

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**FINANČNA ANALIZA MENEDŽERSKEGA ODKUPA PODJETIJ
BTC IN MERKUR**

Ljubljana, september 2016

NIVES MLINAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Nives Mlinar, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Finančna analiza menedžerskega odkupa podjetij BTC in Merkur, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Markom Hočevarjem,

IZJAVLJAM,

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORETIČNA IZHODIŠČA PREVZEMA IN ZDRUŽITEV	3
1.1 Oblike prevzemov in združitvev.....	4
1.1.1 Prevzem podjetja z odkupom delnic	4
1.1.2 Prevzem podjetja z odkupom premoženja	4
1.1.3 Prevzem z združitvijo.....	5
1.1.4 Prevzem podjetja z zadolžitvijo	5
1.2 Vrste prevzemov.....	6
1.3 Motivi za prevzeme in združitve podjetij	7
2 MENEDŽERSKI ODKUP OD ZNOTRAJ.....	9
2.1 Razlogi menedžerskega odkupa in značilnosti podjetja, primerne za menedžerski odkup	9
2.2 Koraki menedžerskega odkupa podjetja.....	10
2.3 Učinki menedžerskih odkupov	12
2.4 Zakon o prevzemih	13
2.5 Napake pri menedžerskem odkupu v Sloveniji	17
3 FINANČNA ANALIZA PODJETJA.....	19
3.1 Pojem in vsebina finančne analize	19
3.2 Pravila financiranja podjetja.....	19
3.3 Metode in tehnike tradicionalne finančne analize in finančna analiza s kazalniki	20
3.3.1 Kazalniki stanja financiranja.....	20
3.3.2 Kazalniki stanja investiranja	21
3.3.3 Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja	22
3.3.4 Kazalniki gospodarnosti.....	23
3.3.5 Kazalniki dobičkonosnosti	23
3.4 Finančna analiza z modeli – sodobna finančna analiza	24
3.4.1 Altmanov obrazec	24
3.4.2 Weinrichov model.....	25
3.4.3 Kraličkov model.....	26
4 FINANČNA ANALIZA PODJETJA BTC	27
4.1 Predstavitev podjetja BTC.....	27
4.2 Potek menedžerskega odkupa podjetja BTC	28
4.3 Analiza gospodarstva v času menedžerskega odkupa	31
4.4 Računovodski izkazi pred in po menedžerskem odkupu in finančna analiza poslovanja podjetja BTC	32
4.4.1 Analiza bilance stanja in izkaza poslovnega izida	33
4.4.2 Finančna analiza s kazalniki	37
4.4.3 Altmanov model.....	40

4.4.4	Weinrichov model.....	41
4.4.5	Kraličkov model	43
5	FINANČNA ANALIZA PODJETJA MERKUR	44
5.1	Predstavitev podjetja Merkur	44
5.2	Potek menedžerskega odkupa podjetja Merkur	44
5.3	Analiza gospodarstva v času menedžerskega odkupa Merkurja.....	49
5.4	Računovodski izkazi pred in po menedžerskem odkupu in finančna analiza poslovanja podjetja Merkur.....	51
5.4.1	Analiza bilance stanja in izkaza poslovnega izida.....	52
5.4.2	Finančna analiza s kazalniki	57
5.4.3	Altmanov model	60
5.4.4	Weinrichov model.....	61
5.4.5	Kraličkov model	63
6	PRIMERJAVA MENEDŽERSKEGA ODKUPA PODJETIJ BTC IN MERKUR	64
	SKLEP.....	71
	LITERATURA IN VIRI.....	73

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Točkovna tabela za Weinrichov model.....	26
Tabela 2:	Primerjava postavk iz bilance stanja podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter primerjava med letoma 2014 in 2015 z letom odkupa podjetja	33
Tabela 3:	Primerjava postavk iz izkaza poslovnega izida podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter primerjava med letoma 2014 in 2015 z letom odkupa podjetja.....	36
Tabela 4:	Izračunani kazalniki podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015	38
Tabela 5:	Izračunani koeficienti podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015	38
Tabela 6:	Altmanov model podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015	40
Tabela 7:	Weinrichov model podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015	41
Tabela 8:	Točkovna tabela Weinrichovega modela podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015	42
Tabela 9:	Kraličkov model podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015	43
Tabela 10:	Primerjava postavk iz bilance stanja podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter primerjava med letoma 2012 in 2013 z letom odkupa podjetja	54

Tabela 11: Primerjava postavk iz izkaza poslovnega izida podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter primerjava med letoma 2012 in 2013 z letom odkupa podjetja	56
Tabela 12: Izračunani kazalniki podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013	59
Tabela 13: Izračunani koeficienti podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013	59
Tabela 14: Altmanov model podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013	60
Tabela 15: Weinrichov model podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013	61
Tabela 16: Točkovna tabela Weinrichovega modela podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 in v letih 2012 in 2013	62
Tabela 17: Kraličkov model podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter leta 2012 in 2013	63

KAZALO SLIK

Slika 1: Proces menedžerskega odkupa.....	11
Slika 2: Lastniška struktura podjetja BTC na dan 31. 12. 2000 v %.....	28
Slika 3: Lastniška struktura podjetja BTC pred 17. 12. 2001 v %	30
Slika 4: Lastniška struktura podjetja BTC po 17. 12. 2001 v %	30
Slika 5: Lastniška struktura podjetja Merkur konec leta 2006 v %.....	45
Slika 6: Gibanje tečaja delnice MER v letu 2007.....	46
Slika 7: Lastniška struktura podjetja Merkur konec leta 2007 v %.....	47
Slika 8: Lastniška struktura podjetja Merkur konec leta 2008 v %.....	48
Slika 9: Gibanje čistih poslovnih prihodkov od prodaje, celotnega poslovnega izida in čistega poslovnega izida skozi proučevana leta podjetja Merkur	69
Slika 10: Gibanje čistih poslovnih prihodkov od prodaje, celotnega poslovnega izida in čistega poslovnega izida skozi proučevana leta podjetja BTC.....	70

UVOD

Položaj svetovnega gospodarstva je vse bolj zapleten. Še posebej je zelo kritična situacija v tranzicijskih državah, ki so se morale spoprijeti z mnogimi novostmi. Spremenil se je politični sistem, gospodarstvo je prešlo iz planskega v tržno, družbena lastnina je prehajala oziroma še prehaja v zasebne roke. Razvoj ekonomskih in političnih razmerij v devetdesetih letih prejšnjega stoletja je prinesel v Sloveniji velike spremembe predvsem v odnosu do lastnine, razpolaganja s pravicami ter razumevanja strukture trga in delovanja tržne ekonomije.

V preteklih desetletjih je bilo v svetu več valov združitvev in prevzemov, kar se je preneslo tudi v Slovenijo. Prevzem podjetja pomeni, da prevzemnik s prevzemom v ciljnim podjetju pridobi delež delnic, ki mu zagotavlja zadosten obseg glasovalnih pravic, da lahko vpliva na poslovanje družbe. Pregled prevzemnega dogajanja v Sloveniji je zanesljiv šele od konca devetdesetih let, saj je bil leta 1997 objavljen Zakon o prevzemih (Ur.l. RS, št. 47/1997, 56/1999 - ZTVP-1, 28/2006 - ZTVP-1B, 42/2006 - ZGD-1, 79/2006 - ZPre-1, v nadaljevanju Zpre), ki ureja način in pogoje za nakup vrednostnih papirjev posamezne delniške družbe. Kadar so v nekem gospodarstvu pogosti prevzemi, je tudi dogajanje na borznem trgu bolj dinamično. Vlagatelji pričakujejo, da se bodo cene delnic ob prevzemu zvišale in bodo lahko dosegli nadpovprečen donos v obliki prevzemne premije.

Prevzemi so skupna točka motivov za povezovanje in maksimiranje vrednosti ter hitrejšo rast podjetja, kot bi jo podjetje doseglo samo z notranjo rastjo. Obravnava teorij in hipotez o prevzemih je zelo pestra, izhodišča, predpostavke in ugotovitve so različne. Precejšen vpliv na prevzemno dogajanje imajo spremembe v zakonodaji, ugodne makroekonomske razmere, razvoj kapitalskih trgov in tudi večja poučenost investorjev (Bertoncelj, 2008, str. 31).

Združitve in prevzemi gospodarskih subjektov so s pravnega, finančnega in računovodskega vidika zahteven, včasih več let trajajoč proces. Zapletenost izhaja iz niza medsebojno povezanih dejavnosti, ki jih je treba izvesti, da sta zagotovljeni pravno veljavna in ekonomska smotrnost združitvev in prevzemov.

Procesi združitvev oziroma prevzemov so se začeli v Sloveniji odvijati šele v zadnjih letih s prehodom v tržno gospodarstvo. Prehod v pravno tržno gospodarstvo se je zgodil s tranzicijo. Za Slovenijo je bil v 90. letih prejšnjega stoletja značilen nastanek velikega števila delniških družb kot posledica lastninskega preoblikovanja podjetij. Pomembni razlogi za spremembe podjetij izhajajo iz poslovnega okolja podjetij, predvsem izgube trgov nekdanje Jugoslavije ter soočanja z vse večjo liberalizacijo trga ob približevanju Evropski uniji (v nadaljevanju EU) (Lahovnik, 2003, str. 3).

Menedžerski odkup je oblika prevzema, s katero trenutni menedžerji podjetja prevzamejo celotno podjetje ali njegov del. Začetki menedžerskih odkupov segajo v 80. leta prejšnjega

stoletja, ko so se najprej začeli pojavljati v ZDA in Veliki Britaniji. Tam so menedžerski odkupi dosegli tudi največji razmah in zaradi njihovega financiranja so se razvile številne finančne institucije. V Sloveniji so se menedžerski odkupi začeli uveljavljati šele zadnja leta. Pri večini so sodelovali menedžerji in delavci, saj so bili menedžerji finančno prešibki, da bi lahko sami izpeljali odkup. Banke odkupa zaradi prevelikega tveganja niso hotele v celoti financirati. Strokovnjaki so menedžerjem mnogokrat očitali, da so bili odkupi izpeljani po nizkih prevzemnih cenah in ne dovolj transparentno.

O menedžerskem odkupu govorimo takrat, kadar skupina obstoječih menedžerjev od delničarjev odkupi podjetje, v katerem so zaposleni (Nash, 2005, str. 4). Pogosto so prav menedžerji najprimernejši kupci, ker najbolje vedo, kako podjetje deluje, in so za nakup tudi najbolj motivirani, saj lahko tako ohranijo tudi delovno mesto. Vedeti moramo, da se pri odkupih s strani drugih podjetij pogosto zgodi, da obstoječe vodstvo podjetja izgubi službo. Menedžerski odkup torej ni nič drugega kot to, da trenutno vodstvo podjetja od obstoječih lastnikov pridobi sredstva ali delnice oziroma deleže podjetja (Slorach, 2004, str. 135).

Magistrsko delo je namenjeno financierjem menedžerskega prevzema, menedžerjem, da se lažje zavedajo pasti menedžerskega prevzema, ter kontrolnim in analitičnim službam v podjetju za pomoč pri pripravi različnih analiz menedžerskega prevzema.

Prvi cilj magistrskega dela je na osnovi teoretičnih predstavitev definirati pojme združitev, prevzem, oblike prevzemov podjetja in finančna analiza podjetja. Drugi cilj magistrskega dela pa je empirična finančna analiza podjetij BTC, d. d., (v nadaljevanju BTC) in Merkur, d. d., (v nadaljevanju Merkur)s pomočjo računovodskih izkazov ter medsebojna primerjava in analiza rezultatov.

Ostali cilji magistrskega dela so:

- poiskati odgovor na vprašanje, kakšna oblika menedžerskega odkupa je potekala v podjetjih BTC in Merkur,
- ugotoviti, v katerem gospodarskem obdobju se je nahajala država v času menedžerskega odkupa v obeh proučevanih podjetjih,
- ugotoviti, ali sta bila menedžerska odkupa uspešna ali neuspešna.

V magistrskem delu preverjam naslednje hipoteze:

- H1 – uspešen menedžerski odkup je v pozitivni korelaciji z uspešnim finančnim poslovanjem, prikazanim na podlagi tradicionalne metode finančne analize,
- H2 – uspešen menedžerski odkup je v pozitivni korelaciji z uspešnim finančnim poslovanjem, prikazanim na podlagi sodobne finančne analize z modeli,

- H3 – uspešnost/neuspešnost menedžerskega odkupa je v negativni korelaciji z gospodarskim obdobjem, v katerem se podjetje nahaja v času menedžerskega odkupa.

Pri raziskovanju uporabim deskriptivni pristop, v okviru katerega uporabim metodo deskripcije. S pomočjo te metode opišem teorijo in pojme ter ugotovljena dejstva glede menedžerskega odkupa in finančne analize podjetja. V drugem delu so teoretične podlage nadgrajene s prikazom finančne analize pred in po menedžerskem odkupu. To pomeni, da splošna spoznanja v teoriji poskušam aplicirati na konkretna podjetja.

V magistrskem delu analiziram primarne kvalitativne podatke, to so podatki iz letnih poročil podjetij, s katerimi odkrijem značilnosti raziskovalnega problema. Za to analizo kvalitativnih podatkov uporabim induktivni raziskovalni pristop.

Pri izdelavi magistrskega dela uporabim primarne, sekundarne in terciarne vire podatkov. Uporabim strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, vire, prispevke in članke s področja virov financiranja podjetij. Poleg strokovne literature pri izdelavi magistrskega dela vključim lastno znanje, pridobljeno tekom študija na dodiplomskem in magistrskem programu.

Magistrsko delo je razdeljeno na šest poglavij. Uvodnemu poglavju sledita dve poglavji, kjer teoretično predstavim pojma prevzem in združitev ter podrobneje predstavim obliko prevzema menedžerski odkup. V tem delu pojasnim razloge, korak in učinke, menedžerskega odkupa ter napake pri menedžerskem odkupu v Sloveniji. Predstavim tudi Zakon o prevzemih. V tretjem poglavju teoretično predstavim finančno analizo podjetja, in sicer s pomočjo tradicionalnega in sodobnega prijema. Četrto in peto poglavje sta namenjeni predstavitvi podjetij BTC in Merkur, poteku menedžerskega odkupa v teh dveh podjetjih ter finančni analizi proučevanih podjetij v dveh letih pred odkupom in dve leti po odkupu. Sledijo primerjava med zadnjimi objavljenimi podatki o poslovanju podjetij s podatki o poslovanju podjetij v letu odkupa ter prikaz in analiza obstoječih informacij za finančno analizo. Sledi analiza primerjave menedžerskega odkupa podjetij BTC in Merkur.

1 TEORETIČNA IZHODIŠČA PREVZEMA IN ZDRUŽITEV

V tem poglavju predstavim oblike prevzemov in združitev, vrste prevzemov ter motive za prevzeme in združitev podjetij.

Termin prevzem podjetja z ekonomskega vidika pomeni različne oblike pridobitve nadzora nad določenim podjetjem (Bešter, 1996, str. 322).

Nadzor nad podjetjem se lahko pridobi na različne oblike: z odkupom celega ali dela podjetja kot objekta (premoženje), z odkupom delnic, z združitvijo ter z zadolžitvijo. Zgoraj omenjene oblike prevzema so osnovne oblike (Kocbek, 1999, str. 322).

1.1 Oblike prevzemov in združitvev

V nadaljevanju opišem osnovne oblike prevzema podjetij, in sicer prevzem podjetja z odkupom delnic, z odkupom premoženja, z združitvijo in z zadolžitvijo.

1.1.1 Prevzem podjetja z odkupom delnic

Podjetje prevzame drugo podjetje prek odkupa delnic in tako postane prevzemnik delničar prevzete delniške družbe. Pri tej obliki prevzema aktiva ostaja nespremenjena, ampak se spremeni struktura personalnega substrata pravne osebe. Prevzemni delničar z odkupom postane lastnik delniške družbe z odločilno upravljaljsko močjo. V naknadnih postopkih lahko prevzemnik izvrši tudi spremembe s pravno osebo, tako z njenim premoženjem ali pa se pripoji oziroma spoji z drugo družbo. S tem potem prevzeta gospodarska družba kot pravna oseba preneha obstajati, kot podjetje pa ne. Podjetje se prenese v novo pravno osebo, kar pomeni, da prevzeta družba preneha brez postopka likvidacije (Kocbek, 1999, str. 323).

Za menedžment ciljnega podjetja so prevzemi z odkupom delnic nezaželeni, nesprejemljivi. Če pride do odpora menedžmenta v primerjavi z uspešnim dvostranskim dogovorom o prevzemu, lahko pride do višjih stroškov transakcije in do zmanjšane verjetnosti njegove uresničitve. Pri prevzemu z odkupom delnice v primerjavi z združitvijo redko pride do odkupa 100 % delnic, saj lahko posamezni delničarji svojih delnic ne prodajo (Bešter, 1996, str. 32).

1.1.2 Prevzem podjetja z odkupom premoženja

Z odkupom podjetja ali dela podjetja in s prenosom tega kot sredstev v svoje podjetje se pridobi nadzor nad prevzetim podjetjem kot objektom. Podjetje ali pa del tega podjetja se lahko organizira kot samostojna gospodarska družba. Gre lahko za nekakšen vložek v novem gospodarskem subjektu. Subjekt upravljaljsko obvladuje kupec premoženja kot vlagatelj in družbenik v novi gospodarski družbi. Tako prevzemnik kupi in s tem pridobi kontrolo nad določenim obratom ali pa celotnim podjetjem. Prevzeto podjetje po prevzemu lahko preneha, lahko pa nadaljuje s poslovanjem z enako, s podobno ali pa spremenjeno dejavnostjo. Pri tej obliki prevzema ne gre za pravno nasledstvo gospodarske družbe, temveč prevzemnik prevzame le aktivo podjetja. Prevzemnik pa poleg dotedanjega imetnika odgovarja za dolgove, ki se nanašajo na celoto ali le na del podjetja, vendar le do vrednosti njegove aktive (Kocbek, 1999, str. 322).

Razlika med združitvijo in prevzemom z odkupom premoženja je, da gre za celovit in hkraten prenos vsega premoženja in vseh obveznosti na eno pravno osebo. Pri prevzemu z odkupom premoženja pa je za vsako postavko v bilanci premoženja lahko različen postopek. Tako prevzemnik prevzame le pogodbeno dogovorjene in navedene obveznosti (Levine, 1989, str. 3).

1.1.3 Prevzem z združitvijo

Z združitvijo pridobi določeno podjetje nadzor nad določenim drugim podjetjem. Združitev je lahko kot oblika pripojitve ali spojitve gospodarskih družb. V primeru pripojitve delniške družbe k prevzemnemu podjetju pridobi kontrolni delničar prevzemne delniške družbe nadzor še nad podjetjem prevzete družbe. Prevzeto podjetje se prenese na prevzemno podjetje. Tako prevzeto podjetje kot pravna oseba preneha brez likvidacije. Pri drugi obliki združitve pa podjetja, ki so vključena v združitev, prenehajo obstajati in se prenesejo v novoustanovljeno delniško družbo. Novoustanovljeno delniško družbo kontrolira večinski delničar (Kocbek, 1999, str. 324).

Weston, Chung in Hoag (1990, str. 4) delijo združitev še z vidika dejavnosti, s katerimi se podjetja ukvarjajo pred združitvijo:

- horizontalne združitve: povezujejo se podjetja iste dejavnosti,
- vertikalne združitve: povezujejo se podjetja na različnih stopnjah proizvodnega procesa,
- konglomeratne združitve: združujejo se podjetja različnih dejavnosti.

