5.825	6.164	5.970	5.807
Kapitalski izdatki (Capex)	(7.592)	(5.300)	(7.509)	(9.238)	(10.970)	(10.830)	(8.573)
Prosti denarni tok za podjetje	5.467	443	4.919	8.859	8.083	3.548	5.220

Vir: Lastno delo.

General Motors je v obdobju 2019–2024 dosegel zmerno rast **prihodkov**, ki so se s 137,2 milijarde USD v letu 2019 povečali na 187,4 milijarde USD v letu 2024, kar predstavlja letno rast v višini 6,4 %. Rast je bila prekinjena z izrazitim padcem v letu 2020, nato pa se je nadaljevala z močnejšim pospeškom v letih 2022 in 2023. Stroški prodanega blaga so kljub rasti ostali pod nadzorom, kar je omogočilo izboljšanje bruto marže z 10,3 % na 12,3 %. Operativna uspešnost se je skozi obdobje krepila, EBIT se je povečal s 6,4 milijarde USD na 14,8 milijarde USD, pri čemer je EBIT marža narasla s 4,7 % na 7,9 %. Tudi EBITDA se je izboljšal in v letu 2024 dosegel 18,7 milijarde USD, kar pomeni pozitiven trend temeljne dobičkonosnosti. Kljub temu pa se je čisti dobiček v zadnjem letu zmanjšal na 6,0 milijarde USD, potem ko je bil v letih 2021–2023 občutno višji, kar kaže na določene obremenitve iz neto obrestnih stroškov, davkov ali enkratnih vplivov. V okviru upravljanja **obratnega kapitala** GM že več let posluje z negativnim neto obratnim kapitalom, ki se je v letu 2024 poglobil na –24,1 milijarde USD. Takšen model omogoča izjemno likvidnostno prednost, saj podjetje prejme plačila strank in trgovcev hitreje, kot poravnava svoje obveznosti do dobaviteljev. Denarni cikel poslovanja je rahlo negativen, v povprečju –5 dni, kar odraža hitro obračanje sredstev in učinkovito logistično verigo. Amortizacija in odpisi so se v analiziranem obdobju gibali med 5 in 6,5 milijarde USD letno, medtem ko so bili kapitalski izdatki izrazito visoki, v letu 2024 so dosegli 10,8 milijarde USD. To kaže na močna vlaganja, predvsem v razvoj novih tehnologij in posodobitev proizvodnih kapacitet. Kljub visokim naložbam je GM uspelo v večini let ustvarjati pozitiven prosti denarni tok, ki je bil v povprečju 5,2 milijarde USD, z izrazitimi vrhovi v letih 2022 in 2023. Takšna raven denarnega toka podjetju omogoča nadaljnje vlaganje in ohranjanje notranjega financiranja.

V obdobju 2025–2028 General Motors napoveduje nadaljevanje stabilnega poslovanja z razmeroma nizko rastjo prihodkov. Ti naj bi se gibali med 179,9 in 185,3 milijarde USD, kar ustreza povprečni letni rasti v višini 1,0 %. Po začetnem rahlem padcu prihodkov v letu 2025 projekcije predvidevajo njihovo počasno okrevanje. Stroški prodanega blaga rastejo sorazmerno, zaradi česar se bruto marža ohranja na ravni 12,3 % v vseh štirih letih.

Tabela 14: Ocena napovedi izkaza poslovnega izida podjetja General Motors Company

General Motors Company Izkaz poslovnega izida					
m USD	Ocena				CAGR
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Skupni prihodki	179.863	180.008	183.453	185.287	1,0%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	<i>(4,0%)</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,0%</i>	
Stroški prodanega blaga	157.830	157.956	160.980	162.589	1,0%
Bruto dobiček	22.033	22.051	22.473	22.698	1,0%
<i>Bruto marža</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,2%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	10.792	10.800	11.007	11.117	1,0%
Poslovni izid (EBIT)	11.242	11.251	11.466	11.581	1,0%
<i>EBIT marža</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,3%</i>	
EBITDA	18.250	18.265	18.614	18.800	1,0%
<i>EBITDA marža</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,1%</i>	
Neto obrestni odhodki	115	109	104	99	(5,0%)
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	11.570	11.573	11.783	11.892	0,9%
Davek na dohodek	1.851	1.852	1.885	1.903	0,9%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	9.719	9.721	9.898	9.990	0,9%
Čisti dobiček	9.852	9.855	10.031	10.123	0,9%

Vir: Lastno delo.

Tabela 15: Ocena napovedi izkaza denarnih tokov podjetja General Motors Company

General Motors Company Denarni tok za namene DCF analize					
m USD	Ocena				Povprečje
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Čisti dobiček	9.852	9.855	10.031	10.123	
Dnevi vezave terjatev (DSO)					24
Dnevi vezave zalog (DIO)					37
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)					63
Denarni cikel poslovanja (CCC)					-
Obratna kratkoročna sredstva	33.681	33.708	34.353	34.697	
Obratne kratkoročne obveznosti	57.918	57.964	59.074	59.664	
Neto obratni kapital	(24.237)	(24.256)	(24.721)	(24.968)	(24.546)
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>(13,5%)</i>	<i>(13,5%)</i>	<i>(13,5%)</i>	<i>(13,5%)</i>	<i>(13,5%)</i>
Amortizacija in odpisi	7.008	7.014	7.148	7.220	7.098
Kapitalski izdatki (Capex)	(8.094)	(8.100)	(8.255)	(8.338)	(8.197)
Prosti denarni tok za podjetje	8.863	8.788	9.389	9.252	9.073

Vir: Lastno delo.