1.1.4 Prevzem podjetja z zadolžitvijo

Prevzem podjetja z zadolžitvijo je prevzem podjetja z uporabo najetih kreditov, za zavarovanje katerih se uporabi premoženje ciljnega podjetja. Poplačilo dolga in obresti se izvede iz prihodkov tega podjetja. Ta tehnika prevzema je odkup podjetja z zadolžitvijo (v nadaljevanju LBO). Če to metodo prevzema podjetja z uporabo najetih kreditov uporabi menedžment podjetja, pa gre za menedžerski odkup od znotraj (v nadaljevanju MBO) (Kocbek, 1999, str. 324). Pri tej obliki se javna delniška družba preoblikuje v zaprto delniško družbo (Gaughan, 1999).

Značilnost LBO je, da podjetje, ki namerava kupiti podjetje tarčo, ustanovi vmesno podjetje. Vmesno podjetje je v 100 % lasti matičnega podjetja in pridobi kapital od banke ali druge finančne institucije, ki pa bo odplačevalo posojilo na podlagi denarnega toka podjetja tarče. Pri LBO je dolžnik podjetje, ki je kupljeno, in ne podjetje, ki kupuje, saj je po združitvi cena odkupa breme premoženja podjetja tarče (Varanelli, 2001, str. 356).

LBO je odkup, pri katerem menedžerji v prevzem vložijo skromno osebno premoženje, vendar se ta odkup financira z izposojenim denarjem (Reed & Lajoux, 1998, str. 305). LBO izvede manjša skupina vlagateljev ali en kupec, ki prevzame celoten kapital in ga umakne z organiziranega trga. Tu kupec uporabi dolg za financiranje prevzema izbranega podjetja, to je prevzema javnih delniških podjetij (Varanelli, 2001, str. 356).

1.2 Vrste prevzemov

Klasifikacija prevzemov podjetij je klasifikacija z različnih vidikov (Kocbek, 1999, str. 328):

- z ekonomsko-organizacijskega vidika,
- z vidika sodelovanja med vodstvi prevzemnega podjetja oziroma prevzemnika ter prevzetega podjetja,
- z vidika finančnih transakcij,
- z vidika kriterija tehnične poti prevzema,
- prevzem z direktnim nakupom delnic.

V nadaljevanju sledi opis prvih treh vidikov klasifikacije prevzemov. Kocbek (1999, str. 328) prevzeme z ekonomsko-organizacijskega vidika deli na:

- horizontalni prevzem – gre za prevzem konkurenčnega podjetja,
- vertikalni prevzem – gre za kombinacijo dve podjetij v odnosu kupec-prodajalec,
- konglomeratski prevzem – gre za prevzem med podjetjema, ki nista konkurenta in nista v odnosu kupec-prodajalec.

Kocbek (1999, str. 328) je klasificiral vrste prevzema z vidika sodelovanja med vodstvi prevzemnega podjetja oziroma prevzemnika ter prevzetega podjetja:

- sporazumni prevzem – vodstvo kasneje prevzetega podjetja sodeluje pri prevzemu in tudi vodstvo prevzetega podjetja priporoča delničarjem sprejem ponudbe za prevzem,
- nevtralni prevzem – uprava kasneje prevzetega podjetja nima nobenega sporazuma s prevzemnim podjetjem in prevzemu ne nasprotuje ter ga niti ne priporoča,
- prevzem z obrambo – uprava kasneje prevzetega podjetja nasprotuje prevzemu in tudi svojim delničarjem priporoča zavrnitev prevzemne ponudbe ter pri postopku prevzemanja uporablja in sprejema različne obrambne ukrepe, da bi preprečila prevzem,
- prevzem s konkurenco – gre za primer, kjer za prevzem tekmuje več prevzemnikov.

V nadaljevanju sledi klasifikacija z vidika finančnih transakcij (Kocbek, 1999, str. 329):

- odkup z zadolžitvijo (LBO): transakcija se pretežno dolžniško financira, in sicer s posojili,
- menedžerski odkup podjetja od znotraj (MBO): gre za prevzem, kjer je pomemben del prevzemnikov menedžment kasneje prevzetega podjetja in tudi oni zagotovijo pomemben delež potrebnih sredstev,
- menedžerski odkup podjetja od zunaj (v nadaljevanju MBI): v ospredje se postavi posebej oblikovana menedžerska ekipa, ki prevzame vodenje podjetja in tako zamenja obstoječi menedžment.

Tajnikar (2000b, str. 27) pa prevzeme deli na:

- horizontalni prevzem – povezujejo se podjetja z enako proizvodnjo, podjetja hitro povečujejo svojo velikost in pričakujejo, da bodo s tem pridobila večjo učinkovitost z ekonomijami obsega. Ustvarja velike proizvajalce, ki povečajo svojo moč glede na konkurente oziroma nastopijo na trgu kot monopol. Tako ekonomija obsega znotraj podjetja ter monopolna moč zunaj podjetja sta dva glavna dejavnika za horizontalne oblike povezovanj podjetij,
- vertikalni prevzem – gre za povezovanje podjetij v reprodukcijski verigi. Prednost takšnih povezovanj je v manjših transakcijskih stroških. Takšno povezovanje omogoča oblikovanje skupnih strategij in ustvarjanje razvojnih prednosti,
- geografski prevzem – gre za medsebojno povezovanje podjetij z namenom, da tako velika podjetja ne obvladujejo le lokalnega trga, temveč vse večje trge,
- konglomeratne povezave – gre za povezovanje podjetij z nepovezanih trgov oziroma iz nepovezanih panog,
- koncentrične povezave – gre za povezovanje podjetij, ki se ukvarjajo z enakimi poslovnimi procesi, imajo enako tehnologijo ali delujejo na istih trgih. Take povezave nastanejo okoli jeder, ki predstavljajo podjetja z večjim številom nabavnih in prodajnih poslovnih odnosov, ter na trgu in pri razvoju tehnologije.

1.3 Motivi za prevzeme in združitve podjetij

Obstaja veliko različnih razvrstitev teorij in motivov za prevzeme. Avtorji teorij poudarjajo različne motive in predpostavke, vendar lahko zaključimo, da se teorije med seboj dopolnjujejo.

Temeljni motivi za prevzeme in združitve, ki so povzeti po Westonu et al. (1990, str. 191):

- teorija učinkovitosti – predpostavka teorije je, da prevzem podjetja povečuje družbeno blaginjo in da je glavni motiv za prevzem podjetja v izboljšanju poslovanja obstoječega menedžmenta (Lahovnik, 2013, str. 49),
- teorija informacij in signalov – teorija poudarja, da je pridobivanje informacij glede potencialnih investicijskih možnosti zadosten razlog za prevzem podjetja (Lahovnik, 2013, str. 56),
- problem agentov – nastane med lastniki in menedžerji, ker imajo posamezni udeleženci v podjetju različne interese (Lahovnik, 2013, str. 59),
- hipoteza presežnih denarnih tokov – menedžerji so motivirani, da povečujejo velikost svojih podjetij. Različne izplačane nagrade menedžerjem so pogosto funkcija obsega podjetja in tako menedžerji pri presojanju investicij uporabijo manjše zahtevane stopnje donosa. Odločati pa bi se morali za investicije, katerih interna stopnja donosa je večja od

- tehtanih povprečnih stroškov kapitala, ki je potreben za financiranje investicij (Lahovnik, 2013, str. 59),
- hipoteza tržne moči – podjetja tržno moč vzpostavijo na različne načine. Tržno moč lahko ugotovljamo s tržno koncentracijo, z ovirami za vstop v panogo, z diferenciacijo produktov in diverzifikacijo podjetij (Lahovnik, 2013, str. 61),
- davčna hipoteza – teorija poudarja davčne prihranke v primeru prevzema, npr. zamenjava davka na dobiček z davkom na kapitalski dobiček ali da se izguba prevzetega podjetja upošteva v prihodnjih letih pri dobičku ... (Lahovnik, 2013, str. 62),
- prerazdelitveni učinki – ko ena skupina na primer delničarjev ali lastnikov poveča delež na račun drugih udeležencev, na primer zaposlenih (Weston, Siu, & Johnson, 2001, str. 155).

Brigham in Houston (1992, str. 841) sta delila motive na:

- motive sinergije, ki se delijo na:
 - finančne sinergije,
 - ekonomijo obsega,
 - tržno moč;
- motive pozitivnih davčnih učinkov,
- razpršitev dejavnosti podjetja,
- ohranjanje položaja menedžmenta.

Ross, Westerfield in Jaffe (1993, str. 29) podajajo naslednjo delitev motivov za prevzeme in združitve podjetij:

- povečanje prodaje (tržne prednosti, strateški motivi, tržna moč),
- zniževanje stroškov (ekonomija obsega, prednosti vertikalnih integracij, komplementarnost, zamenjava nesposobnega menedžmenta),
- davčni motivi (prenos izgub, neizkoriščenosti možnosti zadolžitve, presežki sredstev),
- stroški kapitala.

Zelo podobno razdelitev prevzemov in združitvev podjetij opisujeta Tajnikar (2000b, str. 27) in Bower (2001, str. 94). Tajnikar (2000b, str. 27) deli motive za prevzeme in združitve na:

- strateške in finančne,
- notranje in zunanje,
- motive za generično ali diverzificirano rast,
- motive glede na posamezne poslovne funkcije v podjetju: trg in trženje, proizvodnjo in razvoj, organizacijo in kadre, financiranje.

V nadaljevanju sledi delitev motivov za prevzeme in združitve:

- kot rezultat presežnih finančnih sredstev,
- kot dejavnik za vstop na novo geografsko področje,
- kot rezultat širitve na nove trge,
- kot nadomestilo za lasten razvoj,
- kot rezultat spreminjanja določene industrije in prehajanja iz ene industrije v drugo.

2 MENEDŽERSKI ODKUP OD ZNOTRAJ

V naslednjih podpoglavjih opišem razloge MBO in značilnost podjetja, ki je primerno za odkup. Nato opišem korake MBO podjetja in učinke MBO. Na koncu poglavja predstavim še Zakon o prevzemu ter napake pri menedžerskem odkupu, ki so pogoste pri menedžerskih odkupih v Sloveniji.

Za MBO je značilno, da so investitorji sestavljeni le iz članov menedžmenta podjetja, odkup se financira le z zadolžitvijo in posledica prevzema je preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto delniško družbo (Petty, 1993).

MBO je takrat, ko delničarji prodajo delnice obstoječim menedžerjem podjetja, v katerem so zaposleni (Nash, 2005, str. 4). Menedžerji podjetja so najbolj motivirani in najprimernejši kupci, ker poznajo poslovanje podjetja in tako tudi ohranijo delovno mesto. Pogosto se zgodi, da menedžerji pri prevzemih s strani drugih podjetij izgubijo službo. Slorach (2004, str. 135) pravi, da je MBO to, da vodstvo podjetja pridobi sredstva od obstoječih lastnikov, to je delničarjev podjetja.

MBO je vrsta odkupa z zadolžitvijo, kjer notranji menedžment prevzame podjetje. Odkup z zadolžitvijo je finančna operacija, prek katere neko podjetje odkupi delnice drugega podjetja. Podjetje, ki odkupuje delnice, ustanovijo pobudniki odkupa, je neko vmesno podjetje.

2.1 Razlogi menedžerskega odkupa in značilnosti podjetja, primerne za menedžerski odkup

Razlogi za menedžerski odkup oziroma za prehod iz odprte v zaprto delniško družbo po Van Hornu (1992, str. 691) so:

1. visoki stroški, ki so povezani s kotacijo na borzi,
2. obvezno objavljane podatkov o poslovanju in pomembnih informacij, kar se vse odraža na gibanju cen delnic,
3. vodilni podjetja morajo na sestankih z borznimi analitiki poročati o poslovno občutljivih informacijah,
4. glavno osredotočanje podjetja je na dolgoročno poslovanje, vendar je tu treba prikazovati četrtletne poslovne rezultate, kar je v nasprotju z njihovo glavno osredotočenostjo,

5. izboljšajo se menedžerske spodbude pri doseganju boljših rezultatov, saj je menedžment s pridobitvijo večjega lastniškega deleža bolj motiviran za doseganje boljših rezultatov.

Vahčič (2007, str. 116) je okoliščine, ki spodbujajo menedžerski odkup podjetij, razdelil v štiri skupine:

1. dezinvestiranje velikih podjetij – matično podjetje želi določen del aktivnosti, divizije ali podružnice opustiti, prodati zaradi nenehnega prilaganja svoje organizacije tržnim zahtevam. Prav tako, ker prevzeto podjetje pridobi od prevzemnega podjetja tudi njegove podružnice in odvisne družbe, ki jih ne potrebuje za svojo poslovanje. Zelo velika verjetnost je, da bo podjetje prodalo nepotrebne pridobljene dele podjetja,
2. odkupi družinskih podjetij – lastniki družinskih podjetij ugotovijo, da nimajo primerne naslednika za poslovanje podjetja po njihovem umiku iz poslovnega sveta. Navadno se potem odločijo za prodajo podjetja, in sicer pod ugodnimi pogoji članom najožje delovne skupine v podjetju,
3. odkup družb, ki kotirajo na borzi,
4. sekundarni odkupi in odkupi iz stečaja – sekundarni odkup je odkup deleža od finančnega vlagatelja, ki v MBO zagotovi zunanje nedolžniške vire financiranja.

2.2 Koraki menedžerskega odkupa podjetja

Menedžerski odkup podjetja je sestavljen iz več faz. MBO je redko načrtovan in takrat, ko se pojavi priložnost, se morajo menedžerji hitro odločiti, saj če se prepočasi odzovejo, je lahko podjetje prodano drugemu kupcu. Pri vsakem odkupu je pomembno, da menedžment takoj prouči možnost za izvedbo odkupa. Prodajo podjetja menedžmentu običajno predlaga menedžment sam ali pa svetovalci za odkupe. Slika 1 predstavlja korake pri MBO.

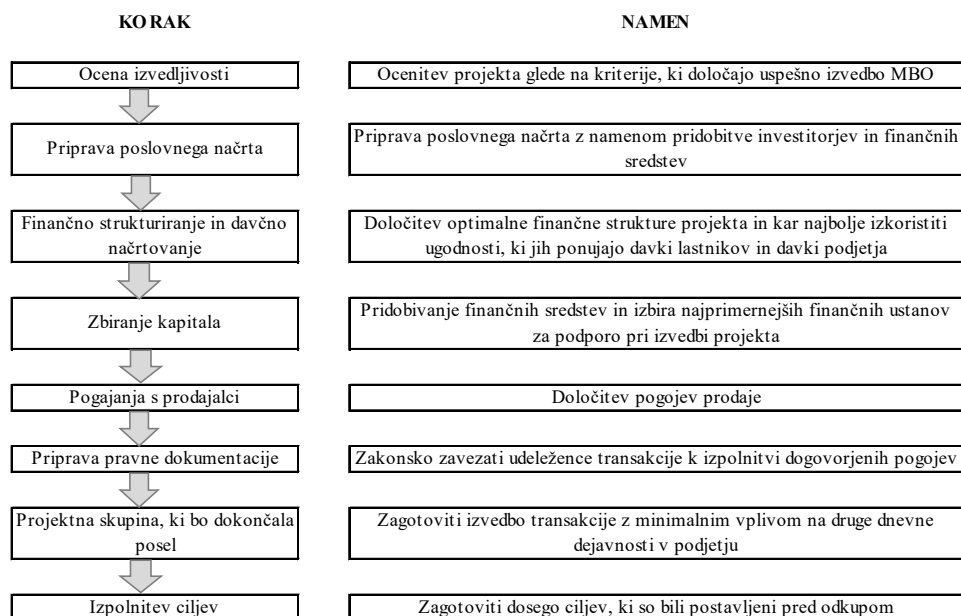
V prvem koraku mora menedžment oceniti, ali podjetje ustreza kriterijem za MBO, pri čemer lahko tudi poišče pomoč pri izkušenih svetovalcih za odkupe.

Naslednji korak je priprava poslovnega načrta. Poslovni načrt je zelo pomemben dokument, ki ga mora pripraviti menedžment podjetja, in mora vsebovati naslednje obvezne dele (Deloitte & Touche, 2003, str. 10):

- uvod, v katerem morajo biti predstavljene glavne točke odkupa in potreba po finančnih sredstvih,
- podrobno predstavitev zgodovine podjetja, osnovni podatki podjetja, predstavitev izdelkov oziroma storitev, prodajni trgi, distribucijske poti, razvojni načrti, predstavitev strategije trženja podjetja ...,
- predstavitev analize trga, kakšen je položaj podjetja na trgu, ter predstavitev analize konkurentov,

- podrobno predstavitev menedžmenta, njegovega položaja v podjetju, izobrazbe, izkušenj ter podatke o njihovih dosedanjih zaposlitvah,
- predstavitev srednjeročnih in dolgoročnih finančnih projekcij – s pomočjo izkaza poslovnega izida, izkaza stanja in izkaza denarnih tokov,
- menedžerji morajo podrobno razložiti strateške razloge za predlaganje MBO.

Slika 1: Proces menedžerskega odkupa



Vir: Deloitte & Touche, A practical guide to MBOs, 2003, str. 14.

V naslednjem koraku se mora oblikovati finančna sestava, ki se oblikuje skozi proces odkupa, vendar mora menedžment skupaj s svetovalci za odkupe pripraviti okvirno strukturo financiranja, ki je za njih najprimernejša in realna. Prav tako je pomembno davčno načrtovanje, saj se lahko tako izognejo davčnim obveznostim pri izvedbi MBO. V naslednjem koraku sledi zbiranje kapitala – če gre za odkup manjše vrednosti, lahko vire financiranja priskrbi en vlagatelj, če je transakcija večja, pa se morajo različni vlagatelji povezati med seboj in pripraviti skupno ponudbo. Tako izbranim vlagateljem in bankam predstavijo svoj poslovni načrt in za tiste, ki pokažejo zanimanje, v naslednji fazi pripravijo ponudbe in predstavijo pogoje za sodelovanje. Po izbiri glavnega vlagatelja se začnejo pogajanja o ceni. Pogajanja o pogojih odkupa potekajo skozi celoten proces. Začetna stopnja pogajanj je namenjena ugotovitvi motivov prodajalca, njegovih pričakovanj glede cen in opredelitvi dejavnikov, ki vplivajo na ceno odkupa. Pri pogajanjih je smiselno vključiti svetovalce in strokovnjake za odkupe, saj ti dajo prodajalcu boljši občutek kredibilnosti odkupa (Deloitte & Touche, 2003, str. 10).

Menedžment običajno izda pismo o zavezi, s katerim se finančni vlagatelji zavežejo k financiranju odkupa, in jim tako omogoči dostop do vseh podatkov iz prihodnjega prevzetega podjetja. Iz teh lahko naredijo analizo tveganja in ovrednotijo sredstva, ki so namenjena zavarovanju dolga (DePamphilis, 2003, str. 570).

Sledi še korak, v katerem sledita skrbni pregled in priprava pravnih dokumentov, ki pa so zelo kompleksni in zahtevajo veliko časa. Pred podpisom pogodbe vlagatelji in banke zahtevajo skrben pregled poslovanja podjetja. S tem pregledom se popolnoma seznanijo s stanjem in z zmogljivostmi podjetja. Pravniki pripravijo pogodbo o nakupu delnic, delničarske pogodbe, pogodbe o ustanovitvi novega podjetja, delovne pogodbe itd. V pogodbi morajo biti opredeljeni tudi čas prenosa lastninske pravice in obveznosti prevzetega podjetja na nove lastnike. Pri skrbnem pregledu je omogočeno, da lahko prodajalci kot kupci v pogodbo vnesejo določene popravke in spremembe. S pomočjo delničarske pogodbe in pogodbe o ustanovitvi novega podjetja se določijo razmerja med menedžmentom in drugimi vlagatelji. Posebno pozornost zahtevajo poslovodna in upravljalna sestava, zaščita manjšinskih pravic, jamstva, ki jih menedžerski ekipi določijo vlagatelji, predpisi o razpolaganju in prodaji delnic v lasti menedžerjev, kapitalski sestavi in naknadnem financiranju (Deloitte & Touche, 2003, str. 29).

2.3 Učinki menedžerskih odkupov

Menedžerski odkupi povzročijo tako pozitivne kot negativne učinke v podjetju. Menedžerji s povišanim lastniškim deležem dobijo močno spodbudo, da so njihove odločitve usmerjene v povečevanje vrednosti podjetja, kar ima pozitivne učinke tudi na ostale lastnike (Frankfurter & Kosedag, 1996, str. 2005). Menedžerji z lastništvom prevzamejo podjetniško tveganje in so bolj motivirani, zato vlagajo večje napore v prestrukturiranje podjetja in v iskanje inovativnih rešitev (Lahovnik, 2013, str. 128). Naslednji pozitivni učinek je povečanje učinkovitosti in niso potrebna dodatna odpuščanja ali zmanjšanje vlaganja v raziskave in razvoj (Jensen, 1989, str. 21). Naslednji pozitivni učinek je kontrolna funkcija dolga (Lahovnik, 2013).

Negativni učinki menedžerskih odkupov so asimetrija informacij, zloraba notranjih informacij, konflikt interesov, zaščita upnikov in poslabšanje položaja določenih udeležencev v podjetju ter povečanje stroškov finančne stiske (Lahovnik, 2013).

Damodaran (2001, str. 863–866) opisuje razloge za neuspel prevzem:

- pomanjkanje poprevzemnih načrtov za uresničevanje predvidenih sinergij – sinergije dajo večjo vrednost novemu podjetju oziroma novo oblikovani skupini podjetij. Problem je lahko že pri oceni morebitnih sinergij, ker podjetje sinergij ne oceni dovolj podrobno (Vadepurisar, 2003, str. 41),
- pomanjkanje odgovornosti – udeleženci pri prevzemu si po navadi lastijo zasluge za opravljeno delo že pred prevzemom, malo pa jih sprejme odgovornost za uspešno

opravljeno poprevzemno integracijo. Poprevzemne integracije prinesejo v nadaljnjih fazah napovedane koristi prevzema (Damodaran, 2001, str. 864),

- kulturni šok – gre za kulturne razlike med podjetji, med prevzemnim in prevzetim podjetjem. Carleton (2004, str. 13) postavlja ta kriterij za temeljni razlog neuspešnosti združitve in prevzemov,
- menedžerski ponos – boj za prevlado v združenem podjetju lahko povzroči odmik od temeljnih in prvotnih motivov združitve (Damodaran, 2001, str. 865),
- prekletstvo zmagovalca – verjetnost, da ciljno podjetje plača preveč za prevzeto podjetje. Prevzemna cena je sestavljena iz tržne cene in prevzemne premije. Visoka prevzemna cena je lahko posledica precenjenih sinergij (Damodaran, 2001, str. 866).

V primeru prevzemov morajo biti na trgu izpolnjeni določenih pogoji, da so lahko različne oblike povezovanj uspešne. Prevzem je lahko uspešen, kadar prevzeto podjetje deluje v jasno opredeljeni tržni niši. Tako prevzemnemu podjetju omogoča razširitev v to tržno nišo. Prevzem je uspešnejši, če prevzeto podjetje posluje v rastoči panogi. Za to panogo sta značilni ciklična in sezonska stabilnost (Tajnikar, 2000b).

2.4 Zakon o prevzemih

Po letu 1992 je lastniška struktura podjetij v Sloveniji precej razpršena. Leta 1992 je bil sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Ur.l. RS, št. 55/1992, 7/1993, 31/1993, 43/1993, 32/1994, 43/1995, 1/1996, 30/1998, v nadaljevanju ZLPP), ki je temeljil na načelu, da mora biti lastnina čimbolj razpršena in enakomerneje porazdeljena. ZLPP je omogočal, da so posamezniki preko različnih mehanizmov, dobili kontrolni paket delnic in tako dobili vpliv na upravljanje in poslovanje podjetja. Motiv ZLPP je bil čimbolj odpraviti družbeno lastnino in s tem se naj bi povečala učinkovitost podjetij in učinkovitost celotnega gospodarstva. Zakonodaja na področju prevzemov opredeljuje omejevanje aktivnosti udeležencev v prevzemih, ki bi lahko škodovala njihovim delničarjem, predvsem za zaščito malih investitorjev (Bešter, 1997, str. 43). ZPre temelji na načelih direktive Evropske skupnosti, ki jih v nadaljevanju povzemam (Bešter, 1997, str. 43):

- enaka obravnavanost vseh delničarjev: pri poskusu prevzema mora ponudnik v primeru poskusa prevzema vsem delničarjem ciljnega podjetja ponuditi odkup pod enakimi pogoji,
- zaveza za prevzem: kadar oseba oziroma podjetje pridobi 25 % nadzorni delež, je zavezana k oddaji ponudbe za odkup vsem preostalim delničarjem in tako pridobijo manjšinski delničarji možnost odprodaje svojih delnic,
- dolžnost razkritja podatkov: namen je zmanjševanje asimetrije informacij o vrednostnih papirjih ciljnega podjetja, tako se zmanjšuje možnost za trgovanje na podlagi notranjih informacij,

- omejitev določenih obrambnih dejanj menedžmenta ciljnega podjetja: gre za prepoved izvajanja aktivnosti upravi ciljnega podjetja, katerih namen je preprečiti prevzem. Za obrambna dejanja, ki povzročajo nasprotja interesov, se mora pridobiti soglasje skupščine delničarjev.

ZPre v 2. členu ureja pogoje za izvedbo prevzemov delniških družb. Določbe v tem zakonu se uporabljajo za:

- vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev oziroma je izdajatelj vrednostnih papirjev opravil postopek javne ponudbe ali je dobil dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za nadaljnjo prodajo,
- delnice posameznega izdajatelja, ki so izdane na podlagi ZLPP:
 - če osnovni kapital izdajatelja presega milijardo slovenskih tolarjev (v nadaljevanju SIT) in je več kot 500 imetnikov delnic,
 - če je izdajatelj izvedel javno prodajo delnic ali pa pridobil dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za nadaljnjo javno prodajo.

V 80., 81. in 82. členu Zpre so opredeljeni pogoji za ponudbo za odkup vrednostnih papirjev, ki so izdani v postopku lastninskega preoblikovanja. V 80. členu Zpre je opredeljeno, da mora prevzemnik dati ponudbo za odkup vrednostnih papirjev v primeru, če želi pridobiti delež vrednostnih papirjev ciljnega podjetja in s tem pridobi 25 % glasovalnih pravic. Za pooblašcene investicijske družbe, kot sta Slovenski odškodninski sklad in Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, pa je prag 40 % glasovalnih pravic.

V 4. členu Zpre so opredeljeni vrednostni papirji, ki so predmet obravnave v Zpre:

- delnice z glasovalno pravico, ki jih želi pridobiti potencialni prevzemnik,
- delnice z glasovalno pravico, ki jih je pridobila tretja oseba v svojem imenu, vendar na račun potencialnega prevzemnika,
- delnice z glasovalno pravico, ki so jih pridobile od potencialnega prevzemnika posredno ali neposredno odvisne osebe ali od prevzemnika obvladujočega podjetja,
- vrednostne papirje, ki imetniku dajejo pravico do njihove zamenjave za delnice z glasovalno pravico oziroma do njihovega nakupa, ter nakupne opcije.

Zpre se ne uporablja za:

- pooblašcene investicijske družbe glede delnic, ki so pridobljene v skladu s predpisi, ki urejajo prodajo delnic v lasti Slovenske razvojne družbe pooblaščenim investicijskim družbam,

- pooblaščne investicijske družbe, če delnice posameznega izdajatelja, ki zagotavljajo glasovalno pravico, ki jih pridobi pooblaščen investicijska družba, skupaj z drugimi delnicami, ki jih že ima, zagotovijo manj kot 40 % glasovalnih pravic.

V 81. členu Zpre je opredeljeno, da družbo pooblaščenko ustanovi lahko delničar izdajatelj, ki se je preoblikoval na podlagi ZLPP in ni izvedel javne prodaje delnic, pri izvedbi lastninskega preoblikovanja. Postopek ustanovitve družbe pooblaščenke je določen v Zakonu o privatizaciji oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo (Ur.l. št. 71/1994 in 57/1995).

V 4. odstavku 7. člena Zpre je določeno, da mora potencialni prevzemnik zaradi načela enakega obravnavanja vseh delničarjev ciljnega podjetja za vse papirje enakega razreda ponuditi enako ceno ter tudi druge pogoje. Ponudnik, ki v zadnjih šestih mesecih pred objavo javne ponudbe pridobi več kot 10 % celotne izdaje obravnavanih vrednostnih papirjev, mora v javni ponudbi za dokup ponuditi najmanj enake pogoje, kot jih je ponudil v zadnjih šestih mesecih.

Novi Zakon o prevzemu (Ur.l. RS, št. 79/2006, 67/2007 - ZTFI, 1/2008, 68/2008, 35/2011 - ORZPre75, 55/2011 - skl. US, 105/2011 - odl. US, 10/2012, 22/2012 - odl. US, 38/2012, 47/2013 - ZFPPIPP-E, 56/2013, 63/2013 - ZS-K, 25/2014, 75/2015, v nadaljevanju Zpre-1) je bil objavljen v Uradnem listu 27. 6. 2007 in izhaja iz načel Zpre, ki jih dopolnjuje po Direktivi 2004/25/ES. Z novim zakonom Zpre-1 se je bolj poudarjalo obrambne mehanizme, pravično ceno, osebe, ki delujejo usklajeno, itd.

Vzporedno s spremembo Zpre-1 se je spremenil Zakon o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 42/2006, 60/2006 - popr., 26/2007 - ZSDU-B, 33/2007 - ZSReg-B, 67/2007 - ZTFI, 10/2008, 68/2008, 42/2009, 33/2011, 91/2011, 100/2011 - skl. US, 32/2012, 57/2012, 44/2013 - odl. US, 82/2013, 55/2015, v nadaljevanju ZGD-1). Nova določila po ZGD-1 so izključitev manjšinskih delničarjev, zbiranje pooblastil in skupni pooblaščenec, posebna revizija, letno transparentno obveščanje in uveljavljanje odškodninskih zahtevkov. Zpre-1 je dopolnil člene Zpre in nekaj členov zakona je bilo novih. Novosti so predvsem na področju ponudbe, pravičnih cen, pri sankcijah in kršitvah, izstopu ali izključitvi manjšinskih delničarjev itd. Zpre-1 se uporablja za javna delniška podjetja, ki z delnicami trgujejo na organiziranem trgu in morajo imeti najmanj 250 delničarjev in 4.172.751,9 EUR osnovnega kapitala. Po Zpre je bila meja osnovnega kapitala enaka, vendar je bila spodnja meja 500 delničarjev.

Zpre ni opredeljeval časovnega trenutka, kdaj se štejejo merila za podjetje – od vpisa v register ali od časa prevzema. Zpre-1 velja tudi za večja nejavna delniška podjetja, za podjetja, ki so bila lastninsko preoblikovana, ter tranzicijske posebnosti. Tranzicijske posebnosti se nanašajo na večja delniška podjetja, ki so se lastninsko preoblikovala na

podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij. Tako Zpre-1 velja za banke, zavarovalnice in druga velika podjetja v državni lasti.

Prevzemna ponudba in prevzemni prag sta bila v zakonu Zpre obravnavana v 4. členu, v Zpre-1 pa v členih 5, 6, 7, 12, 14. V 7. členu Zpre-1 bolj natančno opredeljuje prevzemni prag kot v Zpre. V Zpre in Zpre-1 je opredeljen 25 % prevzemni prag, vendar je v Zpre-1 določeno, da ko prevzemnik pridobi po končanem postopku prevzemne ponudbe, ki je uspešna, dodatni 0 % delež glasovalnih pravic, mora obvestiti javnost, tako tudi izdajatelje, ter agencijo. Prevzemnik končni prevzemni prag doseže pri 75 %. V Zpre je bilo določeno, da je vsak dodatni prag pri 5 % in končni prevzemni prag pri 45 %.

Razlike med Zpre in Zpre-1 so tudi pri določanju deleža glasovalnih pravic. Zpre je opredeljeval delnice in vrednostne papirje z glasovalno pravico. Zpre-1 pa zajema delnice z glasovalno pravico in vrednostne papirje z delniško nakupno opcijo, ki jih ima imetnik ali druga oseba za njegov račun. Vštete so tudi vse delniške nakupne opcije, ki niso vsebovane v vrednostnem papirju, ampak so nastale na podlagi drugega posla za račun te osebe, ter delnice z glasovalno pravico, pri katerih lahko omenjena oseba uveljavlja glasovalno pravico s pooblastilom imetnika po lastni presoji (Kocbek, Plavšak, & Pšeničnik, 2006, str. 65).

Rok za poročanje izdajatelju vrednostnih papirjev in agenciji, kadar fizična ali pravna oseba doseže ali preseže ali neha presegati zakonsko določen kvalificiran delež, je v Zpre-1 štiri delovne dni, po Zpre pa tri delovne dni.

V 60. členu Zpre in v 8. členu Zpre-1 je opredeljeno usklajeno delovanje oseb, vendar je v Zpre-1 širše opredeljen pojem povezanih oseb, ki poleg gospodarskih družb vključuje druge pravne subjekte, kot so država in fizične osebe. Pri dokazovanju usklajenega delovanja je pri Zpre treba najprej zbrati dokaze, po Zpre-1 pa je dovolj le sum na usklajeno delovanje.

V Zpre-1 je določeno, da mora prevzemnik, ki je v zadnjih 12 mesecih pred objavo prevzemne ponudbe pridobil vrednostne papirje ciljnega podjetja, postaviti ceno, ki ne sme biti nižja od najvišje cene, po kateri je pridobil vrednostne papirje v tem obdobju. Če pa prevzemnik v obdobju 12 mesecev po uspešni prevzemni ponudbi pridobi delnice ciljnega podjetja po višji ceni, kot jih je ponudil v prevzemni ponudbi, jim mora doplačati razliko v osmih dneh, drugače mu lahko zamrznejo glasovalne pravice.

Po Zpre pa je veljalo, da mora prevzemnik, ki je v zadnjih 6 mesecih pred objavo ponudbe za odkup pridobil več kot 10 % glasovalnih pravic, ponuditi najmanjšo ceno v tej višini. Če prevzemnik preseže prag 25 % in odda ponudbo za odkup, pa mora v ponudbi za odkup ponuditi najvišjo ceno, ki jo je plačal za katerokoli pridobite vrednostnih papirjev po tistem dogodku, ko je pridobil 25 % delež.

Zpre-1 določa končni rok za sprejem ponudbe in morebitne konkurenčne ponudbe, in sicer 60 dni od takrat, ko je bila objavljena prva prevzemna ponudba. V Zpre pa je bil rok za sprejem ponudb poljubno določen.

ZPre določa, da je prevzemnik, ki ni izpolnil obveznosti dati ponudbo za odkup, izgubil glasovalne pravice v tistem delu, ki je presegal prevzemni prag. V 63. členu ZPre-1 piše, da dokler prevzemnik ne odda prevzemne ponudbe ali ne odtuji vrednostnih papirjev ciljnega podjetja, dokler ne doseže prevzemnega pragu, miruje. Sklep skupščine je izpodbojen, če prevzemnik uresničuje svoje pravice, tudi če so zamrznjene. V 395. in 397. členu Zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 30/1993, 29/1994, 45/1994 - UZITUL-A, 82/1994, 20/1998, 32/1998, 37/1998, 84/1998, 6/1999, 54/1999 - ZFPPod, 31/2000 - ZP-L, 36/2000 - ZPDZC, 45/2001, 59/2001 - popr., 50/2002 - skl. US, 93/2002 - odl. US, 57/2004, 139/2004, v nadaljevanju ZGD) je zapisano, da lahko vsak izpodbija sklep skupščine, če je na skupščini napovedal izpodbijanje. V 64. členu Zpre-1 je opredeljeno, da z odločbo agencija po uradni dolžnosti ali pa na zahtevo delničarjev prevzemniku prepove glasovne pravice v ciljnem podjetju.

Izključitev manjšinskih delničarjev je določena v 68. členu ZPre-1 in izstop manjšinskih delničarjev v 69. členu Zpre-1. V Zpre je bila samo v 79. členu opredeljena izključitev manjšinskih delničarjev, če fizična oseba pridobi več kot 95 % delnic posameznega delniškega podjetja. V ZGD pa je bilo v členih 488–494 zapisano, da so vključena tudi podjetja, če je podjetje pridobilo več kot 95 % delnice, in je tako razveljavil člen 79 v ZPre. V ZGD-1 sta v členih 384–388 urejena izključitev in izstop manjšinskih delničarjev. V ZPre-1 je opredeljeno, da je za izključitev manjšinskih delničarjev dovolj 90 % delež glasovalnih pravic. Za izstop in izključitev manjšinskih delničarjev veljajo določbe ZGD-1. Določbe iz ZPre-1 se uporabijo v obdobju treh mesecev po prevzemu. V Zpre-1 je opredeljena pravična odpravnina, ki se jo je določilo v prevzemni ponudbi, po ZGD-1 pa primerna denarna odpravnina, ki jo mora zagotoviti prevzemnik. Manjšinski delničar ne more izbirati med odpravnino, ki je določena v ZPre-1, ali med odpravnino, določeno v ZGD-1. Po ZGD-1 mora glavni delničar manjšinske delničarje izključiti s sklepom skupščine, kar v ZPre-1 ni opredeljeno.

2.5 Napake pri menedžerskem odkupu v Sloveniji

Peklar (2007) je strnil v sedem točk najpogostejše napake, ki se pojavljajo pri menedžerskih odkupih v Sloveniji:

1. pravila izstopa sedanjih in vstop novih udeležencev prevzema, je neopredeljeno ali je pa slabo opredeljeno,
2. prevzemno podjetje začne prikriti boj za prevzem podjetja,
3. v večina primerih poteka menedžerski prevzem z vključitvijo družinskih članov,
4. nesprejemanje lastniških interesov udeležencev pri prevzemu,

5. nepravilne organizacijske spremembe v prevzetem podjetju,
6. zasenčena lastniška vloga, ob močnejši vlogi menedžmenta,
7. žrtvovanje razvoja podjetja in sicer zaradi interesa po pridobitvi lastništva.

Slovenski menedžerji so se posluževali naslednjih preventivnih ukrepov pred nezaželenimi prevzemi (Lahovnik, 2002, str. 13):

- aktivno so spremljali strukture svojih delničarjev,
- oblikovali so sklade lastnih delnice,
- povečevali delež lastništva menedžmenta,
- velik delež delnic v rokah uprav prijateljskih investitorjev.