Operativni stroški se prav tako povečujejo skladno s prihodki, zato ostaja tudi EBIT marža stabilna, med 6,3 % in 6,4 %. EBITDA marža se ne spreminja in znaša 10,1 % v vseh letih, kar kaže na enoten profil dobičkonosnosti v celotnem obdobju. Dobiček pred davki brez izrednih dogodkov se rahlo povečuje, a neto dobiček v vseh letih ostaja v razponu med 9,9 in 10,1 milijarde USD. Napovedi ne vključujejo večjih enkratnih vplivov ali sprememb davčne osnove, zato je rast čistega dobička zmerina in stabilna. V upravljanju **obratnega kapitala** ni pričakovati sprememb – GM nadaljuje z delovanjem ob negativnem neto obratnem kapitalu, ki naj bi ostal okoli –24,5 milijarde USD. Takšno stanje se kaže kot posledica poslovnega modela, kjer podjetje razpolaga s sredstvi iz kratkoročnih obveznosti, preden poravnava lastne obveznosti do dobaviteljev. Denarni cikel poslovanja ostaja rahlo negativen, kar pomeni, da podjetje prejme sredstva v krajšem času, kot jih porabi. Amortizacija in odpisi se v obdobju gibljejo med 7,0 in 7,2 milijarde USD letno, medtem ko

kapitalski izdatki ostajajo nekoliko višji – med 8,0 in 8,3 milijarde USD. Razlika med tema dvema postavkama še vedno omogoča ustvarjanje pozitivnega prostega denarnega toka.

Tabela 16: Izkaz poslovnega izida podjetja Mercedes-Benz Group Ag

Mercedes-Benz Group Ag Izkaz poslovnega izida							
m EUR	Iz letnega poročila						CAGR
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Skupni prihodki	172.745	121.778	133.893	150.017	152.390	145.594	(3,4%)
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	-	(29,5%)	9,9%	12,0%	1,6%	(4,5%)	
Stroški prodanega blaga	146.911	103.122	104.525	117.540	118.876	118.571	(4,2%)
Bruto dobiček	25.834	18.656	29.368	32.477	33.514	27.023	0,9%
<i>Bruto marža</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,3%</i>	<i>21,9%</i>	<i>21,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>18,6%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	23.316	12.570	14.479	15.144	16.023	14.437	(9,1%)
Poslovni izid (EBIT)	2.518	6.086	14.889	17.333	17.491	12.586	38,0%
<i>EBIT marža</i>	<i>1,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,5%</i>	<i>8,6%</i>	
EBITDA	8.476	12.665	19.806	21.802	22.014	17.353	15,4%
<i>EBITDA marža</i>	<i>4,9%</i>	<i>10,4%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,4%</i>	<i>11,9%</i>	
Neto obrestni odhodki	(281)	(40)	(159)	(102)	434	564	(215,0%)
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	3.217	7.015	16.545	19.500	19.796	14.178	34,5%
Davek na dohodek	1.121	1.926	4.761	5.495	5.553	3.738	27,2%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	2.709	4.031	11.050	14.809	14.531	10.409	30,9%
Čisti dobiček	2.377	3.649	10.660	14.501	14.261	10.207	33,8%

Vir: Lastno delo.

Tabela 17: Izkaz denarnih tokov podjetja Mercedes-Benz Group Ag

Mercedes-Benz Group Ag Denarni tok za namene DCF analize							
m EUR	Iz letnega poročila						Povprečje
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Čisti dobiček	2.377	3.649	10.660	14.501	14.261	10.207	
Dnevi vezave terjatev (DSO)	23	30	19	18	16	16	20
Dnevi vezave zalog (DIO)	71	90	73	77	80	79	78
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)	30	41	34	34	35	31	34
Denarni cikel poslovanja (CCC)	64	78	58	61	61	64	64
Obratna kratkoročna sredstva	44.891	39.761	32.125	36.706	37.979	36.979	
Obratne kratkoročne obveznosti	41.262	38.732	32.810	36.098	33.510	32.040	
Neto obratni kapital	3.629	1.029	(685)	608	4.469	4.939	2.332
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>2,1%</i>	<i>0,8%</i>	<i>(0,5%)</i>	<i>0,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,4%</i>	<i>1,5%</i>
Amortizacija in odpisi	5.958	6.579	4.917	4.469	4.523	4.767	5.202
Kapitalski izdatki (Capex)	(7.199)	(5.741)	(4.579)	(3.481)	(3.745)	(4.039)	(4.797)
Prosti denarni tok za podjetje	1.136	7.087	12.712	14.196	11.178	10.465	9.462

Vir: Lastno delo.

Pregled poslovanja podjetja Mercedes-Benz Group AG

V obdobju 2019–2024 so **prihodki** podjetja Mercedes-Benz Group nihali, brez jasnega trenda rasti. K padcu prihodkov podjetja Mercedes-Benz Group AG v letu 2020 v višini –29,5 % je predvsem prispevala pandemija koronavirusne bolezni 2019 ki je močno prizadela svetovno avtomobilsko industrijo. Po padcu so v analiziranem obdobju prihodki dosegli vrh v letu 2023 s 152,3 milijarde EUR, nato pa v letu 2024 nekoliko upadli na 145,6 milijarde EUR. Kumulativno gledano je povprečna letna stopnja rasti v tem obdobju negativna (–3,4 %). Kljub temu se je bruto marža v teh letih izboljševala – s 15,0 % v letu 2019 na 18,6 % v letu 2024 – kar kaže na učinkovit nadzor nad stroški prodanega blaga, tudi ob nižjih prihodkih. EBIT se je močno povečal z 2,5 milijarde EUR na 12,1 milijarde EUR