Lastnost slovenskega okolja je v tem, da je v Sloveniji položaj menedžmenta močnejši. Močnejši položaj menedžmenta je zaradi tega, ker večina lastnikov podjetij ne pozna vseh neizkoriščenih poslovnih priložnosti. Lastniki po večini poznajo le vsebino in vrednost svoje naložbe, kako se naložba vrednoti in prodajo. Menedžment podjetja pa dobro pozna neizkoriščene poslovne priložnosti, pozna optimalne finančne vire, ter ima konservativni pristop pri vrednotenju bilančnih postavk, kot so nepremičnine, blagovne znamke, patenti,... (Peklar, 2007).

V Sloveniji so menedžerski odkupi glede obsega in vpliva precej večji, saj gre za prevzeme celotnih podjetij. Cilj menedžerskih prevzemov v Sloveniji je srednjeročno oziroma dolgoročno lastniško obvladovanje podjetja. V večini so delničarski interesi nepopolno definirani in imajo le deležniški pristop. Večina menedžerskih prevzemov ima slabo ali pa celo neizdelan načrt sprememb v podjetju in tudi slabo izdelan načrt poslovanja, ki naj bi omogočilo financiranje prevzema. Prevzeme menedžerji izpeljelo preko bank, borznoposredniških hiš, in sicer z aktivnostmi pridobitve koncentriranih paketov delnic. Te aktivnosti so ponavadi nepregledne in zapletene. Slovenski proces privatizacije je prispeval k veliki množici menedžerskih prevzemov, kjer so menedžerji prevzemali podjetja preko pooblaščenih naložbenih podjetij. Temu procesu prevzemanja podjetij ni nasprotovala niti država s svojo zakonodajo. Prevzemi v Sloveniji so bili v večini primerov izpeljani z majhnimi finančnimi vložki udeležencev menedžerskih odkupov in z močno finančno obremenitvijo prevzetega podjetja (Peklar, 2007).

V Sloveniji je močan vpliv na prevzem pustil način privatizacije nekdanjih družbenih podjetij v Sloveniji. Ko je bila končana privatizacija, so imeli menedžment, zaposleni in bivši zaposleni, več ko 50 odstotni delež v treh četrtinah slovenskih podjetij. Pozitivna plat privatizacije je v tem, da na začetku tranzicije ni bilo poceni prodaje domačih podjetij tujim investitorjem in investicijskim skladom. Vendar se je v kasnejših obdobjih izkazalo, da tudi zelo razpršena struktura ni bila najbolj učinkovita na dolgi rok (Lahovnik, 2002, str. 12).

3 FINANČNA ANALIZA PODJETJA

V nadaljnjih poglavjih opišem pojem finančna analiza ter podam vsebino finančne analize. Sledijo pravila financiranja, opis metode in tehnike tradicionalne finančne analize ter opis finančne analize z modeli.

3.1 Pojem in vsebina finančne analize

O uspešnosti poslovanja podjetja lastnika podjetja sodijo z vidika donosnosti vloženih sredstev. V pomoč jim je finančna analiza, pri kateri so najpomembnejši podatki, ki izhajajo iz letnih računovodskih izkazov. Iz računovodskih izkazov so izvedeni kazalniki. S finančno analizo torej ocenjujemo uspešnost poslovanja podjetja (Prusnik, 1999, str. 367).

Poznavanje okolja, organizacij in poslovanja omogoča uspešno poslovanje in ustrezno odločanje. Podatki, ki so potrebni pri spoznavanju procesa poteka, so postali ustrezne informacije, ki jih je treba zbirati in pravilno razumeti (Rozman, 1995, str. 49).

Za analizo računovodskih izkazov se najpogosteje uporabljajo naslednje tri metode (Usenik, Lekše, & Dular, 2005, str. 84–87):

- vodoravna analiza – s to analizo ugotovimo zneske in odstotke sprememb ali odmike posameznih postavk. Gre za ugotavljanje spremembe posamezne ekonomske kategorije v dveh zaporednih časovnih obdobjih ali v dveh različnih trenutkih v znesku in indeksu,
- navpična analiza – posamezna postavka se v izkazu prikazuje kot relativni delež glede na celoto. Številčne podatke spremeni v deleže, ki jih uporabimo za primerjavo panoge kot celote in med dvema podjetjema,
- analiza s kazalniki – kazalniki temeljijo na računovodskih podatkih, s pomočjo analize kazalnikov presojamo boniteto podjetja. Kazalniki so relativna števila, pri katerih gre za primerjavo dveh spremenljivk. Kazalnik opredelimo kot indeks, koeficient ali stopnjo udeležbe.

3.2 Pravila financiranja podjetja

Iz dolgoletnih izkušenj so se razvila pravila financiranja, ki so podjetjem opora pri sprejemanju poslovno-finančnih odločitev (Tajnikar, 2000a, str. 23). V nadaljevanju sledi opis dveh pravil financiranja, in sicer pravila vodoravne finančne strukture in pravila navpične finančne strukture.

Pravilo vodoravne finančne strukture temelji na predpostavki, da se z razmerjem med ustreznim delom aktive in pasive zagotavlja likvidnost. Iz te analize pridobimo koeficiente hitre, pospešene in kratkoročne likvidnosti. To je statičen izračun likvidnosti podjetja. Poleg

statičnega izračuna moramo biti pozorni tudi na dinamičen izračun. Pri tem izračunu gre za izdelavo načrta likvidnosti podjetja, katerega izdelava je lahko dnevna, tedenska, mesečna itd. (Robnik, 1996, str. 25–26).

Pravilo navpične finančne strukture pa temelji na predpostavki, da gre za razmerje med lastnim kapitalom in dolgovi. Tu gre za financiranje in dejavnike, ki vplivajo na strukturo med lastnim kapitalom in dolgovi. Zelo pomembni dejavniki so struktura sredstev, značaj vodstva podjetja, gospodarski sistem, blagovni in finančni trg, tveganje pri poslovanju in davčna politika (Robnik, 1996, str. 27–29).

3.3 Metode in tehnike tradicionalne finančne analize in finančna analiza s kazalniki

S pomočjo kazalnikov lahko oblikujemo rezultat procesa ali stanja. S kazalnikom primerjamo dve velikosti in ga lahko opredelimo kot (Turk, 2004, str. 654):

- indeks: je relativno število, ki izraža razmerje med istovrstnima velikostma; za odstotni indeks ga pomnožimo s 100,
- koeficient: je relativno število, ki izraža razmerje med raznovrstnima velikostma, ki sta med seboj primerljivi,
- stopnja udeležbe: je relativno število, ki izraža razmerje med dvema istovrstnima velikostma, prva se nanaša na delo, druga pa na celoto pojava. Po navadi je izraženo kot odstotna stopnja udeležbe (stopnja udeležbe, pomnožena s 100).

V nadaljevanju povzemam finančne kazalnike po Pravilih skrbnega računovodenja (2016). Računovodske kazalnike delim v pet kategorij, kot jih obravnavajo Pravila skrbnega računovodenja (2016):

- kazalniki stanja financiranja,
- kazalniki stanja investiranja,
- kazalniki vodoravnega finančnega ustroja oziroma kazalniki plačilne sposobnosti,
- kazalniki obračanja,
- kazalniki gospodarnosti,
- kazalniki donosnosti oziroma dobičkonosnosti.

3.3.1 Kazalniki stanja financiranja

Pri kazalnikih stanja financiranja izhajamo iz pasivne strani bilance stanja.

$$\text{Delež lastniškega financiranja} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Obveznosti do virov sredstev}} \quad (1)$$

S pomočjo kazalnika (1) ugotovimo stopnjo lastniškosti financiranja. Gre za financiranje, ki so ga omogočili lastniki podjetja (Turk, 2004, str. 655).

Vrednost kazalnika pove, koliko je podjetje odvisno od zunanjih virov financiranja. Večja kot je vrednost kazalnika za posojilodajalce, bolj je to za njih pomembno, saj jim pove, kolikšna je zadolžitev podjetja. Višina zadolžitve je pokazatelj možnosti vračila glavnice in obresti. Vrednost kazalnika je večja, manjša kot je zadolžitev podjetja. Za lastnike podjetja je bolje, da je vrednost kazalnika manjša, saj so za to, da se podjetje financira tudi s posojili, ker obresti zmanjšujejo dobiček podjetja in davčno osnovo pri davku iz dobička (Hočevar, Igličar, & Zaman 2001, str. 390).

$$\text{Delež dolgoročnosti financiranja} = \frac{\text{Kapital} + \text{Dolgoročne obveznosti} + \text{Dolgoročne rezervacije}}{\text{Obveznosti do virov sredstev}} \quad (2)$$

Kazalnik (2) pove delež dolgoročnih virov sredstev v pasivi balance oziroma delež financiranja sredstev s trajnimi in dolgoročnimi viri. Glavno pravilo financiranja je, da naj bi se stalna sredstva in del gibljivih sredstev financirala z dolgoročnimi viri (Hočevar et al., 2001, str. 392).

3.3.2 Kazalniki stanja investiranja

Pri kazalnikih stanja investiranja pridobimo podatke iz aktivne strani balance stanja (Turk, 2004, str. 658). Gre za analizo strukture sredstev v podjetju (Hočevar et al., 2001, str. 393).

$$\text{Delež osnovnih sredstev v sredstvih} = \frac{\text{Osnovna sredstva}}{\text{Sredstva}} \quad (3)$$

Vrednost kazalnika (3) v tehnološko intenzivnih dejavnostih je večja kot v delovno intenzivnih dejavnostih. Zmanjšanje kazalnika nam lahko pove, da podjetje raste in so se relativno povečala kratkoročna sredstva (zaloge, terjatve itd.) ali pa gre dezinvestiranje osnovnih sredstev (Gvin, 2016).

Če imamo več dolgoročnih sredstev, je smiselno ugotoviti delež posameznih vrst dolgoročnih sredstev v sredstvih podjetja, saj to zahteva usklajeno dolgoročno financiranje teh sredstev (gre za delež neopredmetenih sredstev, dolgoročno aktivnih časovnih razmejitev, opredmetenih osnovnih sredstev, delež dolgoročnih finančnih naložb in naložbenih nepremičnin ter odloženih terjatev za davek) (Gvin, 2016).

Kazalnik pove, kolikšen del sredstev predstavljajo dolgoročna sredstva. Vrednost kazalnika je odvisna od hitrosti obračanja kratkoročnih sredstev, od investiranja oziroma dezinvestiranja v osnovna sredstva, ter od dejavnosti podjetja (Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, 2016).

$$\text{Delež dolgoročnih sredstev v sredstvih} = \frac{\text{Osnovna sredstva} + \text{Dolgoročne finančne naložbe} + \text{Dolgoročne poslovne terjatve}}{\text{Sredstva}} \quad (4)$$

3.3.3 Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja

Pri kazalnih vodoravnega finančnega ustroja uporabimo podatke iz aktivne in pasivne strani bilance stanja, in sicer so eni kot drugi v števcu ali imenovalcu (Turk, 2004, str. 662).

$$\text{Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Osnovna sredstva}} \quad (5)$$

Kazalnik (5) kaže lastniškost financiranja osnovnih sredstev. Vrednost kazalnika, ki je manjši od 1, pomeni, da osnovnih sredstev ne financirajo le lastniki, temveč tudi drugi. Če je vrednost kazalnika več od 1, pomeni, da lastniki financirajo še druge postavke razen osnovnih sredstev. Kazalnik pokaže drugačno izrazno moč, če so v kapital vključeni nevplačani vpoklicani kapital in odkupljene lastne delnice. Pri tem kazalniku je treba upoštevati tudi dobo delovanja podjetja. Kazalnik je na začetku vedno manjši kot kasneje. Osnovna sredstva imajo na začetku manjšo neodpisano vrednost (Hočevar et al., 2001, str. 662).

$$\text{Hitri koeficient} = \frac{\text{Denarna sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (6)$$

Kazalnik (6) prikazuje razmerje med najbolj likvidnimi sredstvi v danem trenutku in kratkoročnimi dolgovi (Turk, 2004, str. 663). Predpostavka hitrega koeficienta je, da terjatve predstavljajo določeno tveganje glede hitrega unovčevanja. Števec koeficienta so torej denar in denarni ekvivalenti, ki so 100 % likvidni, ter so izločene terjatve. Stalno zmanjševanje hitrega koeficienta nakazuje določen negativen trend, ki lahko na koncu privede do blokade transakcijskega računa.

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{Denarna sredstva} + \text{Kratkoročne terjatve}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (7)$$

Kazalnik (7) kaže, če podjetje financira zaloge in druga kratkoročna sredstva s kratkoročnimi obveznostim ali tudi delno z dolgoročnimi. Ta kazalnik je pomembno merilo sposobnosti podjetja za poravnavo kratkoročnih obveznosti brez poseganja v zaloge, saj so zaloge najmanj likvidna oblika kratkoročnih sredstev (Gvin, 2016).

Predpostavka pospešenega koeficienta je, da so zaloge najbolj nelikvidne od kratkoročnih naložb in posledično najbolj tvegane tako po rokih kot zneskih. V števcu koeficienta ostanejo kratkoročne terjatve. To so denarna sredstva in terjatve, ki predstavljajo bolj zanesljiv način

za poplačilo obveznosti podjetja. Podjetje ima visok pospešeni koeficient, pa je trenutno blokirano, torej koeficient ne predstavlja kratkoročne plačilne sposobnosti, ampak napove večjo ali manjšo tveganje v prihodnosti (Bergant, 1999, str. 396). Glede želene vrednosti koeficienta ne moremo reči nič, ker ni teoretičnih in empiričnih argumentov, da bi bila vrednost koeficienta 1. Argument, ki ga lahko izpostavimo pri želeni vrednosti 1, je ta, da so zaloge v celoti dolgoročno financirane. Iz tega je izpeljan koeficient, tako da obratni kapital primerjamo z zalogami (Bergant, 1999, str. 396).

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{Kratkoročna sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (8)$$

Kazalnik (8) pove financiranje kratkoročnih sredstev (zaloge, kratkoročne terjatve iz poslovanja, kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva) iz kratkoročnih obveznosti do virov sredstev. Vrednost kazalnika 1 pomeni, da je podjetje kratkoročna sredstva v celoti financiralo s kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev (Gvin, 2016).

Predpostavka kratkoročnega koeficienta je, da bo podjetje lažje zagotavljalo kratkoročno plačilno sposobnost, če več kratkoročnih naložb pokriva obveznosti. Optimalna velikost kratkoročnega koeficienta je odvisna od posebnosti podjetja in panoge, v kateri podjetje deluje. Učinek teh posebnosti lahko izrazimo s povprečnima koeficientoma obračanja kratkoročnih naložb in kratkoročnih obveznosti. Predpostavljamo, da koeficienta obračanja kratkoročnih naložb izračunamo s pomočjo prihodkov od prodaje, koeficienta obračanja kratkoročnih obveznosti pa s pomočjo odhodkov (Bergant, 1999, str. 396).

3.3.4 Kazalniki gospodarnosti

Pri kazalnikih gospodarnosti gre za prikaz učinkovitosti poslovanje podjetja. Večja je gospodarnost, večji so prihodki od odhodkov (Hočevár et al., 2002, str. 402).

$$\text{Koeficient gospodarnosti poslovanja} = \frac{\text{Poslovni prihodki}}{\text{Poslovni odhodki}} \quad (9)$$

Kazalnik (9) kaže na učinkovitost poslovanja podjetja v dejavnosti podjetja.

3.3.5 Kazalniki dobičkonosnosti

$$\text{Čista dobičkonosnost kapitala} = \frac{\text{Čisti dobiček obračunskega obdobja}}{\text{Povprečni kapital (brez čistega poslovnega izida obračunskega obdobja)}} \quad (10)$$

Kazalnik (10) je zanimiv za lastnike podjetja, saj pove, koliko denarnih enot je ustvarila ena denarna enota kapitala (Hočevár, 2001, str. 404).

3.4 Finančna analiza z modeli – sodobna finančna analiza

Sodobna finančna analiza zahteva nasproti tradicionalne finančne analize več finančnega znanja in tudi znanja kvantitativnih metod, saj je njihova uporaba bolj zapletena. Jasno ima opredeljene cilje analiz in teoretično izgrajene in empirično potrjene temeljne koncepte. Njeni rezultati so bolj zanesljivi in uporabni. Sodobna finančna analiza je v zadnjih štirih desetletjih razvila veliko metod in tehnik, tako da je njena uporabnost zelo velika (Mramor, 1999, str. 337).

V nadaljevanju sem pri finančni analizi uporabila in opisala tri metode sodobne finančne analize. To so Altmanov model, Weinrichov model in Kraličkov model.

3.4.1 Altmanov obrazec

Model je enostaven za izračunati in finančno stanje podjetja se ocenjuje na podlagi petih ponderiranih kazalnikov (Caouette, Altman, & Narayanan, 1998, str. 116–117). Altman je uporabil presečno analizo, tako imenovano multivariatno diskriminantno analizo. Ta analiza se razlikuje od tradicionalne finančne analize po tem, da na objektiven način upošteva pomembnost finančnega kazalnika pri finančni analizi. Pri tej analizi se izločijo samo finančni kazalniki, ki so pomembni za pojasnjevanje tržne vrednosti enot lastniškega kapitala podjetja in njegove plačilne sposobnosti (Mramor, 1999, str. 336).

Izračun Z-koeficienta po Altmanovem modelu poteka po enačbi (11). Od enačbe (12) do enačbe (16) so izračuni kazalniki, ki so uporabljeni v enačbi (11).

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 0,999 X_5 \quad (11)$$

$$X_1 = \frac{\text{Obratni kapital}}{\text{Celotna sredstva}} \quad (12)$$

$$X_2 = \frac{\text{Preneseni čisti poslovni izid}}{\text{Celotna sredstva}} \quad (13)$$

$$X_3 = \frac{\text{Poslovni izid iz poslovanja}}{\text{Celotna sredstva}} \quad (14)$$

$$X_4 = \frac{\text{Kapital}}{\text{Celotne obveznosti}} \quad (15)$$

$$X_5 = \frac{\text{Čisti prihodki od prodaje}}{\text{Celotna sredstva}} \quad (16)$$

Pri večini podjetij je vrednost Z med -4 in $+5$. Altman je določil naslednje vrednosti Z za rangiranje finančno močnih in finančno šibkih podjetij:

- če je vrednost $Z > 2,99$ – pomeni finančno močno podjetje,
- če je vrednost $Z < 1,81$ – pomeni, da je podjetje v resnih težavah,
- če je vrednost med $1,81 < Z < 2,99$ – vmesna meja, podjetja se rahlo razvijajo v obe smeri,
- če je vrednost $Z = 2,675$ – pomeni mejo uspešnosti in nevarnost bankrota.

3.4.2 Weinrichov model

Weinrichov model je model hitrega prepoznavanja. Temelji na faktorski analizi, zasnoval ga je zasnoval Günter Weinrich. Proučeval je 88 podobnih podjetij v Nemčiji, in sicer 44 uspešnih podjetij in 44 podjetij, ki so šla v stečaj. Velikost podjetij je varirala glede na sektor. Uporabil je 28 kazalnikov in jih za model nato izbral 8 (Altman & Narayanan, 1997, str. 82).

V nadaljevanju so v enačbah od (17) do (24) predstavljeni kazalniki, uporabljeni v Weinrichovem modelu.

$$X_1 = \frac{\text{Kapital}}{\text{Celotne obveznosti}} \times 100 \quad (17)$$

$$X_2 = \frac{\text{Obratna sredstva}}{\text{Kapital}} \times 100 \quad (18)$$

$$X_3 = \frac{\text{Denarna sredstva} - \text{Kratkoročne obveznosti}}{\text{Odhodki iz poslovanja}} \times 100 \quad (19)$$

$$X_4 = \frac{\text{Dobiček pred obdavčitvijo} - \text{Finančni odhodki}}{\text{Kapital}} \times 100 \quad (20)$$

$$X_5 = \frac{\text{Prihodki od prodaje}}{\text{Kapital}} \times 100 \quad (21)$$

$$X_6 = \frac{\text{Kapital}}{\text{Čisti denarni tok}} \times 100 \quad (22)$$

$$X_7 = \frac{\text{Celotne obveznosti} - \text{Denarna sredstva}}{\text{Čisti denarni tok} - \text{Zaloge}} \times 100 \quad (23)$$

$$X_8 = \frac{\text{Kratkoročne poslovne obveznosti}}{\text{Nabavna vrednost materiala}} \times 100 \quad (24)$$

Izračunane kazalnike uvrstimo v posamezen razred v Tabeli 1 in tako posameznemu kazalniku določimo vrednost. Glede na izračunano vrednost so razvrščeni v 4 razrede tveganja. Podjetja, ki dosežejo od 8 do 14 točk, veljajo za zelo dobra podjetja in tveganje je majhno. Podjetja, ki zberejo od 14 do 24 točk, so dobra podjetja. Tvegana podjetja so tista, ki zberejo med 24 in 32 točk. Zelo tvegana pa so podjetja, ki padejo v najvišji razred med 32 in 40 točkami. V Tabeli 1 so vrednosti, ki pripadajo vsakemu posameznemu kazalniku.

Tabela 1: Točkovna tabela za Weinrichov model

Kazalniki	Točke				
	1	2	3	4	5
1	> 43,3	> 12,1	> 8,5	> -4,7	< -4,7
2	> 7,5	> 2,0	> 0,9	> 0,2	< 0,2
3	> -8,8	> -29,3	> -46,2	> -89,9	< -89,9
4	> 21,3	> 7,2	> 4,3	> 0,9	< 0,9
5	> 257,4	> 200,7	> 90,7	> 62,1	< 62,1
6	< 284,9	< 1210,3	< 1451,7	< 9989,9	> 9990
7	< 165,3	< 1168,3	< 1231,2	< 9989,9	> 9990
8	< 9,7	< 27,8	< 47,9	< 79,9	> 79,9

Vir: L. Repovž, Podjetništvo in menedžment malih podjetij, 1997, str. 360.

3.4.3 Kraličkov model

Enostavna metoda Kraličkovega modela je sestavljena iz šestih finančnih kazalnikov, ki jim je dodana posamezna teža. Vrednost na koncu je seštevek ponderiranih kazalnikov, ki opredeljuje finančno moč podjetja. Močna ponderja sta pri tehtanju denarnega toka in pri bruto dobičku. Model daje največji poudarek bruto dobičku (Kutrova, 2014, str. 26). Izračun koeficienta DF je po enačbi (25), od enačbe (26) do enačbe (31) so izračuni šestih finančnih kazalnikov, ki so uporabljeni v enačbi (25).

$$DF = 1,5 X_1 + 0,08 X_2 + 10 X_3 + 5 X_4 + 0,03 X_5 + 0,1 X_6 \quad (25)$$

$$X_1 = \frac{\text{Čisti denarni tok}}{\text{Obveznosti}} \quad (26)$$

$$X_2 = \frac{\text{Celotna sredstva}}{\text{Obveznosti}} \quad (27)$$

$$X_3 = \frac{\text{Bruto dobiček}}{\text{Celotna sredstva}} \quad (28)$$

$$X_4 = \frac{\text{Bruto dobiček}}{\text{Prihodki iz poslovanja}} \quad (29)$$

$$X_5 = \frac{\text{Zaloge}}{\text{Prihodki iz poslovanja}} \quad (30)$$

$$X_6 = \frac{\text{Prihodki iz poslovanja}}{\text{Celotna sredstva}} \quad (31)$$

Lestvica izračunane vrednosti koeficienta DF je naslednja (Kutrova, 2014, str. 27):

- če je vrednost DF koeficienta večja od 3 – pomeni odlično poslovanje podjetja,
- če je vrednost DF koeficienta večja od 2,2 – pomeni zelo dobro poslovanje podjetja,
- če je vrednost DF koeficienta večja od 1,5 – pomeni dobro poslovanje podjetja,
- če je vrednost DF koeficienta večja od 1,0 – pomeni zmerno poslovanje podjetja,
- če je vrednost DF koeficienta večja od 0,3 – pomeni slabo poslovanje podjetja,
- če je vrednost DF koeficienta manjša ali enaka 0,3 – pomeni rahlo tveganje plačilne nesposobnosti podjetja,
- če je vrednost DF koeficienta manjša ali enaka 0,0 – pomeni tveganje plačilne nesposobnosti podjetja,
- če je vrednost DF koeficienta manjša ali enaka -1,0 – pomeni veliko nevarnost insolventosti podjetja.

4 FINANČNA ANALIZA PODJETJA BTC

V naslednjih poglavjih sledi predstavitev podjetja BTC. Predstavim potek menedžerskega odkupa in analizo poslovanja podjetja od leta 1999 do leta 2003, 2014 in 2015 s pomočjo računovodskih kazalnikov ter z Altmanovim, Weinrichovim in Kraličkovim modelom.

4.1 Predstavitev podjetja BTC

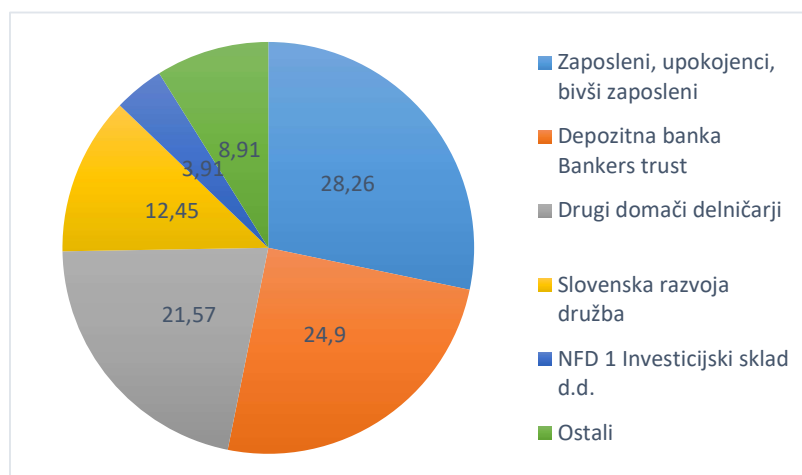
Začetki poslovanja družbe BTC so bili v letu 1954. Takrat je bilo ustanovljeno podjetje Centralna skladišča. Podjetje se je kasneje preimenovalo v Javna skladišča zaradi povečanja obsega poslovanja in razširitve dejavnosti. Javna skladišča so združila vse skladiščne dejavnosti Ljubljane na enem mestu. Leta 1975 je podjetje postalo največje blagovno in transportno središče v nekdanji Jugoslaviji. Javna skladišča so se preimenovala v Blagovno-transportni center Ljubljana – BTC. Med letoma 1977 in 1987 je podjetje imelo že 180.970 m² zaprtih skladiščnih površin. V podjetju se je skladiščilo blago, uvoženo iz Evrope, in se je potem distribuiralo po celotni Jugoslaviji ali pa se je izvažalo. Ob osamosvojitvi Slovenije se je s postopnim uvajanjem tržne ekonomije zmanjšala potreba po skladiščenju blaga. Tedaj se je vodstvo podjetja odločilo, da bo prostor s skladišči namenilo trgovinski dejavnost. Tako se je podjetje preimenovalo v Blagovno-trgovinski center – BTC.

Leta 1990 je podjetje postalo delniška družba. Delnice podjetja so kotirale na Ljubljanski borzi in so bile uvrščene na mednarodni kapitalski trg na londonski borzi vrednostnih papirjev (od leta 1997 do leta 2001). Po dveh desetletjih preobrazbe, ki je potekala od leta 1993 do leta 2013, se je podjetje iz upravitelja skladiščnih prostorov preoblikovalo v upravljalca nepremičnin. Tako se je razvil BTC City, ki zagotavlja preplet različnih dejavnosti in storitev na enem mestu (Več kot šestdesetletna tradicija, 2016).

4.2 Potek menedžerskega odkupa podjetja BTC

V nadaljevanju predstavljam potek menedžerskega odkupa podjetja BTC. Slika 2 prikazuje lastniško strukturo podjetja na dan 31. 12. 2000.

Slika 2: Lastniška struktura podjetja BTC na dan 31. 12. 2000 v %



Vir: BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2000, str. 31.

Na dan 31. 12. 2000 so bili največji lastniki podjetja zaposleni, upokojenci in nekdanji zaposleni, ki so imeli 28,26 % delež, 24,86 % delež je imela depozitna banka Bankers Trust, 12,45 % delež pa Slovenska razvojna družba.

Sredi junija 2001 je bila registrirana družba pooblaščenka BTC Ajdacom, ki je imela 20,55 % delnic podjetja BTC. Družba Invest Point pa je do konca junija 2001 pridobila 8,89 % delež BTC. Obe družbi imata skupne vlagatelje, in sicer prvega moža BTC Jožeta Mermala in Rajka Čvoroviča. Ajdacomu za prevzem BTC ni bilo treba dati javne ponudbe, ker je družba pooblaščenka dosegla 25 % delež v podjetju in se je podjetje lastnilo po ZLPP ter ob tem ni izpeljalo javne prodaje (Smrekar, 2001a).

Junija 2001 je družba BTC na skupščini sprejela sklep, da za finančno prestrukturiranje in financiranje razvojnih programov izda imenske hipotekarne obveznice (v nadaljevanju BTC2). V začetku novembra 2001 so bile obveznice izdane v nematerializirani obliki. Pri

prvi prodaji obveznic v nominalni vrednosti 40 milijonov EUR je sodelovala Nova ljubljanska banka. Pridobljena sredstva od prodaje obveznosti naj bi BTC porabil za odkup lastnih delnic, del sredstev bi nadomestil s sredstvi za dezinvestiranje manj donosnih finančnih naložb ter sredstva porabil za razvoj družbe. S tem naj bi družba kratkoročno uravnavala denarne tokove (Redakcija financ, 2002).

Avgusta leta 2001 je delniška družba BTC za 972 milijonov SIT kupila sveženj 8,5 % celotne izdaje BTC od depozitne banke Bankers Trust. Banka Bankers Trust je vodila GDR na londonski borzi vse od leta 1997. BTC je do sedaj imel 3 % lastnih delnic. Za umik kotacije potrdil GDR na londonski borzi so se v družbi odločili, ker niso izpolnila pričakovanj družbe (Mihajlovič, 2001a). Po odkupu globalnih potrdil so presegli prag 10 % lastnih delnic v osnovnem kapitalu, ki so predpisane po ZGD. Zagovor uprave je bil, da je nakup delnic začasen in jih imajo namen umakniti (Smrekar, 2001b).

Slovenska razvojna družba (v nadaljevanju SRD) je avgusta 2001 objavila ponudbo za prodajo 90.365 delnic podjetja BTC po izhodiščni ceni 16.500 SIT za delnico. V SRD so se odločili za prodajo deleža v podjetju BTC, ko so se pojavili določeni interesenti za nakup. Celoten paket delnic je prodajala borznoposredniška družba Poteza (Mihajlovič, 2001b).

Prodaja delnic se je začela 15 dni po objavi ponudbe. Ponudba je bila objavljena v uradnem listu, Delu. Srd je delnice prodal že prvi dan, in sicer družbi BTC. Podjetje BTC je bil edini kupec Srdovih delnic (Bertoncelj, 2001).

Tako je BTC pridobil še dodatni 12,5 % delež BTC, s čimer je podjetje BTC imelo okoli 24 % lastnih delnic. Po odkupu delnic BTC od SRD so imeli podjetje BTC, Invest Point in Ajdacom skupaj 43,5 % delnic BTC (Smrekar, 2001b).

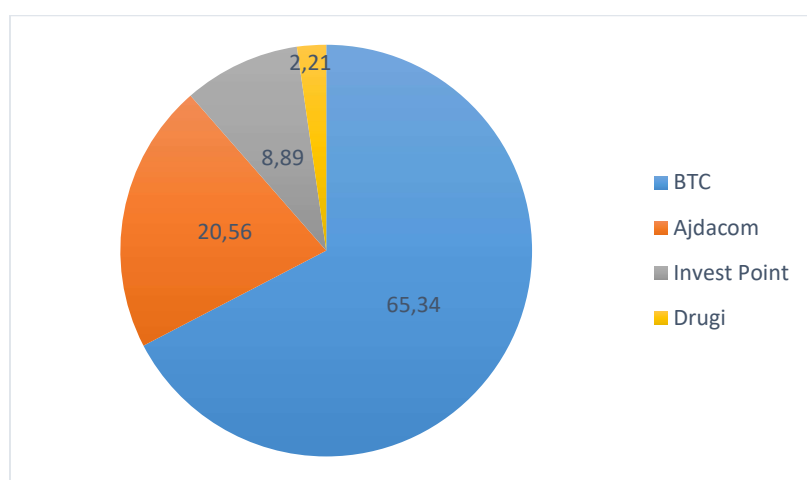
Borzni hiši Poteza in IT Modra hiša sta v letu 2001 kupovali delnice BTC za BTC in sta posredovali pri nakupu 32,5 % celotne izdaje. BTC je sklad lastnih delnic povečal s 25 na 57,5 %. Prodajalci delnic so bili Abanka, PID Triglav, Steber 1, Iskratel, investicijski sklad NFD, Belinka Belles, Hypo banka, Zavarovalnica Triglav in Lip. Soustanovitelja IT Modre hiše sta bila Stanovanjski sklad RS in finančna družba Sončni vzhod. Na čelu Stanovanjskega sklada RS je bil Edvard Oven in prav tako soustanovitelj Oven, ki je bil istočasno tudi član nadzornega sveta BTC in solastnik Invest Pointa (Smrekar, 2001c).

Podjetje BTC je do konca leta 2001 povečalo svoj delež na 68,89 %. Tako so imeli skupno 93,5 % podjetja, 6,5 % je pripadalo malim delničarjem (Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev Ljubljanske borze, 2002). Lastniška struktura podjetja Merkur pred skupščino podjetja Merkur 17. 12. 2001 je prikazana v Sliki 3.

17. decembra 2001 so sklicali skupščino podjetja BTC, na kateri je uprava BTC predlagala umik delnic. Predlog je bil izglasovan, saj so lastniki BTC, Ajdacom in Invest Point tudi

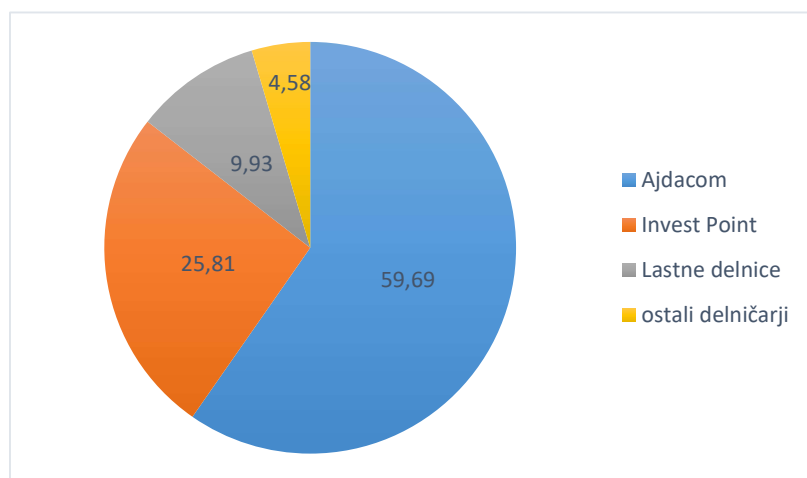
člani uprave in nadzornega sveta podjetja. Z umikom lastnih delnic so zmanjšali osnovni kapital za dve tretjini. BTC se je počasi umikal iz lastniške strukture in tako sta postala največja lastnika podjetji Ajdacom in Invest Point, manjši delež pa imajo še mali delničarji (Križnik, 2009, str. 9). Menedžerji in zaposleni so na podjetje Ajdacom prenesli 20 % delež BTC ter na Invest Point 9 % delež. Menedžerji z umikom in s prenosom delnic niso imeli nobenih stroškov. V podjetju Ajdacom se je lastniški delež povečal na 59,68 %, v Invest Pointu pa na 25,81 % delež (Sporno lastninjenje BTCja?, 2016). Podjetje BTC je obdržalo 20.234 lastnih delnic, kar predstavlja 8,09 % delež, mali delničarji pa so imeli 6,5 % delež (Smrekar, 2001d).

Slika 3: Lastniška struktura podjetja BTC pred 17. 12. 2001 v %



Vir: Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev Ljubljanske borze, 2002.

Slika 4: Lastniška struktura podjetja BTC po 17. 12. 2001 v %



Vir: T. Smrekar, BTC dokončno Mermalov, 2001e.

V sliki 4 je prikazana lastniška struktura podjetja BTC po skupščini podjetja Merkur 17.12.2001, kjer je razvidno, da je Ajdacom postal največji lastnik podjetja Merkur, sledilo mu je podjetje Invest Point.

4.3 Analiza gospodarstva v času menedžerskega odkupa

Gospodarski razvoj Slovenije po osamosvojitvi leta 1991 je razdeljen na tri obdobja, in sicer (Kordež, 2015, str. 43):

- obdobje uravnotežene rasti od okoli leta 2002,
- obdobje pospešenega razvoja in rasti blaginje prebivalstva od leta 2002 do leta 2008, ki je temeljilo na tuji akumulaciji ter nerealnih zaslužkih,
- obdobje krize po letu 2008.

Do leta 2002 je bila izvedena večina menedžerskih prevzemov v Sloveniji. Značilnost tega obdobja je bila koncentracija lastništva v rokah ožjega vodstva podjetij. Prevzemi so bili izvedeni pri relativno nizkih tržnih cenah, kar je podjetjem omogočilo finančno zdravo rast in razvoj. V tem času so bile tudi ugodne gospodarske razmere in pravilna razvojna politika, kar je prispevalo k uspešnim prevzemom in so bili nosilci slovenskega gospodarskega razvoja. V tem obdobju je bil izjema gradbeni sektor, ki je v poslovne težave zašel zaradi prevelikega zadolževanja pri naložbenih aktivnostih in upada povpraševanja (Kordež, 2015, str. 62–63).

Do leta 2002 je Slovenija imela zmerno gospodarsko rast, ki je bila konstantna in strukturno uravnotežena. Rast je temeljila na ustvarjeni akumulaciji, potrošnja pa je sledila realno doseženim rezultatom (Kordež, 2015, str. 54).

Slovenija je imela do leta 2002 uravnotežene finančne odnose s tujino. Banke, podjetja, država in prebivalstvo so imeli v tujini toliko premoženja, kot so imeli obveznosti do tujih posojilodajalcev in vlagateljev v Sloveniji. Slovenija torej 31. 12. 2002 ni imela neto dolga do tujine (Kordež, 2015, str. 51).