z rastjo EBIT marže, in sicer z 1,5 % na 8,3 %. Podobno je tudi EBITDA narasla iz 8,5 na 17,4 milijarde EUR, kar pomeni povprečno EBITDA maržo 11,1 % v obdobju. Izstopajo predvsem leta 2021–2023, ko so marže dosegle najvišje vrednosti. Dobiček se je v tem času skoraj štirikrat povečal, s povprečno letno stopnjo rasti 33,8 %. Takšna rast je posledica kombinacije višjih operativnih izidov in zmanjševanja neto obrestnih odhodkov. **Obratni kapital** se je v obdobju močno spremenil, iz začetnih 3,6 milijarde EUR v letu 2019 je padel pod ničlo v letu 2021, nato pa se do leta 2024 povečal na 4,9 milijarde EUR. Dnevi vezave zalog so visoki, povprečno 83 dni, kar odraža strukturo avtomobilske proizvodnje z dolgimi cikli. Dnevi vezave terjatev in DPO so stabilni. Amortizacija in odpisi so v povprečju znašali 5,2 milijarde EUR letno, kar se odraža v kapitalsko intenzivni naravi panoge. Kapitalski izdatki so bili nižji in so se gibal okoli 4,1 milijarde EUR, kar pomeni, da je podjetje ustvarjalo presežek med amortizacijo in investicijami. Vse to se odraža tudi v visokem prostem denarnem toku, ki je bil najnižji leta 2019, a v vseh naslednjih letih presegal 10 milijard EUR.

Tabela 18: Ocena napovedi izkaza poslovnega izida podjetja Mercedes-Benz Group Ag

Mercedes-Benz Group Ag Izkaz poslovnega izida					
m EUR	Ocena				CAGR
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Skupni prihodki	142.865	144.807	149.736	151.234	1,9%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	<i>(1,9%)</i>	<i>1,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>1,0%</i>	
Stroški prodanega blaga	115.543	117.114	121.100	122.311	1,9%
Bruto dobiček	27.322	27.693	28.636	28.922	1,9%
<i>Bruto marža</i>	<i>18,8%</i>	<i>18,8%</i>	<i>18,8%</i>	<i>18,8%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	15.427	15.637	16.169	16.331	1,9%
Poslovni izid (EBIT)	11.894	12.056	12.466	12.591	1,9%
<i>EBIT marža</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	
EBITDA	16.957	17.188	17.773	17.951	1,9%
<i>EBITDA marža</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,9%</i>	
Neto obrestni odhodki	536	509	484	459	(5,0%)
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	13.987	14.122	14.507	14.608	1,5%
Davek na dohodek	3.849	3.886	3.992	4.020	1,5%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	10.138	10.236	10.515	10.588	1,5%
Čisti dobiček	9.824	9.922	10.201	10.274	1,5%

Vir: Lastno delo.

V **napovedanem obdobju 2025–2028** Mercedes-Benz Group pričakuje zmerno, a stabilno rast prihodkov, ki naj bi se povečali s 142,9 milijarde EUR v letu 2025 na 151,2 milijarde EUR v letu 2028. To predstavlja povprečno letno rast v višini 1,9 %, kar je nadaljevanje rahlo okrepljenega trenda po predhodni stabilizaciji v letih 2022–2024. Stroški prodanega blaga naj bi rasli v enakem tempu, kar omogoča ohranjanje bruto marže na ravni 19 %. Operativni stroški se prav tako zmerno povečujejo, zaradi česar ostajata EBIT in EBITDA marži nespremenjeni pri 8,3 % oziroma 11,9 %. Takšne projekcije kažejo na ohranjanje trenutne učinkovitosti in strukture stroškov brez večjih notranjih sprememb ali prestrukturiranja. Dobiček pred davki brez izrednih dogodkov naj bi v tem obdobju rasel s 13,9 milijarde EUR na 14,8 milijarde EUR, medtem ko naj bi se čisti dobiček postopoma povečal z 9,8 milijarde EUR na 10,3 milijarde EUR, kar ustreza letni rasti 1,5 %. Projekcije predpostavljajo stabilno efektivno davčno stopnjo in nekoliko nižje neto obrestne odhodke.

Tabela 19: Ocena napovedi izkaza denarnih tokov podjetja Mercedes-Benz Group Ag

Mercedes-Benz Group Ag Denarni tok za namene DCF analize					
m EUR	Ocena				Povprečje
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Čisti dobiček	9.824	9.922	10.201	10.274	
Dnevi vezave terjatev (DSO)					20
Dnevi vezave zalog (DIO)					78
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)					34
Denarni cikel poslovanja (CCC)					-
Obratna kratkoročna sredstva	37.431	37.940	39.231	39.624	
Obratne kratkoročne obveznosti	35.281	35.760	36.977	37.347	
Neto obratni kapital	2.151	2.180	2.254	2.277	2.215
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>
Amortizacija in odpisi	5.063	5.132	5.306	5.360	5.215
Kapitalski izdatki (Capex)	(5.143)	(5.213)	(5.391)	(5.444)	(5.298)
Prosti denarni tok za podjetje	12.532	9.811	10.043	10.166	10.638

Vir: Lastno delo.

Tudi **struktura obratnega kapitala** naj bi ostala v osnovi nespremenjena. Neto obratni kapital se rahlo povečuje z 2,15 na 2,28 milijarde EUR, kar predstavlja približno 1,5 % letnih prihodkov. Denarni cikel poslovanja se rahlo krajša in ostaja stabilen pri 64–65 dneh. Amortizacija in odpisi znašajo okoli 5 milijard EUR letno, kar odraža stalno investicijsko podporo osnovnim sredstvom. Kapitalski izdatki so nekoliko višji in se gibljejo med 5,1 in 5,4 milijarde EUR letno, vendar še vedno ostajajo blizu amortizacijskih ravni. Zaradi visokega operativnega toka in premišljenega investiranja Mercedes-Benz ohranja visoko raven prostega denarnega toka – ta se postopoma povečuje in leta 2028 bi naj dosegel 10,2 milijarde EUR. Povprečje za celotno obdobje znaša 10,6 milijarde EUR, kar nakazuje na stabilne notranje vire, ki so lahko namenjeni financiranju razvoja, dividendni politiki ali drugim strateškim potrebam.