V času začetka menedžerskega odkupa BTC je bilo v Sloveniji obdobje uravnoteženega razvoja. Od leta 1996 do 1999 je bila zmerna inflacija s trendom zmanjševanja in uravnotežena gospodarska rast okoli 4 % povprečno letno. Upočasnitev gospodarske rasti v letih 1995–1996 je bila posledica upočasnitve gospodarske rasti v EU. Leta 1998 sta ruska kriza in recesija na Hrvaškem pustili posledice na gospodarski rasti v Sloveniji. V obdobju 1996–1999 je imela Slovenija trend padanja inflacije. V letu 1996 je imela Slovenija 64 % BDP na prebivalca po kupni moči v EU, v letu 2001 pa 70 %. V letu 2000 je bil inflacijski šok, in sicer je inflacija narasla za 9 %. Postopno se je potem zmanjševala in je bila konec leta 2001 7 %. Ob uvedbi davka na dodano vrednost leta 1999 je bilo prekinjeno obdobje

zmerne inflacije s počasnim trendom zmanjševanja. V letu 2000 in v prvi polovici 2001 je bilo postopno naraščanje cen posledica nadaljevanja naraščanja cen nafte na svetovnem trgu in je prispevalo k počasnemu umirjanju rasti cen v letu 2001. Za vztrajanje inflacije na relativno visoki ravni so odgovorni hitrejša naraščanja reguliranih cen, usmerjena denarna politika na uravnavanje gibanje deviznega tečaja in veliko sprememb na področju davkov (Lorenčič, 2016).

Rast zaposlenosti se je v tem obdobju upočasnila, kar je posledica upočasnitve gospodarske rasti. V letu 2002 ni bilo več zmanjševanja brezposelnosti in rast zaposlenosti se je krepko upočasnila. Leta 2000 je bila 11,2 % realna rast izvoza blaga in 3,6 % realna rast uvoza blaga. Tako smo dosegli najnižji delež potrošnega blaga v izvozu in uvozu. V letu 2002 je bila hitrejša rast izvoza in uvoza blaga in tržnih delež slovenskih izvoznikov se je v letu 2002 povečal na trgu najpomembnejših trgovinskih partneric. Največ blagovne menjave kot izvoza je bilo z državami nekdanje Jugoslavije. V letu 2003 je bila rast uvoza dvakrat hitrejša od rasti izvoza. V teh letih je bila država še vedno zelo prisotna v gospodarstvu in leta 2000 je delež zasebnega sektorja v BDP znašal 65 %, leta 1992 pa le 30 % (Lorenčič, 2016).

V letu 2004 se je makroekonomska slika Slovenije izboljšala, in sicer je bila gospodarska rast najvišja, inflacija najnižja ter povprečna stopnja rasti BDP znaša 4,4 %. V tem obdobju se je krepilo domače povpraševanje, industrijska industrija je imela 4,8 % rast. Prav tako je bilo gibanje zaposlenosti podrejeno gibanju gospodarske aktivnosti, in sicer se je število brezposelnih znižalo za 5 % od leta 2004 v primerjavi z letom 2003. Nadaljeval se je trend dezinflacije in povprečna stopnja inflacije v letu 2004 je bila 3,6 %. Uvoz blaga je rasel hitreje od izvoza, realna rast izvoza je podvojena, rast uvoza pa se je povečala za pol (Lorenčič, 2016).

4.4 Računovodski izkazi pred in po menedžerskem odkupu in finančna analiza poslovanja podjetja BTC

Podatke v bilancah stanja in izkazih poslovnega izida sem pridobila iz letnih poročil podjetja BTC. Za leto 1999 sem uporabila podatke iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida iz Letnega poročila podjetja BTC za leto 2000, za leto 2001 pa podatke iz Letnega poročila podjetja BTC za leto 2002. Letni poročili za leti 1999 in 2001 nista objavljeni na internetni strani Gvina (Gvin, 2016), niti na internetni strani podjetja BTC. Tudi razlaga postavk je zelo kratka, ker nisem imela letnih poročil.

Podatki v letnih poročilih od leta 2000 do leta 2003 so objavljeni v takratni veljavni valuti slovenskih tolar in sem jih po veljavnem tečaju 239,64 SIT za EUR pretvorila v sedanjo veljavno valuto EUR.

4.4.1 Analiza bilance stanja in izkaza poslovnega izida

V nadaljevanju bom analizirala bilanco stanja in izkaz poslovnega izida podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003. V analizo sta vključeni dve leti pred menedžerskim odkupom, leto 2001, ki je leto menedžerskega odkupa, in dve leti po menedžerskem odkupu podjetja. Sledi še analiza poslovanja podjetja v letih 2014 in 2015 v primerjavi z letom odkupa 2001. V Tabeli 2 in Tabeli 3 so odstotne spremembe postavk iz bilanc stanj in izkazov poslovnega izida med letoma 1999 in 2003. V letih 2014 in 2015 pa so odstotne spremembe postavk iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida v primerjavi z letom odkupa, letom 2001.

Tabela 2: Primerjava postavk iz bilance stanja podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter primerjava med letoma 2014 in 2015 z letom odkupa podjetja

Kategorije	Primerjava med leti					
	2000/1999 (v %)	2001/2000 (v %)	2002/2001 (v %)	2003/2002 (v %)	2014/2001 (v %)	2015/2001 (v %)
SREDSTVA	126,32	147,17	104,69	102,18	121,97	118,05
A. Dolgoročna sredstva	135,58	147,32	105,01	105,95	126,43	122,15
II. Neopredmetena sredstva	134,52	82,66	145,48	96,33	165,14	79,63
III. Opredmetena osnovna sredstva	130,28	112,80	115,14	107,23	50,14	46,12
IV. Naložbene nepremičnine	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	100,00
V. Dolgoročne finančne naložbe	236,14	516,71	81,29	101,55	14,57	14,00
VI. Dolgoročne poslovne terjatve	3371,79	-100,00	0,00	100,00	0,00	0,00
B. Kratkoročna sredstva	73,81	146,04	100,83	61,27	75,08	74,58
II. Zaloge	123,66	99,85	86,11	70,67	70,02	81,42
III. Kratkoročne finančne naložbe	45,74	182,15	33,55	108,81	25,46	11,57
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	114,91	108,59	164,55	57,13	131,43	121,91
V. Denarna sredstva	159,67	332,17	146,06	29,51	68,22	168,81
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	126,32	147,17	104,69	102,18	121,97	118,05

se nadaljuje

Tabela 2: Primerjava postavk iz bilance stanja podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter primerjava med letoma 2014 in 2015 z letom odkupa podjetja (nad.)

Kategorije	Primerjava med leti					
	2000/1999 (v %)	2001/2000 (v %)	2002/2001 (v %)	2003/2002 (v %)	2014/2001 (v %)	2015/2001 (v %)
A. Kapital	114,60	110,95	77,17	104,49	139,46	141,65
I. Vpoklicani kapital	0,00	100,00	34,44	100,00	31,00	31,00
II. Kapitalske rezerve	0,00	100,00	235,50	100,00	1084,51	1084,51
III. Rezerve iz dobička	0,00	100,00	15,36	416,67	107,12	107,12
IV. Preneseni čisti poslovni izid	0,00	100,00	1727,97	12,45	849,01	1183,14
V. Čisti poslovni izid poslovnega leta	0,00	0,00	100,00	133,49	100,00	100,00
VI. Presežek iz prevrednotenja	0,00	100,00	144,14	98,51	79,12	68,73
B. Rezervacije	57,93	-100,00	0,00	0,00	100,00	100,00
C. Dolgoročne obveznosti	178,54	224,50	128,25	99,18	103,56	96,62
I. Dolgoročne finančne obveznosti	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	100,00
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	100,00
Č. Kratkoročne obveznosti	131,62	173,75	124,97	108,02	109,17	93,29
II. Kratkoročne finančne obveznosti	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	100,00
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	100,00

Iz Tabele 2 je razvidno, da so se vsa leta od leta 1999 do leta 2005 sredstva podjetja povečala. Največji porast sredstev je bil v letu 2001 v primerjavi z letom 2000, in sicer za 47,17 %. Leta 2014 in 2015 so se sredstva podjetja povečala glede na leto odkupa 2005. Leta 2000 v primerjavi z letom 1999 so se dolgoročne finančne naložbe povečale za 136,14 %. Največji delež dolgoročnih finančnih naložb predstavljajo delnice in deleži drugih povezanih podjetij. Največja naložba je bila naložba v delnice podjetja Telemach, d. o. o., kar v letu 2000

predstavlja 57 % vseh dolgoročnih finančnih naložb (BTC, d. d., 2000, str. 37). Leta 2001 v primerjavi z letom 2000 pa so se povečale za 416,71 %. Leta 2014 in leta 2015 so dolgoročne finančne naložbe v primerjavi z letom 2001 močno zmanjšale, in sicer za 85 %.

V letu 1999 so največji delež kratkoročnih finančnih naložb predstavljali depoziti pri bankah, in sicer kar 54 % (BTC, d. d., 2000, str. 38). Kratkoročna sredstva so se leta 2001 v primerjavi z letom 2000 povečala za 46,04 %, in sicer so se kratkoročne finančne naložbe povečale za 82,15 % in denarna sredstva za 232,17 % v primerjavi z letom 2000. V letu 2002 največji delež kratkoročnih finančnih naložb predstavljajo naložbe v vrednostne papirje, in sicer 55 % (BTC, d. d., 2002, str. 19). Potem so se leta 2003 v primerjavi z letom 2002 zmanjšala kratkoročna sredstva za 38,73 %, in sicer so se zaloge zmanjšale za skoraj 30 %, denarna sredstva za več kot 70 % ter kratkoročne poslovne terjatve za 42,87 %. Denarna sredstva so leta 2015 v primerjavi z letom 2001 večja za 68,81 %.

Kratkoročne finančne naložbe so leta 2002 v primerjavi z letom 2001 padle za 66,45 %, leta 2003 v primerjavi z letom 2001 pa so porastle za 8,81 %. Leta 2014 in 2015 so kratkoročne finančne naložbe v primerjavi z letom 2001 padle za 74,54 % leta 2014, leta 2015 pa za 88,43 %.

Od leta 1999 do leta 2003 podjetje BTC, d. d., v bilanci stanja ni izkazovalo naložbenih nepremičnin. Leta 2014 in 2015 jih je izkazal v višini 131 milijonov EUR, leta 2015 pa v višini 129 milijonov EUR.

V letu 2000 v primerjavi z letom 1999 so se opredmetena osnovna sredstva povečala za 30,28 %, neopredmetena sredstva pa za 35,58 %, kar kaže na investicijsko intenzivno leto. V letu 2002 so zaradi novih računovodskih standardov prenesli vrednost umetniških del iz osnovnih sredstev med dolgoročne finančne naložbe.

Kapital se je leta 2000 v primerjavi z letom 1999 povečal za 14,60 %, in sicer zaradi povečanega revalorizacijskega popravka kapitala in nerazdeljenega čistega dobička poslovnega leta, leta 2001 v primerjavi z letom 2000 pa za 10,95 %. Leta 2002 se je v primerjavi z letom 2001 zmanjšal za 22,83 %, leta 2004 in 2015 pa je v primerjavi z letom 2001 večji za skoraj 20 %. V letu 2002 je podjetje okrepilo finančne naložbe na podlagi uporabe kapitalske metode, zato se je oblikoval prevrednotovalni popravek kapitala. V letu 2002 je skupščina podjetja sprejela sklep o umiku 475.828 lastnih delnic in znižanju osnovnega kapitala, za kar so se posledično zmanjšale rezerve za lastne delnice in povečale kapitalske rezerve ter zakonske rezerve. Preneseni čisti dobiček je zmanjšan zaradi tega, ker je podjetje na podlagi odločbe davčnega organa izkazalo popravek bistvene napake, ki se nanaša na pretekla leta, in na drugi strani izkazalo odhodke poslovnega leta (BTC, d. d., 2002, str. 17). Med izrednimi odhodki leta 2002 so izkazane zamudne obresti za ugotovljene davčne obveznosti podjetja na podlagi odločbe davčnega organa (BTC, d. d., 2002, str. 27).

V letu 2003 je bil oblikovan posebni prevrednotovalni popravek kapitala, in sicer zaradi okrepitev opredmetenih osnovnih sredstev po prodajni metodi in okrepitev finančnih naložb zaradi uporabe kapitalske metode.

V letu 2000 so se v primerjavi z letom 1999 povečale dolgoročne obveznosti iz financiranja, in sicer zaradi tega, ker je podjetje odkupilo lastne hipotečne obveznice. Razlika med nominalno in nabavno vrednostjo obveznic pa je upoštevana še pri drugih odhodkih financiranja. V letu 2000 so se v primerjavi z letom 1999 povečale kratkoročne obveznosti iz financiranja, in sicer kot kratkoročna zavarovana in nezavarovana posojila pri bankah, obveznosti iz hipotečnih obveznic, blagovnih posojil (BTC, d. d., 2000, str. 40). Leta 2001 v primerjavi z letom 2000 so se dolgoročne obveznosti povečale za 124,5 %, kratkoročne obveznosti pa so se povečale za 73,75 %. Leta 2002 so se v primerjavi z letom 2001 dolgoročne obveznosti povečale za 28,25 %, kratkoročne obveznosti pa za 24,97 %. Leta 2003 v primerjavi z letom 2002 so se kratkoročne finančne obveznosti povečale in kratkoročne poslovne obveznosti zmanjšale.

Tabela 3: Primerjava postavk iz izkaza poslovnega izida podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter primerjava med letoma 2014 in 2015 z letom odkupa podjetja

Kategorije	Primerjava med leti					
	2000/1999 (v %)	2001/2000 (v %)	2002/2001 (v %)	2003/2002 (v %)	2014/2001 (v %)	2015/2001 (v %)
Poslovni prihodki	90,80	114,81	110,00	97,19	45,26	45,19
Čisti prihodki od prodaje	100,31	117,45	103,37	109,57	46,98	47,50
Drugi poslovni prihodki (skupaj s subvencijami, dotacijami,...)	44,68	86,03	208,59	5,90	19,67	10,74
Poslovni odhodki	82,86	115,68	99,37	102,11	55,53	55,57
Stroški blaga, materiala in storitev	98,83	120,28	94,34	108,07	70,10	70,45
Stroški dela	102,48	100,32	103,92	106,43	37,04	35,81
Odpisi vrednosti	110,70	123,62	119,59	81,90	52,66	53,16
Drugi poslovni odhodki	9,98	181,44	40,02	108,17	19,97	23,37
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	117,18	112,77	135,59	88,50	20,52	20,18

se nadaljuje

Tabela 3: Primerjava postavk iz izkaza poslovnega izida podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter primerjava med letoma 2014 in 2015 z letom odkupa podjetja (nad.)

Kategorije	Primerjava med leti					
	2000/1999 (v %)	2001/2000 (v %)	2002/2001 (v %)	2003/2002 (v %)	2014/2001 (v %)	2015/2001 (v %)
Finančni prihodki	94,42	109,63	69,65	64,41	4,86	5,01
Finančni odhodki	140,91	156,20	154,59	73,78	8,34	7,09
Drugi prihodki	0,00	0,00	100,00	525,75	0,00	0,00
Drugi odhodki	0,00	0,00	100,00	93,60	0,00	0,00
Celotni prihodki	91,01	114,49	107,78	96,44	43,04	42,98
Celotni odhodki	89,46	122,93	114,11	93,22	45,07	44,80
Celotni poslovni izid	97,93	80,17	68,31	130,01	30,41	31,63
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	104,63	78,16	69,90	129,58	27,61	27,10

Poslovni prihodki so se povečevali od leta 2000 do leta 2002, in sicer za največ 14 % na leto. Leta 2013 v primerjavi z letom 2012 so se minimalno znižali. Leta 2014 in leta 2015 so v primerjavi z letom 2001 manjši za 55 %. Prav tako so poslovni odhodki v letih 2014 in 2015 nižji za 45 % kot v letu 2001. Leta 2014 in 2015 so se finančni prihodki in finančni odhodki glede na leto 2001 zmanjšali za 92 % glede na leto 2001.

Čisti poslovni izid, to je izid po davkih, se je leta 2001 v primerjavi z letom 2000 zmanjšal za približno 21 %, leta 2002 v primerjavi z letom 2001 pa za 30 %. Leta 2003 se je v primerjavi z letom 2002 povečal za 29,58 %. V letu 2003 je podjetje BTC doseglo dobre poslovne rezultate in je ustvarilo za 13,2 % več prihodkov od prodaje kot leta 2002, čisti poslovni izid pa se je povečal za 33,9 %.

V letu 2014 je podjetje še vedno ustvarilo večji del svojih prihodkov iz oddajanja poslovnih prostorov v nakupovalnem središču. Posledica manjše rasti prihodkov je prav v tem, ker je potrošništvo v teh letih upadlo. V letih 2014 in 2015 je zaznan padec kratkoročnih finančnih naložb glede na leto 2001. Leta 2014 in 2015 je čisti poslovni izid manjši za 72 % glede na leto 2001.

4.4.2 Finančna analiza s kazalniki

V Tabeli 4 so izračunani kazalniki, v Tabeli 5 pa koeficienti za podjetje BTC v obdobju od leta 1999 do leta 2003 ter v letih 2014 in 2015.

Delež lastniškega financiranja je v letu 1999 znašal 66,53 % in potem padal ter leta 2002 znašal 33,54 %, leta 2014 pa 34,30 %. Leta 2014 in 2015 se je povečal na 52,03 % v letu 2014 in 54,60 % v letu 2015. Skozi leta je razvidno, da je bilo podjetje najbolj zadolženo v letih 2002 in 2003.

Tabela 4: Izračunani kazalniki podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015

Kategorije	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
Delež lastniškega financiranja (v %)	66,53	60,36	45,50	33,54	34,30	52,03	54,60
Delež dolgoročnega financiranja (v %)	89,33	89,46	87,61	85,13	84,37	88,81	90,11
Delež osnovnih sredstev v sredstvih (v %)	80,36	82,88	63,52	69,86	73,31	26,11	24,82
Delež dolgoročnih sredstev v sredstvih (v %)	84,94	91,16	91,25	91,54	94,91	94,59	94,42
Čista donosnost kapitala (v %)	0,00	38,27	26,55	19,92	28,98	6,33	4,87

Tabela 5: Izračunani koeficienti podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015

Kategorije	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev	0,83	0,73	0,72	0,48	0,47	1,99	2,20
Hitri koeficient	0,03	0,04	0,07	0,08	0,02	0,04	0,13
Pospešeni koeficient	0,58	0,52	0,37	0,48	0,23	0,41	0,52
Kratkoročni koeficient	1,50	0,84	0,71	0,57	0,32	0,49	0,57
Koeficient gospodarnosti poslovanja	1,30	1,43	1,42	1,57	1,49	1,15	1,15

Delež dolgoročnega financiranja pove, kolikšen je delež dolgoročnih virov sredstev v pasivi bilance. Iz Tabele 4 je razvidno, da je delež dolgoročnih virov sredstev skozi vsa leta konstanten in znaša od 84 do 90 % ter ne kaže na velika odstopanja med leti. Visoka vrednost kazalnik je dobra za podjetje.