Tabela 20: Izkaz poslovnega izida podjetja The Kroger Co.

The Kroger Co. Izkaz poslovnega izida							
m USD	Iz letnega poročila						CAGR
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Skupni prihodki	122.286	132.498	137.888	148.258	150.039	147.123	3,8%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	-	8,4%	4,1%	7,5%	1,2%	(1,9%)	
Stroški prodanega blaga	94.440	100.709	106.555	115.450	115.586	112.549	3,6%
Bruto dobiček	27.846	31.789	31.333	32.808	34.453	34.574	4,4%
<i>Bruto marža</i>	<i>22,8%</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,1%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,5%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	25.174	28.610	27.624	28.262	29.467	29.926	3,5%
Poslovni izid (EBIT)	2.672	3.179	3.709	4.546	4.986	4.648	11,7%
<i>EBIT marža</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,2%</i>	
EBITDA	5.217	6.553	7.149	8.034	8.617	8.440	10,1%
<i>EBITDA marža</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>	
Neto obrestni odhodki	(603)	(544)	(571)	(535)	(441)	(450)	(5,7%)
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	2.069	2.635	3.138	4.011	4.545	4.198	15,2%
Davek na dohodek	469	782	385	653	667	670	7,4%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	3.078	1.512	2.588	1.666	2.249	2.169	(6,8%)
Čisti dobiček	3.225	1.509	2.577	1.661	2.244	2.162	(7,7%)

Vir: Lastno delo.

V obdobju 2019–2024 je podjetje Kroger dosegalo zmerno rast **prihodkov**, ki so se povečali s 122,3 milijarde USD na 147,1 milijarde USD, kar ustreza povprečni letni rasti 3,8 %. Rast

prihodkov je bila nekoliko nelinearna, z močnejšim zagonom v letih 2020 in 2021, nato pa z umirjanjem v letih 2023 in 2024. Stroški prodanega blaga so rasli v podobnem tempu, kar se odraža v stabilni bruto marži, ki se je gibala med 22 % in 23,5 %. Bruto dobiček se je s 27,8 milijarde USD v letu 2019 povečal na 34,6 milijarde USD v letu 2024. EBIT marža se je nekoliko izboljšala – z začetnih 2,2 % v letu 2019 na 3,5 % v letu 2024, kar pomeni zmeren napredek v operativni učinkovitosti. EBITDA marža se je prav tako rahlo povečala, na 5,7 % v letu 2024. Kljub izboljšani marži pa je čisti dobiček v obdobju upadel s 3,2 milijarde USD v letu 2019 na 2,2 milijarde USD v letu 2024. Ta trend je posledica kombinacije višjih obrestnih odhodkov, davkov in nihanj v enkratnih dogodkih, zaradi katerih je bila neto dobičkonosnost manj stabilna kot operativna raven.

Tabela 21: Izkaz denarnih tokov podjetja The Kroger Co.

The Kroger Co. Denarni tok za namene DCF analize							Povprečje FY19-24
m USD	Iz letnega poročila						
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	
Čisti dobiček	3.225	1.509	2.577	1.661	2.244	2.162	
Dnevi vezave terjatev (DSO)	5	5	5	5	5	5	5
Dnevi vezave zalog (DIO)	26	26	24	21	24	23	24
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)	23	23	23	23	32	34	26
Denarni cikel poslovanja (CCC)	8	7	6	3	(3)	(5)	3
Obratna kratkoročna sredstva	10.374	10.491	10.816	10.353	11.655	11.065	
Obratne kratkoročne obveznosti	11.057	11.681	13.779	15.059	15.266	15.190	
Neto obratni kapital	(683)	(1.190)	(2.963)	(4.706)	(3.611)	(4.125)	(2.880)
Kot odstotek celotnih prihodkov	(0,6%)	(0,9%)	(2,1%)	(3,2%)	(2,4%)	(2,8%)	(2,0%)
Amortizacija in odpisi	2.545	3.374	3.440	3.488	3.631	3.792	3.378
Kapitalski izdatki (Capex)	(2.967)	(3.128)	(2.865)	(2.614)	(3.078)	(3.904)	(3.093)
Prosti denarni tok za podjetje	2.803	2.262	4.925	4.278	1.702	2.564	3.089

Vir: Lastno delo.

Podjetje Kroger posluje z negativnim neto **obratnim kapitalom**, ki se je v zadnjih letih dodatno poglobljalo in je leta 2024 znašal –4,1 milijarde USD, kar predstavlja povprečno – 2,9 % letnih prihodkov. Dnevi vezave terjatev in zalog so nizki in stabilni, medtem ko so DPO relativno visoki, kar omogoča podjetju učinkovit model upravljanja likvidnosti. Denarni cikel poslovanja je praktično nevtralen ali rahlo negativen. Amortizacija in odpisi so znašali med 3,4 in 3,8 milijarde USD letno, medtem ko so kapitalski izdatki ostajali nekoliko pod tem nivojem. To pomeni, da podjetje ustvarja presežek iz poslovanja, ki se odraža v prostem denarnem toku. Ta je bil najvišji v letih 2021 in 2022, z več kot 4 milijardami USD, nato pa se je zmanjšal, a v povprečju v analiziranem obdobju znaša 3,1 milijarde USD letno. Kljub nihajočemu neto dobičku to nakazuje na stabilne notranje vire financiranja, podprte z učinkovitim upravljanjem sredstev in zmernim investicijskim ciklom.

V obdobju 2025–2028 naj bi podjetje Kroger nadaljevalo z zmerno rastjo prihodkov, ki naj bi se povečali s 149,5 milijarde USD v letu 2025 na 156,5 milijarde USD v letu 2028. To pomeni povprečno letno rast v višini 1,5 %. Stroški prodanega blaga rastejo sorazmerno s prihodki, kar omogoča ohranitev bruto marže pri približno 23,5 % v celotnem obdobju. Operativni stroški in EBITDA se prav tako povečujejo po enakem tempu kot prihodki, pri čemer EBITDA marža ostaja stabilna pri 5,4 %, medtem ko se EBIT marža zadržuje okoli

3,2 %. Tudi druge komponente izkaza poslovnega izida kažejo stabilnost – dobiček pred davki se postopno povečuje s 3,99 milijarde USD na 4,36 milijarde USD, čisti dobiček pa s 3,3 milijarde USD v letu 2025 na 3,6 milijarde USD v letu 2028. Napovedana povprečna letna rast čistega dobička znaša 3,0 %, kar odraža usklajeno rast celotne strukture izkaza uspeha brez večjih sprememb v poslovnem modelu.

Tabela 22: Ocena napovedi izkaza poslovnega izida podjetja The Kroger Co.

The Kroger Co. Izkaz poslovnega izida					
m USD	Ocena				CAGR
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Skupni prihodki	149.494	153.550	157.300	156.513	1,5%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,4%</i>	<i>(0,5%)</i>	
Stroški prodanega blaga	114.363	117.466	120.334	119.732	1,5%
Bruto dobiček	35.131	36.084	36.966	36.781	1,5%
<i>Bruto marža</i>	<i>23,5%</i>	<i>23,5%</i>	<i>23,5%</i>	<i>23,5%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	30.388	31.213	31.975	31.815	1,5%
Poslovni izid (EBIT)	4.743	4.871	4.990	4.965	1,5%
<i>EBIT marža</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,2%</i>	
EBITDA	8.032	8.249	8.451	8.409	1,5%
<i>EBITDA marža</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,4%</i>	
Neto obrestni odhodki	(750)	(700)	(650)	(600)	(7,2%)
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	3.993	4.171	4.340	4.365	3,0%
Davek na dohodek	676	706	735	739	3,0%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	3.317	3.465	3.606	3.627	3,0%
Čisti dobiček	3.307	3.455	3.596	3.617	3,0%

Vir: Lastno delo.

Tabela 23: Ocena napovedi izkaza denarnih tokov podjetja The Kroger Co.

The Kroger Co. Denarni tok za namene DCF analize					
m USD	Ocena				Povprečje
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Čisti dobiček	3.307	3.455	3.596	3.617	
Dnevi vezave terjatev (DSO)					5
Dnevi vezave zalog (DIO)					24
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)					26
Denarni cikel poslovanja (CCC)					-
Obratna kratkoročna sredstva	11.525	11.838	12.127	12.066	
Obratne kratkoročne obveznosti	14.562	14.957	15.323	15.246	
Neto obratni kapital	(2.990)	(3.071)	(3.146)	(3.130)	(3.084)
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>(2,0%)</i>	<i>(2,0%)</i>	<i>(2,0%)</i>	<i>(2,0%)</i>	<i>(2,0%)</i>
Amortizacija in odpisi	3.289	3.378	3.461	3.443	3.393
Kapitalski izdatki (Capex)	(3.737)	(3.839)	(3.932)	(3.913)	(3.855)
Prosti denarni tok za podjetje	1.723	3.076	3.199	3.131	2.782

Vir: Lastno delo.

Neto obratni kapital ostaja negativen tudi v prihodnjem obdobju, kar je značilno za trgovska podjetja z močnim pritokom sredstev iz naslova tekočih obveznosti. Povprečna vrednost v obdobju znaša –3,1 milijarde USD, kar predstavlja približno –2 % prihodkov. Denarni cikel podjetja Kroger ostaja praktično nevtralen, pri čemer sta DSO in DIO stabilno nizka ter DPO na približno 26 dneh. Amortizacija in odpisi znašajo v povprečju 3,4 milijarde USD letno, medtem ko kapitalski izdatki ostajajo nekoliko višji – med 3,7 in 3,9 milijarde USD. Kljub temu pa podjetje ohranja pozitiven prosti denarni tok med 1,7 in 3,2 milijarde

USD letno. Povprečje prostega denarnega toka v tem obdobju znaša 2,8 milijarde USD, kar kaže na razmeroma stabilno notranje financiranje, podprto z optimiziranim upravljanjem sredstev in previdno naložbeno politiko.

Tabela 24: Izkaz poslovnega izida podjetja Carrefour SA

Carrefour SA Izkaz poslovnega izida							CAGR
	Iz letnega poročila						
m EUR	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY19-24
Skupni prihodki	73.916	71.954	71.608	82.893	84.709	87.059	3,3%
Rast na letni ravni (YoY)	-	(2,7%)	(0,5%)	15,8%	2,2%	2,8%	
Stroški prodanega blaga	58.764	57.432	57.537	67.542	69.056	71.150	3,9%
Bruto dobiček	15.152	14.522	14.071	15.351	15.653	15.909	1,0%
Bruto marža	20,5%	20,2%	19,7%	18,5%	18,5%	18,3%	
Obratovalni stroški (OPEX)	13.072	12.357	11.880	12.981	13.418	13.721	1,0%
Poslovni izid (EBIT)	2.080	2.165	2.191	2.370	2.235	2.188	1,0%
EBIT marža	2,8%	3,0%	3,1%	2,9%	2,6%	2,5%	
EBITDA	4.398	4.457	4.303	4.606	4.530	4.612	1,0%
EBITDA marža	5,9%	6,2%	6,0%	5,6%	5,3%	5,3%	
Neto obrestni odhodki	(297)	(269)	(263)	(464)	(411)	(510)	11,4%
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	1.722	1.820	1.908	1.871	1.821	1.534	(2,3%)
Davek na dohodek	503	498	360	408	439	303	(9,6%)
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	216	853	1.210	1.565	900	789	29,6%
Čisti dobiček	29	663	1.002	1.369	930	723	90,3%

Vir: Lastno delo.