Delež osnovnih sredstev v sredstvih je bil leta 1999 okoli 80,36 %, v letu 2000 82,88 %, v letu 2001 je padel na 63,52 % in nato leta 2002 in 2003 porasel na 73,31 %. V letu 2014 je delež osnovnih sredstev v sredstvih zelo nizek, in sicer 26,11 %, leta 2015 pa 24,82 %. Zmanjšanje osnovnih sredstev v letu 2014 je posledica prenosa obstoječih osnovnih sredstev na naložbene nepremičnine (BTC, d. d., 2014, str. 27).

Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev je od leta 1999 do leta 2001 v meji od 0,72 do 0,83, v letih 2002 in 2003 pa je 0,48 oziroma leta 2003 0,47. Padec koeficienta je posledica tega, da so del osnovnih sredstev prenesli na naložbene nepremičnine.

Naslednji trije koeficienti – hitri koeficient, pospešeni koeficient ter kratkoročni koeficient – kažejo, kako kratkoročne obveznosti pokrivajo različna sredstva.

Hitri koeficient ima zelo nizko vrednost, kar pomeni, da podjetje nima najbolj likvidnih sredstev, to je denarja in denarnih ekvivalentov. Vrednost koeficienta je leta 2003 najnižja, in sicer 0,02.

Pospešeni koeficient kaže sposobnost za poravnavo kratkoročnih obveznosti brez poseganja v zaloge. Pospešeni koeficient ima vsa leta vrednost pod 1, najnižja vrednost pospešenega koeficienta je bila leta 2003, in sicer 0,23.

Kratkoročni koeficient pokaže na financiranje zalog, kratkoročnih terjatev iz poslovanja, kratkoročnih finančnih naložb in denarnih sredstev iz kratkoročnih obveznosti do virov sredstev. Vrednost kratkoročnega koeficienta je bila leta 1999 nad vrednostjo 1, nato pa v vseh letih pod 1, z najnižjo vrednostjo leta 2003, in sicer 0,32.

Vrednost vseh treh koeficientov – hitrega koeficienta, pospešenega koeficienta in kratkoročnega koeficienta – je pod vrednostjo 1, kar pomeni, da kratkoročne obveznosti ne bodo pokrite z unovčenimi kratkoročnimi terjatvami, zalogami in denarnimi sredstvi.

Koeficient gospodarnosti poslovanja je v vseh pričakovanih letih nad vrednostjo 1, kar pomeni poslovno uspešnost podjetja. Leta 2014 in 2015 je poslovna uspešnost padla, vendar je še vedno večja od 1 in podjetje poleg tega izkazuje čisti dobiček.

4.4.3 Altmanov model

V nadaljevanju bom izračunala mejne vrednosti po Altmanovem modelu za podjetje BTC za vsa proučevana leta, in sicer od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015. V Tabeli 6 so opredeljene postavke, ki so uporabljene v enačbi za izračun Z-koeficienta, kar je bilo predstavljeno v podpoglavju 3.4.1.

Tabela 6: Altmanov model podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015

Kategorija	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
Celotna sredstva (v 000 EUR)	90.053	113.751	167.406	175.261	179.090	204.185	197.629
Obratna sredstva (v 000 EUR)	5.329	6.327	7.776	12.533	6.745	9.302	10.238
Preneseni čisti poslovni izid (v 000 EUR)	0	0	941	16.258	2.024	7.988	11.132
Poslovni izid iz poslovanja (v 000 EUR)	29.863	34.992	39.459	53.504	47.349	8.095	7.963
Kapital (v 000 EUR)	59.912	68.660	76.177	58.785	61.424	106.234	107.904
Celotne obveznosti (v 000 EUR)	30.140	45.091	91.229	116.476	117.665	97.951	89.725
Čisti prihodki od prodaje (v 000 EUR)	106.972	107.299	126.021	130.267	142.738	59.200	59.863
X1	0,06	0,06	0,05	0,07	0,04	0,05	0,05
X2	-	-	0,01	0,09	0,01	0,04	0,06
X3	0,33	0,31	0,24	0,31	0,26	0,04	0,04
X4	1,99	1,52	0,84	0,50	0,52	1,08	1,20
X5	1,19	0,94	0,75	0,74	0,80	0,29	0,30
Z-koeficient	3,53	2,93	2,09	2,26	2,04	1,18	1,30

Izračunan Z-koeficient iz Tabele 6 naj bi v letu 1999 pomenil varno območje za podjetje, nato v obdobju od leta 2000 do leta 2003 območje, v katerem se ne ve, ali bo podjetje končalo v stečaju ali se bo izvleklo iz težav. Koeficient za leti 2014 in 2015 pa ima vrednost, ki napoveduje stečaj podjetja.

4.4.4 Weinrichov model

V tem podpoglavju sledi izračun 8 kazalnikov, nato pa bom izračune uvrstila v točkovno tabelo Weinrichovega modela in seštevek točk kazalnikov bo povedal, v katero skupino spada podjetje. V Tabeli 7 so na začetku vrednosti posameznih postavk uporabljene pri kazalnikih v 000 EUR in nato sledijo še izračuni kazalnikov od X1 do X6. V Tabeli 8 so vrednosti izračunanega kazalnika, ki sem jih s pomočjo točkovne Tabele 1 določila pri posameznem kazalniku. Nato sem točke pri kazalnikih seštela in glede na Weinrichov obrazec pogledala, v katero vrsto podjetij po posameznih letih spada podjetje BTC.

Tabela 7: Weinrichov model podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015

Kategorija	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
Kapital (v 000 EUR)	59.912	68.660	76.177	58.785	61.424	106.234	107.904
Celotne obveznosti (v 000 EUR)	30.140	45.091	91.229	116.476	117.665	97.951	89.725
Obratna sredstva (v 000 EUR)	5.329	6.327	7.776	12.533	6.745	9.302	10.238
Zaloge (v 000 EUR)	50	62	62	54	38	44	51
Obratna sredstva-zaloge (v 000 EUR)	5.279	6.265	7.714	12.479	6.707	9.258	10.187
Denarna sredstva (v 000 EUR)	275	439	1.457	2.128	628	994	2.459
Kratkoročne obveznosti (v 000 EUR)	9.026	11.881	20.642	25.797	27.867	22.536	19.258
Odhodki iz poslovanja (v 000 EUR)	99.154	82.157	95.036	94.439	96.431	52.771	52.811
Dobiček pred obdavčitvijo (v 000 EUR)	25.128	24.607	19.727	13.476	17.519	5.998	6.240
Finančni odhodki (v 000 EUR)	12.720	17.925	27.998	43.281	31.935	2.336	1.984
Prihodki od prodaje (v 000 EUR)	106.972	107.299	126.021	130.267	142.738	59.200	59.863
Čisti denarni tok (v 000 EUR)	27.052	26.459	20.291	30.071	19.669	23.981	26.953

se nadaljuje

*Tabela 7: Weinrichov model podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003
ter za leti 2014 in 2015 (nad.)*

Kategorija	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
Čisti denarni tok-zaloge (v 000 EUR)	27.001	26.397	20.229	30.018	19.631	23.937	26.902
Nabavna vrednost materiala (v 000 EUR)	2.241.828	2.799.817	3.212.106	2.941.575	163.913	6.047	5.948
Kratkoročne poslovne obveznosti (v 000 EUR)	6.231	5.247	8.666	12.185	10.202	13.061	10.848
X1 *100	198,78	152,27	83,50	50,47	52,20	108,46	120,26
X2 *100	5,86	5,51	4,61	7,12	3,75	4,53	5,15
X3 *100	-8,83	-13,93	-20,19	-25,06	-28,25	-40,82	-31,81
X4 *100	63,17	61,95	62,65	96,55	80,51	7,85	7,62
X5 *100	178,55	156,28	165,43	221,60	232,38	55,73	55,48
X6*100	111,42	170,42	449,60	387,34	598,24	408,46	332,90
X7*100	110,61	169,16	443,78	380,94	596,19	405,05	324,38
X8*100	0,27	0,18	0,26	0,41	6,22	215,98	182,36

*Tabela 8: Točkovna tabela Weinrichovega modela podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003
ter za leti 2014 in 2015*

Kazalniki	Točke						
	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
X1	1	1	1	1	1	1	1
X2	2	2	2	2	2	2	2
X3	2	2	2	2	2	3	3
X4	1	1	1	1	1	2	2
X5	3	3	3	2	2	5	5
X6	1	1	2	2	2	2	2
X7	1	2	2	2	2	2	2
X8	1	1	1	1	1	5	5
Skupaj	12	13	14	13	13	22	22

Po Weinrichovem modelu se je podjetje BTC uvrstilo med dobra podjetja, v obdobju od 1999 do 2003 med zelo dobra podjetja, v letih 2014 in 2015 pa med dobra podjetja.

4.4.5 Kraličkov model

V nadaljevanju sem izračunala vrednost koeficienta DF po Kraličkovem modelu za vsa proučevana leta v podjetju BTC. V Tabeli 9 so opredeljene postavke v 000 EUR, ki so uporabljene v enačbi za izračun koeficienta DF, kar je bilo predstavljeno v podpoglavju 3.4.3. V Tabeli 9 so na začetku vrednosti posameznih postavk uporabljene pri kazalnikih in nato sledijo še izračuni kazalnikov od X1 do X6. Izračunanim vrednostim kazalnikov sem dodala ponderje, kot je bilo napisano v podpoglavju 3.4.3, ter sem seštel zmožke ponderjev in vrednosti posameznega kazalnika, da sem dobila vrednost koeficienta DF po posameznih proučevanih letih.

Tabela 9: Kraličkov model podjetja BTC od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015

Kategorija	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
Čisti denarni tok (v 000 EUR)	27.052	26.459	20.291	30.071	19.669	23.981	26.953
Celotne obveznosti (v 000 EUR)	64.903	74.394	83.345	85.290	69.302	122.406	126.627
Poslovni izid iz poslovanja (v 000 EUR)	29.863	34.992	39.459	53.504	47.349	8.095	7.963
Celotna sredstva (v 000 EUR)	90.053	113.751	167.406	175.261	179.090	204.185	197.629
Prihodki iz poslovanja (v 000 EUR)	106.972	107.299	126.021	130.267	142.738	59.200	59.863
Zaloge (v 000 EUR)	50	62	62	54	38	44	51
X1	0,42	0,36	0,24	0,35	0,28	0,20	0,21
X2	1,39	1,53	2,01	2,05	2,58	1,67	1,56
X3	0,33	0,31	0,24	0,31	0,26	0,04	0,04
X4	0,28	0,33	0,31	0,41	0,33	0,14	0,13
X5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X6	1,19	0,94	0,75	0,74	0,80	0,29	0,30
Z-koeficient	5,57	5,46	4,52	5,87	5,01	1,54	1,54

Po Kraličkovem modelu je podjetje BTC od leta 1999 do leta 2003 poslovalo odlično, v letu 2014 in letu 2015 pa je poslovanje podjetja dobro.

5 FINANČNA ANALIZA PODJETJA MERKUR

V naslednjih poglavjih sledi predstavitev podjetja Merkur. Predstavim potek menedžerskega odkupa in analizo poslovanja podjetja od leta 2005 do leta 2008, leta 2012 in 2013 s pomočjo računovodskih kazalnikov ter z Altmanovim, Weinrichovim in Kraličkovim modelom.

5.1 Predstavitev podjetja Merkur

Matično podjetje Merkur je nastalo leta 1896 in je zraslo v mednarodno uspešno Skupino Merkur. Konec leta 2005 je Skupino Merkur sestavljalo matično podjetje Merkur ter 13 podjetij doma in v tujini. Maloprodajna mreža Merkurja je obsegala 33 trgovskih centrov v Sloveniji, 8 centrov na Hrvaškem in enega v Srbiji ter manjšo prodajalno v Makedoniji. Hčerinsko podjetje Bofex je imelo še 19 centrov Big Bang. Poleg trgovinskih centrov je bilo še 21 franšiznih prodajaln Merkurja v Sloveniji, dve v Bosni ter spletni trgovini <http://nakup.merkur.si> in www.bof.si (Merkur, d. d., 2005).

Delnica podjetja Merkur z oznako MER je kotirala na borzi in je bila del prve kotacije, kamor spadajo delnice najuspešnejših slovenskih delniških podjetij. Imeli so samo prosto prenosljive in navadne delnice. Med letom 2006 je delnica MER zmerno naraščala. Na začetku leta 2006 je bila vrednost delnice MER 35.789 SIT na delnico, konec leta pa 52.009 SIT. Porast vrednosti delnice je bila posledica dražbe, ki je bila zaprta za javnost. Na dražbi je podjetje Engrotuš, d. o. o. (v nadaljevanju Engrotuš), za delnico ponudilo največ, in to je povzročilo njeno visoko rast. V letu 2006 podjetje Merkur ni imelo lastnih delnic (Merkur, d. d., 2006b).

Na koncu leta 2007 je Skupina Merkur imela 15 podjetij v 8 državah, 85 trgovskih centrov in franšiznih prodajaln in dve spletni trgovini. Bili so največji trgovci z izdelki za opremo doma, gradbenimi izdelki, elektrotehničnimi, metalurškimi in profesionalnimi tehničnimi izdelki v Sloveniji (Merkur, d. d., 2007).

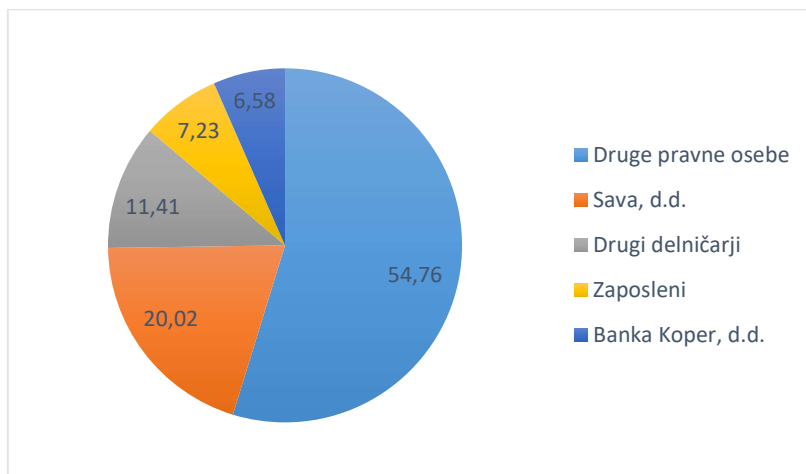
Člani uprave in člani nadzornega sveta na dan 31. 12. 2007 niso imeli v lasti delnic podjetja Merkur, samo član nadzornega sveta Janez Bohorič jih je imel 57. 17. januarja 2008 so lastniki na 18. skupščini sprejeli sklep o umiku delnic podjetja Merkur z organiziranega trga vrednostnih papirjev. 7. marca 2008 je Ljubljanska borza izključila Merkurjeve delnice iz borzne kotacije (Merkur, d. d., 2007).

5.2 Potek menedžerskega odkupa podjetja Merkur

Engrotuš je konec decembra 2006 od države prek Kapitalske družbe in Slovenske odškodninske družbe odkupilo 24,3 % lastniški delež v podjetju Merkur (Merkur, d. d., 2007).

Januarja leta 2007 je podjetje Engrotuš prodalo 2,96 % delnic Factor banki (Črnetič, 2007). Nato je še 66.197 delnic Merkurja prodalo Banki Koper, d. d., to je okoli 5 % Merkurjevih delnic. V februarju 2007 je prodalo še 70.422 delnic Ljubljanski banki, d. d., in nato še 59.386 delnic Abanki, d. d. (Merkur, d. d., 2008).

Slika 5: Lastniška struktura podjetja Merkur konec leta 2006 v %



Vir: Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2007.

9. julija 2007 je podjetje Merfin, d. o. o., (v nadaljevanju Merfin) pridobilo 15,64 % in 16. julija 2007 še 5,24 % vseh Merkurjevih delnic in je imelo tako 20,88 % delež podjetja Merkur (Merkur, d. d., 2008).

Podjetje Merfin je ustanovilo 67 vodstvenih delavcev Merkurja, med katerimi so bili tudi člani uprave. 1. oktobra je NFD 1 delniški investicijski sklad prodal 137.563 Merkurjevih delnic (to je približno 10,5 % delnic) (Sovdat, 2007). 2. oktobra je Banka Koper, d. d., prodala 66.197 Merkurjevih delnic in Gorenjska banka, d. d., še 84.955 delnic (Merkur, d. d., 2008).

26. septembra 2007 je podjetje Merfin pridobilo 13.500 Merkurjevih delnic, 1. in 2. oktobra 2007 pa še 360.376. Tako je imelo podjetje Merfin skupaj 647.498 Merkurjevih delnic in s tem že 49,33 % glasovalnih pravic (Merkur, d. d., 2008).

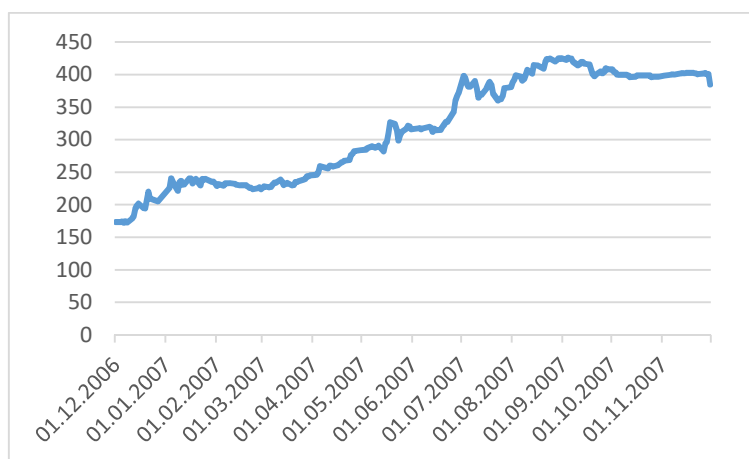
Merfin se je s štirimi obstoječimi lastniki Merkurja združil v konzorcij. Podpisali so pogodbo o ustanovitvi konzorcija za prevzem podjetja Merkur, katerega namen je bila pridobitev čim večjega števila delnic podjetja. Določili so medsebojne pravice in obveznosti v postopku prevzema ciljnega podjetja Merkur (Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d. d., 2007). Konzorcij je bil sestavljen iz petih podjetij: Merfin, Sava, d. d., Banka Koper, d. d., Euro-Veneto, d. o. o, Interin naložbe, d. d., ki so imela 2. 10. 2007 v lasti 78,50 % delnic podjetja Merkur. Namen konzorcija je bil pridobitev vseh preostalih delnic

podjetja Merkur. Zastopnik konzorcija, podjetje Merfin, je objavil prevzemno ponudbo (Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d. d., 2007).

Za delnice podjetja Merkur, d. d. je konzorcij ponudil ceno 405 EUR za delnico. Z delnicami podjetja Merkur z oznako MER se je trgovalo v prvi kotaciji Ljubljanske borze, d. d. V obdobju od 1. 1. 2007 do 3. 10. 2007, to je do datuma objave prevzemne namere, se je enotni tečaj delnice gibal med 221,52 in 426,41 EUR za delnico. Torej je tehtano povprečje enotnega tečaja bilo 306,26 EUR za delnico. Ponudba je bila veljavna od 2. novembra do 1. decembra 2007. Konzorcij ni določil praga uspešnosti ponudbe (Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d. d., 2007).

Slika 6 predstavlja gibanje tečaja delnic MER v letu 2007.

Slika 6: Gibanje tečaja delnice MER v letu 2007



Vir: Ljubljanska borza, d. d. Ljubljana: Arhiv vrednosti VP in indeksov – izključeni, 2016.