Tabela 25: Izkaz denarnih tokov podjetja Carrefour SA

Carrefour SA Denarni tok za namene DCF analize							Povprečje FY19-24
m EUR	Iz letnega poročila						
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	
Čisti dobiček	29	663	1.002	1.369	930	723	
Dnevi vezave terjatev (DSO)	33	30	31	33	34	33	32
Dnevi vezave zalog (DIO)	36	34	37	37	35	34	36
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)	72	67	69	65	65	67	68
Denarni cikel poslovanja (CCC)	(2)	(4)	(1)	5	4	0	0
Obratna kratkoročna sredstva	14.327	12.944	13.963	18.505	16.769	17.062	
Obratne kratkoročne obveznosti	17.259	16.078	16.727	19.504	18.085	19.141	
Neto obratni kapital	(2.932)	(3.134)	(2.764)	(999)	(1.316)	(2.079)	(2.204)
Kot odstotek celotnih prihodkov	(4.0%)	(4.4%)	(3.9%)	(1.2%)	(1.6%)	(2.4%)	(2.9%)
Amortizacija in odpisi	2.318	2.292	2.112	2.236	2.295	2.424	2.280
Kapitalski izdatki (Capex)	(1.725)	(1.491)	(1.585)	(1.882)	(1.850)	(1.772)	(1.718)
Prosti denarni tok za podjetje	622	1.666	1.159	(42)	1.692	2.138	1.206

Vir: Lastno delo.

V obdobju 2019–2024 je podjetje Carrefour doseglo zmerno rast **prihodkov**, ki so se povečali s 73,9 milijarde EUR v letu 2019 na 87,1 milijarde EUR v letu 2024, kar pomeni povprečno letno rast 3,3 %. Po zmernem upadu prihodkov v letih 2020 in 2021 se je rast okrepila v letu 2022 in ostala pozitivna do konca obdobja. Bruto dobiček se je v istem času povečal s 15,2 na 15,9 milijarde EUR, ob stabilni bruto marži, ki je dosegla 18,3 % v letu 2024. Operativni stroški so se povečevali sorazmerno s prihodki, kar je omogočilo stabilne EBIT marže, ki so se gibale med 2,5 % in 3,0 %. EBITDA marža je ostala na ravni med 5,3 in 6,0 %, kar pomeni, da podjetje ohranja zmerno operativno učinkovitost. Čisti dobiček se je močno povečal – z 29 milijonov EUR v letu 2019 na 723 milijonov EUR v letu 2024, vendar ob visoki volatilnosti, saj so rezultati posameznih let močno nihali. Iz tega je

razvidno, da so bili čisti dobički v določenih letih pod vplivom izrednih dogodkov, občasno pa tudi nižjih davčnih obveznosti. Carrefour posluje z značilno negativnim neto **obratnim kapitalom**, ki je v povprečju znašal –2,2 milijarde EUR v opazovanem obdobju, kar predstavlja približno –2,5 % letnih prihodkov. Ta struktura odraža poslovni model trgovskega podjetja z velikim deležem tekočih obveznosti glede na sredstva.

Tabela 26: Ocena napovedi izkaza poslovnega izida podjetja Carrefour SA

Carrefour SA Izkaz poslovnega izida					
m EUR	Ocena				CAGR
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Skupni prihodki	87.238	89.106	90.932	90.477	1,2%
<i>Rast na letni ravni (YoY)</i>	<i>0,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>(0,5%)</i>	
Stroški prodanega blaga	71.296	72.823	74.315	73.944	1,2%
Bruto dobiček	15.942	16.283	16.617	16.534	1,2%
<i>Bruto marža</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,3%</i>	
Obratovalni stroški (OPEX)	13.612	13.903	14.188	14.117	1,2%
Poslovni izid (EBIT)	2.330	2.380	2.429	2.417	1,2%
<i>EBIT marža</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,7%</i>	
EBITDA	4.773	4.875	4.975	4.950	1,2%
<i>EBITDA marža</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	
Neto obrestni odhodki	(485)	(460)	(437)	(415)	(5,0%)
Dobiček pred davki brez izrednih dogodk	1.781	1.856	1.927	1.937	2,8%
Davek na dohodek	395	411	427	430	2,8%
Dobiček pred davki z izrednimi dogodki	1.386	1.444	1.500	1.508	2,8%
Čisti dobiček	1.250	1.308	1.364	1.371	3,1%

Vir: Lastno delo.

Tabela 27: Ocena napovedi izkaza denarnih tokov podjetja Carrefour SA

Carrefour SA Denarni tok za namene DCF analize					
m EUR	Ocena				Povprečje
	FY25	FY26	FY27	FY28	FY25-28
Čisti dobiček	1.250	1.308	1.364	1.371	
Dnevi vezave terjatev (DSO)					32
Dnevi vezave zalog (DIO)					36
Dnevi do plačila dobaviteljem (DPO)					68
Denarni cikel poslovanja (CCC)					-
Obratna kratkoročna sredstva	17.140	17.507	17.865	17.776	
Obratne kratkoročne obveznosti	19.774	20.198	20.612	20.509	
Neto obratni kapital	(2.617)	(2.673)	(2.728)	(2.714)	(2.683)
<i>Kot odstotek celotnih prihodkov</i>	<i>(3,0%)</i>	<i>(3,0%)</i>	<i>(3,0%)</i>	<i>(3,0%)</i>	<i>(3,0%)</i>
Amortizacija in odpisi	2.443	2.495	2.546	2.533	2.504
Kapitalski izdatki (Capex)	(2.530)	(2.584)	(2.637)	(2.624)	(2.594)
Prosti denarni tok za podjetje	1.701	1.275	1.328	1.267	1.393

Vir: Lastno delo.

Dnevi vezave terjatev in zalog so stabilni, medtem ko DPO ostaja visok, kar podjetju omogoča učinkovito upravljanje denarnega toka. Denarni cikel poslovanja se giblje okoli ničle, kar kaže na nevtrarno likvidnostno dinamiko. Amortizacija in odpisi so se gibalili okoli 2,3 milijarde EUR letno, medtem ko so bili kapitalski izdatki nekoliko nižji. V obdobju 2019–2024 je podjetje ustvarilo pozitiven prosti denarni tok v povprečju 1,2 milijarde EUR letno, z najvišjo vrednostjo v letu 2024 (2,1 milijarde EUR). Kljub občasnim nižjim neto

dobičkom to kaže na vzdržnost poslovanja in sposobnost ustvarjanja lastnih virov za reinvestiranje.

V obdobju 2025–2028 naj bi podjetje Carrefour nadaljevalo z zmerno rastjo prihodkov, ki naj bi se s 87,2 milijarde EUR v letu 2025 povečali na 90,5 milijarde EUR v letu 2028, kar ustreza povprečni letni rasti 1,2 %. Bruto marža naj bi v celotnem obdobju ostala stabilna pri 18,3 %, kar odraža pričakovano nespremenjeno strukturo stroškov prodanega blaga. Operativni stroški naj bi se povečali sorazmerno s prihodki, kar omogoča stabilno EBIT maržo v višini 2,7 % in EBITDA maržo pri 5,5 %. Takšna pričakovanja kažejo na konsistentno operativno učinkovitost brez večjih notranjih sprememb v strukturi poslovanja ali prestrukturiranj. Dobiček pred davki brez izrednih dogodkov se postopoma povečuje z 1,78 milijarde EUR v letu 2025 na 1,94 milijarde EUR v letu 2028, čisti dobiček pa z 1,25 na 1,37 milijarde EUR, kar ustreza povprečni letni rasti v 3,1 %. Neto obrestni odhodki naj bi se rahlo zmanjševali, davčna stopnja pa ostaja stabilna. **Neto obratni kapital** ostaja negativen v celotnem napovedanem obdobju, s povprečno vrednostjo –2,7 milijarde EUR, kar znaša približno –3 % prihodkov. To je značilno za trgovinska podjetja z močnim poudarkom na obveznostih do dobaviteljev in kratkimi plačilnimi cikli. Dnevi vezave zalog, terjatev in obveznosti ostajajo stabilni, denarni cikel poslovanja pa se giblje okoli ničle. Amortizacija in odpisi znašajo med 2,4 in 2,5 milijarde EUR letno, kar kaže na nespremenjeno strukturo osnovnih sredstev in stroškovno konsistentnost. Kapitalski izdatki so nekoliko nižji in znašajo približno 2,2 milijarde EUR letno, kar pomeni, da podjetje ustvarja pozitiven prosti denarni tok. Ta naj bi znašal med 1,3 in 1,7 milijarde EUR letno, s povprečjem 1,4 milijarde EUR. Skupno napovedano obdobje kaže na finančno stabilnost z zmerno rastjo dobičkonosnosti in ohranjanjem notranje sposobnosti financiranja.

Priloga 3: referenčna tabela za določitev tveganja za velikost podjetja

Tabela 28: Ocena tveganja za velikost podjetja

Premija za velikost podjetja			
m USD	Tržna kapitalizacija		Premija
	od	do	
Srednja podjetja	3.050	15.000	0,50%
Majhna podjetja	560	3.050	1,25%
Mikro podjetja	-	560	3,00%

Vir: Lastno delo na podlagi Damodaran (2005).

Priloga 4: izračun diskontne stopnje za vsa analizirana podjetja

Tabela 29: Izračun diskontne stopnje za podjetji iz farmacevtske panoge

WACC Viatris Inc.	Dec 24	Opomba / Vir
Donosnost 10-letne državne obveznice	4,6%	Donosnost 10-letne v ZDA
(-) Premija za tveganje neplačila države (CDS)	0,5%	Premija v ZDA na datum Dec.24
(=) Netvegana stopnja donosa	4,1%	
Beta z zadolženostjo (beta lastniškega kapitala)	0,90	Seznam primerljivih podjetij
Premija za kapitalско tveganje (ERP)	5,0%	Izračun po Damodaranu
Premija za velikost podjetja	1,0%	Razpredelnica iz priloge 4
Dodatek premiji za deželno tveganje	-	Tehtano povprečje poslovanja
Premija za specifično tveganje podjetja (CSRP)	1,5%	Politično tveganje
Cena lastniškega kapitala (CoE)	11,1%	
Cena dolga pred obdavčitvijo	4,6%	
Povprečna davčna stopnja	18,0%	Seznam primerljivih podjetij
Cena dolga po obdavčitvi (CoD)	3,8%	
Delež lastniškega kapitala	65,0%	Bilanca stanja [E / (D + E)]
Delež finančnih obveznosti	35,0%	Bilanca stanja [D / (D + E)]
Povprečni tehtani strošek kapitala (WACC)	8,5%	

WACC Krka, d. d.	Dec 24	Opomba
Donosnost 10-letne državne obveznice	3,2%	Donosnost 10-letne v SLO
(-) Premija za tveganje neplačila države (CDS)	0,4%	Premija v SLO na datum Dec.24
(=) Netvegana stopnja donosa	2,9%	
Beta z zadolženostjo (beta lastniškega kapitala)	0,50	Seznam primerljivih podjetij
Premija za kapitalско tveganje (ERP)	4,8%	Izračun po Damodaranu
Premija za velikost podjetja	2,0%	Razpredelnica iz priloge 4
Dodatek premiji za deželno tveganje	0,3%	Tehtano povprečje poslovanja
Premija za specifično tveganje podjetja (CSRP)	1,0%	Politično tveganje
Cena lastniškega kapitala (CoE)	8,6%	
Cena dolga pred obdavčitvijo	3,8%	
Povprečna davčna stopnja	15,0%	Seznam primerljivih podjetij
Cena dolga po obdavčitvi (CoD)	3,2%	
Delež lastniškega kapitala	85,0%	Bilanca stanja [E / (D + E)]
Delež finančnih obveznosti	15,0%	Bilanca stanja [D / (D + E)]
Povprečni tehtani strošek kapitala (WACC)	7,8%	

Vir: Lastno delo.

Tabela 30: Izračun diskontne stopnje za podjetji iz avtomobilske panoge

WACC General Motors Company	Dec 24	Opomba
Donosnost 10-letne državne obveznice	4,6%	Donosnost 10-letne v ZDA
(-) Premija za tveganje neplačila države (CDS)	0,5%	Premija v ZDA na datum Dec.24
(=) Netvegana stopnja donosa	4,1%	
Beta z zadolženostjo (beta lastniškega kapitala)	1,18	Seznam primerljivih podjetij
Premija za kapitalско tveganje (ERP)	5,0%	Izračun po Damodaranu
Premija za velikost podjetja	0,5%	Razpredelnica iz priloge 4
Dodatek premiji za deželno tveganje	0,3%	Tehtano povprečje poslovanja
Premija za specifično tveganje podjetja (CSRP)	1,5%	Politično tveganje - Kitajski trg
Cena lastniškega kapitala (CoE)	12,6%	
Cena dolga pred obdavčitvijo	4,2%	
Povprečna davčna stopnja	30,0%	Seznam primerljivih podjetij
Cena dolga po obdavčitvi (CoD)	2,9%	
Delež lastniškega kapitala	54,6%	Bilanca stanja [E / (D + E)]
Delež finančnih obveznosti	45,4%	Bilanca stanja [D / (D + E)]
Povprečni tehtani strošek kapitala (WACC)	8,2%	

WACC Mercedes-Benz Group Ag	Dec 24	Opomba
Donosnost 10-letne državne obveznice	2,4%	Donosnost 10-letne v NEM
(-) Premija za tveganje neplačila države (CDS)	0,1%	Premija v NEM na datum Dec.24
(=) Netvegana stopnja donosa	2,2%	
Beta z zadolženostjo (beta lastniškega kapitala)	1,18	Seznam primerljivih podjetij
Premija za kapitalsko tveganje (ERP)	4,6%	Izračun po Damodaranu
Premija za velikost podjetja	0,5%	Razpredelnica iz priloge 4
Dodatek premiji za deželno tveganje	0,3%	Tehtano povprečje poslovanja
Premija za specifično tveganje podjetja (CSRP)	2,0%	Politično tveganje - Kitajski trg
Cena lastniškega kapitala (CoE)	10,4%	
Cena dolga pred obdavčitvijo	3,9%	
Povprečna davčna stopnja	30,0%	Seznam primerljivih podjetij
Cena dolga po obdavčitvi (CoD)	2,7%	
Delež lastniškega kapitala	54,6%	Bilanca stanja [E / (D + E)]
Delež finančnih obveznosti	45,4%	Bilanca stanja [D / (D + E)]
Povprečni tehtani strošek kapitala (WACC)	6,9%	

Vir: Lastno delo.

Tabela 31: Izračun diskontne stopnje za podjetji iz trgovinske panoge

WACC The Kroger Co.	Dec 24	Opomba
Donosnost 10-letne državne obveznice	4,6%	Donosnost 10-letne v ZDA
(-) Premija za tveganje neplačila države (CDS)	0,5%	Premija v ZDA na datum Dec.24
(=) Netvegana stopnja donosa	4,1%	
Beta z zadolženostjo (beta lastniškega kapitala)	0,75	Seznam primerljivih podjetij
Premija za kapitalsko tveganje (ERP)	5,0%	Izračun po Damodaranu
Premija za velikost podjetja	1,0%	Razpredelnica iz priloge 4
Dodatek premiji za deželno tveganje	-	Tehtano povprečje poslovanja
Premija za specifično tveganje podjetja (CSRP)	1,5%	Politično tveganje
Cena lastniškega kapitala (CoE)	10,3%	
Cena dolga pred obdavčitvijo	4,6%	
Povprečna davčna stopnja	18,0%	Seznam primerljivih podjetij
Cena dolga po obdavčitvi (CoD)	3,8%	
Delež lastniškega kapitala	45,0%	Bilanca stanja [E / (D + E)]
Delež finančnih obveznosti	55,0%	Bilanca stanja [D / (D + E)]
Povprečni tehtani strošek kapitala (WACC)	6,7%	

WACC Carrefour SA	Dec 24	Opomba
Donosnost 10-letne državne obveznice	3,2%	Donosnost 10-letne v FRA
(-) Premija za tveganje neplačila države (CDS)	0,4%	Premija v FRA na datum Dec.24
(=) Netvegana stopnja donosa	2,8%	
Beta z zadolženostjo (beta lastniškega kapitala)	0,75	Seznam primerljivih podjetij
Premija za kapitalsko tveganje (ERP)	5,3%	Izračun po Damodaranu
Premija za velikost podjetja	1,5%	Razpredelnica iz priloge 4
Dodatek premiji za deželno tveganje	1,0%	Tehtano povprečje poslovanja
Premija za specifično tveganje podjetja (CSRP)	1,5%	Politično tveganje
Cena lastniškega kapitala (CoE)	10,8%	
Cena dolga pred obdavčitvijo	4,4%	
Povprečna davčna stopnja	25,0%	Seznam primerljivih podjetij
Cena dolga po obdavčitvi (CoD)	3,3%	
Delež lastniškega kapitala	36,7%	Bilanca stanja [E / (D + E)]
Delež finančnih obveznosti	63,3%	Bilanca stanja [D / (D + E)]
Povprečni tehtani strošek kapitala (WACC)	6,0%	

Vir: Lastno delo.