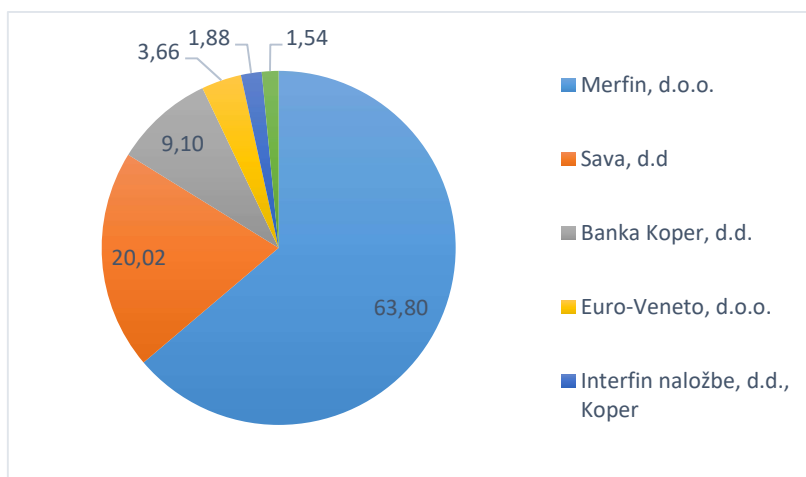
Delnica MER je v letu 2007 dosegla najvišjo vrednost v višini 426,41 EUR 4. 9. 2007, najnižja vrednost delnice MER pa je bila 221,52 EUR 8. 1. 2007. Slika 6 prikazuje konstantno naraščanje cene delnice MER z manjšimi mesečnimi padci.

Decembra 2007 ja Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala odločbo, da je prevzemna ponudba uspešna. Prevzemna ponudba prevzemnikov je vsebovala 1.312.585 navadnih imenskih kosovnih delnic, vendar so bile zmanjšane za 1.030.433 delnic, ki so jih prevzemniki do takrat imeli v lasti. Torej je ponudba vsebovala 282.152 navadnih imenskih kosovnih delnic oznake MER. 3.133 imetnikov delnic Merkurja je sprejelo prevzemno ponudbo, in sicer so imeli ti imetniki delnic 261.701 delnic, to je 19,94 % vseh delnic ciljnega podjetja. Na koncu prevzemne ponudbe 1. decembra 2007 so prevzemniki oziroma konzorcij imeli v lasti 1.292.134 delnic MER, kar je 98,44 % vseh delnic Merkurja. Tudi člani uprave in nadzornega sveta, ki so imeli delnice Merkurja, so jih do 2. oktobra 2007

prodali podjetju Merfin, razen en član nadzornega sveta je imel še 57 delnic MER (Merkur, d. d., 2007, str. 13). Ponudbo je sprejelo 3.133 delničarjev, ki so imeli v lasti 261.701 delnic. Tako so člani konzorcija imeli 98,44 % delnic Merkurja (Obvestilo o izdaji Odločbe o uspešnosti prevzemne ponudbe, 2007).

Slika 7 prikazuje lastniško strukturo podjetja Merkur na dan 31. 12. 2007, in podjetje Merfin ima največji delež, in sicer 63,8 %, sledi Sava z 20,02 %.

Slika 7: Lastniška struktura podjetja Merkur konec leta 2007 v %



Vir: Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2007.

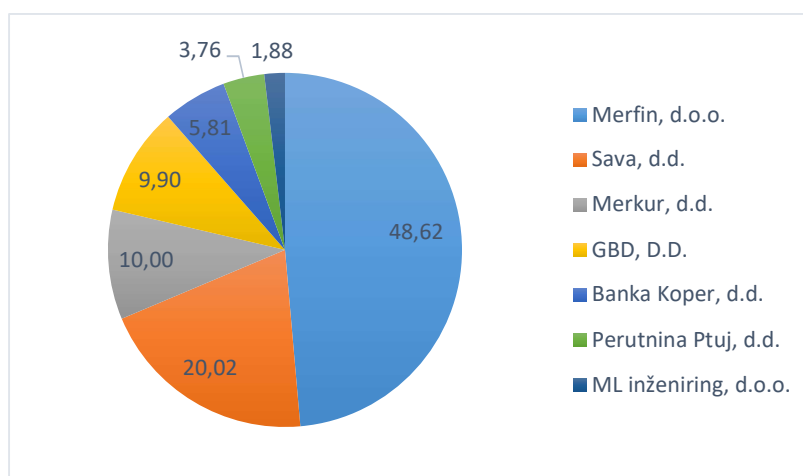
17. januarja 2008 so na skupščini Merkurja sprejeli sklep o umiku delnic podjetja Merkur z organiziranega trga vrednostnih papirjev. 7. marca 2008 je Ljubljanska borza v skladu s Pravili Ljubljanske borze izključila Merkurjeve delnice iz borzne kotacije. V skladu z Zpre je skupščina podjetja Merkur sprejela sklep o prenosu delnic manjšinskih delničarjev na podjetje Merfin. Prenos delnic se na podlagi sklepa o prenosu delnic vpiše v register. Podjetje Merfin je preostalim manjšinskim delničarjem izplačalo nekakšno odpravnino, in sicer 405,00 EUR na delnico (Merkur, d. d., 2008).

Na dan 31. 12. 2008 ima podjetje Merkur v lasti 10 % lastnih delnic, uprava in nadzorni svet podjetja pa nimata nobene delnice podjetja. Slika 8 predstavlja lastniško strukturo podjetja Merkur konec leta 2008.

Za izvedbo prevzema Merkurja so imeli pripravljeni finančni načrt s projekcijami poslovanja do leta 2015. Poslovni del je temeljil na odpiranju novih trgovskih centrov z rastjo prodaje po stopnji rasti v zadnjih 15 letih. Odločitev za prevzem celotnega podjetja je temeljila na pripravljenosti bank za financiranje prevzema ter tudi agencij za potrebna soglasja za izvedbo prevzema. Z nobene strani udeležencev presoje za odkup ni bilo nobenih zadržkov ali dilem. Takrat je bil projekt zanimiv v takratni zakonodaji in tudi finančno vzdržen

(Kordež, 2015, str. 390–391). Prevzem je temeljil na predpostavki, da bodo banke za finančni del prevzema pripravljene obnavljati posojila, kot so do takrat. Predvidevalo se je, da bodo obresti pokrite iz ustvarjenega dobička v podjetju Merkur, posojila pa ostala na približno enakem znesku, vendar bi se postopno zniževala s prodajo finančnih naložb. Predpostavljalo se je, da se nakup poplača iz ustvarjenega rezultata podjetja Merkur, iz tekočih dobičkov ali prek povečane vrednosti kupljenega podjetja ter še nadaljnjega spremljanja bank (Kordež, 2015, str. 392).

Slika 8: Lastniška struktura podjetja Merkur konec leta 2008 v %



Vir: Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2008, str. 20.

Prevzem Merkurja je temeljil na predpostavkah v tistem gospodarskem obdobju, nato pa se je z nastopom krize močno spremenilo obnašanje bank. Projekt ni predvideval kakšne alternative, če bi prišlo do odstopanja od načrtovanih gibanj, podcenjeno je bilo tudi tveganje padca vrednosti premoženja, nepripravljenosti bank, da nadaljujejo s kreditiranjem, poslabšanja pogojev gospodarjenja (Kordež, 2015, str. 395).

Že Skupina Merkur je imela visok delež dolžniškega financiranja ter sredstva vložena v finančne naložbe po visokih cenah, potem pa je se je še nakup delnic Merkurja financiralo s posojili. V takratnem obdobju so banke zagotovile posojila podjetjem ter tudi Merkurju, kljub temu, da so imele majhen delež kapitala. Več kapitala bi v krizi povzročilo manjši padec cen delnic in manjši padec ustvarjenega denarnega toka (Kordež, 2015, str. 395).

Premalo so bili pozorni, da so bili ugodni rezultati podjetja posledica izjemno visoke konjunktуре in da se lahko tudi obrne v drugo smer, v smer recesije. Nihče ni predvideval tako močnega padca vrednostnih papirjev, ki je glede na višino finančnih naložb močno poslabšal bilance podjetja. Banke so prenehale z odobravanjem novih in obnavljanjem obstoječih posojil in so zahtevale vračilo. Zaradi večje posojilne odvisnosti se ustavijo viri financiranja, kar onemogoči normalno poslovanje. Poleg tega so nastopile še slabe

ekonomske razmere na trgu (Kordež, 2015, str. 396). Banke so zahtevale vračilo posojila, ki ga iz rednega poslovanja ni bilo mogoče pokriti, saj se je komaj zagotavljalo pozitivno poslovanje. Vzporedno se je zaključeval velik investicijski projekt v nove trgovske centre, ki jih je podjetje financiralo prek leasinga, vendar so potrebovali tudi dodatna finančna sredstva. Začeli so zamujati s plačili dobaviteljem, kar je povzročilo dodatne finančne vire, vse to pa je vplivalo na slabšo in dražjo oskrbo s surovinami ter poslabšalo poslovne rezultate (Kordež, 2015, str. 397).

V letu 2009 so v podjetju Merkur začeli iskati možnost vstopa strateških partnerjev, ki bi nadomestili manjkajoča finančna sredstva. Proti koncu leta 2009 so imeli s tujim investitorjem že usklajeno pogodbo o financiranju in usklajen odkup lastniškega deleža v Merkurju, a so zaradi poslabšanih razmer na trgu odpovedali posel. Na podlagi dogovora s tujim partnerjem so odkupili lastne delnice, ki so jih potem prodali tujemu investitorju. Ker je tuji investitor odstopil od dogovora, jih je Merkur prodal nazaj prevzemnemu podjetju Merfin, ki jih je financiral s posojili. Druga možnost je bila, da bi podjetje Merkur obdržalo lastne delnice, vendar bi morali ustrezno znižati kapital. Ta možnost ni bila primerna, saj bi se preveč zmanjšala kapitalska ustreznost podjetja in bi bile možnosti poslovanja še bolj omejene (Kordež, 2015, str. 397–398).

Podjetje Merkur je zaradi velike investicijske aktivnosti in nakupa delnice najel veliko posojil, za katere so skupaj z bankami ocenili, da jih bo podjetje s svojim poslovanjem uspešno servisiralo, zaslužilo za plačilo obresti, krediti pa bi se sproti obnavljali (Kordež, 2015, str. 398). Prišlo je do zmanjšanja vrednosti kreditov zaradi padanja vrednosti premoženja in poslabšanih pogojev poslovanja zaradi nastopa krize. V takih primerih bi se moralo podjetjem omogočiti tekoče in nemoteno poslovanje. Nato je bila leta 2010 sprožena prisilna poravnava in podjetje se je soočalo s finančnim prestrukturiranjem, z omejitvami pri financiranju in izgubo trga. Mogoče bi morali že takoj na začetku narediti konverzijo celotnih finančnih obveznosti v kapital. Vrednost premoženja podjetja se znižuje, vedno imajo dolgove, konvertirajo in odpisujejo dolgove.

5.3 Analiza gospodarstva v času menedžerskega odkupa Merkurja

Gospodarski razvoj Slovenije po osamosvojitvi leta 1991 je razdeljen na tri obdobja, in sicer (Kordež, 2015, str. 43):

- obdobje uravnotežene rasti od okoli leta 2002,
- obdobje pospešenega razvoja in rasti blaginje prebivalstva od leta 2002 do leta 2008, ki je temeljilo na tuji akumulaciji ter nerealnih zaslužkih,
- obdobje krize po letu 2008.

Gospodarska aktivnost v Sloveniji je bila leta 2006 visoka. V letu 2005 je bila gospodarska rast 3,9 %, v letu 2006 pa 5,2 %, rast potrošnje v gospodinjstvih je bila 3,3 %. Inflacija konec leta 2006 je bila 2,8 %, povprečna letna inflacija pa 2,5 %. Cene storitev so se povišale bolj kot cene blaga (Lorenčič, b.l.).

Prihodki od prodaje v trgovini na drobno kot celoti so se povečali za 6,1 %, v trgovini z neživili pa za 6,5 %. Število prodajaln se je povečalo, prav tako obseg površin prodajnega prostora. Na trg je vstopil nov diskontni trgovec Hofer, d. d., ki ponuja tudi tehnično blago. Tudi v letu 2006 se je nadaljevala rast prodaje izdelkov informacijske tehnologije, video- in avdiotehnike. V letu 2006 je Skupina Merkur je izboljšala svoj tržni položaj, povečala se je stopnja rasti prodaje v maloprodaji in veleprodaji (Merkur, d. d., 2006b).

Pospešeno vlaganje v gospodarstvo in visoke naložbe v obdobju od leta 2002 do leta 2008 so imele močan povraten vpliv na stagnacijo gospodarske rasti v kasnejšem obdobju. Realna rast BDP je v tem obdobju bila povprečno 4,6 % letno, vendar je bila polovica te rasti posledica visoke naložbene aktivnosti in bi bila gospodarska rast brez tega vpliva le 2,6 % letno. Visoke naložbe so spodbudile visoko ustvarjeno dodano vrednost, posledično rast dobičkov, plač in dodatnega zaposlovanja (Kordež, 2015, str. 82).

Naložbe v nepremičnine so bile pretežno posojilno financirane (Kordež, 2015, str. 82). V kasnejših obdobjih se je izkazalo, da so bile vrednost naložb in investicije precenjene in da so bile vredne manj, kar je povzročilo izgube, učinki rasti pa so bili v pretežni meri razdeljeni v neproduktivne namene (Kordež, 2015, str. 86). Visoka rast gospodarstva in investicijska aktivnost sta močno povezani z neustrezno strukturo virov financiranja (Kordež, 2005, str. 94).

Struktura virov financiranja se je v podjetjih močno spremenila, in sicer se je zaradi pomanjkanja kapitala povečalo dolžniško financiranje. Razlogi za povečano dolžniško financiranje so (Kordež, 2005, str. 98):

- relativno šibka dobičkonosnost poslovanja, in sicer premajhna glede na obseg naložb,
- skoraj popolna odsotnost primarne izdaje kapitala, in sicer se podjetja niso odločala za izdajo novih delnic zaradi pomanjkanja likvidnega trga, pomanjkanja kupcev zaradi institucionalnih omejitev in zahtevnosti postopka, strahu pred vstopom tretjih lastnikov, zaradi velike ponudbe posojil na trgu ter zaradi nizkih obrestnih mer,
- deloma izplačila dobička,
- domači nakupi podjetij, in sicer prevzemi s strani menedžmenta ter podjetij in skladov.

V obdobju visoke gospodarske rasti v bančnem sistemu ni bilo oblikovane nobene dodatne domače akumulacije, ki bi bila vir za naložbe v gospodarstvu (Kordež, 2015, str. 101). Redni prejemki prebivalstva (plače, pokojnine, socialni prejemki) so se v tem obdobju močno povečali ter tudi prilivi od prodaje premoženja (nepremičnin, delnic). Vse se je potrošilo za

tekočo porabo, naložbe v tujino in zelo malo je bilo privarčevano oziroma se je plasiralo na banki. To, kar je bilo na banki kot depozit, so banke namenile dodatnemu kreditiranju prebivalstva. Tako kljub velikim zaslužkom in prilivom prebivalstva to ni bilo namenjeno širitvi gospodarstva (Kordež, 2015, str. 102). Banke so tako morale sredstva za kreditiranje gospodarstva zagotoviti z zadolževanjem na tujih trgih in pri tujih posojilodajalcih. Drugi vir bi lahko bil kapital bank, vendar se tudi ta v celotnem obdobju ni spremenil in so se posledično banke zadolževale pri finančnih institucijah v tujini (Kordež, 2015, str. 102).

Razlogi za prezadolženost gospodarstva so v značilnostih kapitalskega in finančnega trga do leta 2008. Menedžment podjetja se ni oziral na potencialna tveganja ob visokem posojilnem financiranju. Prednost so dali poslovni uspešnosti. Prav tako so poslovno politiko in finančno strukturo podpirali tudi lastniki, posojilodajalci, revizorji itd. oziroma temu niso nasprotovali (Kordež, 2015, str. 99).

Slabi krediti v Sloveniji so bili odobreni v času do leta 2008. Kriterij za odobritev kredita je bila vrednost kupljenega premoženja, ki se je kupovalo s krediti. Danes se krediti odobrijo na podlagi denarnega toka podjetja. Do leta 2008 so podjetja redno obnavljala in podaljševala posojila in takrat ni bilo zamud pri odplačevanju posojil. To so podpirale tako banke kot domače in tuje institucije, ki so pregledovale in izdale končno pozitivno oceno bilanc podjetij in bank (Kordež, 2015, str. 141).

5.4 Računovodski izkazi pred in po menedžerskem odkupu in finančna analiza poslovanja podjetja Merkur

V nadaljevanju sledi analiza bilance stanja in izkaza poslovnega izida dveh let pred odkupom, v letu odkupa in za naslednji dve leti, nato pa še primerjava z zadnjimi računovodskimi podatki, in sicer za leti 2013 in 2014.

16. 9. 2010 je podjetje Merkur ugotovilo, da je insolventno. 3. 11. 2010 je sodišče izdalo sklep o pričetku prisilne poravnave za podjetje Merkur. V sklepu je bilo zapisano, da je podjetje dolžno poplačati 60 % terjatev upnikov, ki so bile predmet prisilne poravnave, v roku petih let. Prvi rok je zapadel 31. 12. 2011, zadnji pa konec leta 2015 (Merkur, d. d., 2013, str. 141).

Podjetje Merkur je v decembru 2013 ocenilo, da bo v letu 2014 postalo nelikvidno in plačilno nesposobno, saj ne bo moglo izpolniti svojih obveznosti iz potrjene prisilne poravnave. Podjetje je bilo prisiljeno v ponovno prestrukturiranje. 24. 12. 2013 je nadzorni svet podjetja dal soglasje k načrtu finančnega prestrukturiranja, in sicer s prestrukturiranjem z izčlenitvijo (Merkur, d. d., 2013, str. 14). 9. 1. 2014 je sodišče izdalo sklep o začetku postopka ponovne prisilne poravnave podjetja Merkur. Načrt finančnega prestrukturiranja je predvideval

izčlenitev zdravih jeder in nad Merkur je bil uveden stečajni postopek (Merkur, d. d., 2013, str. 7).

5.4.1 Analiza bilance stanja in izkaza poslovnega izida

V nadaljevanju analiziram bilanco stanja in izkaz poslovnega izida podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009. V analizo sta vključeni dve leti pred menedžerskim odkupom, leto 2007, ki je leto menedžerskega odkupa, in dve leti po menedžerskem odkupu podjetja. Sledi še analiza poslovanja podjetja v letih 2012 in 2013, to sta leti pred objavljeno prisilno poravnavo podjetja. V Tabeli 10 in Tabeli 11 so odstotne spremembe postavk iz bilanc stanj in izkaz poslovnega izida med letoma 2005 in 2009. V letih 2012 in 2013 pa so odstotne spremembe postavk iz bilance stanj in izkazov poslovnega izida v primerjavi z letom odkupa, letom 2007. Podatke v bilancah stanja in izkazih poslovnega izida sem pridobila iz letnih poročil podjetja Merkur na internetni strani Gvina (Gvin, 2016).

Iz bilanc stanj podjetja Merkur je razvidno, da so se sredstva podjetja od leta 2005 do leta 2008 povečevala, nato pa v letu 2009 zmanjšala za 11,61 % v primerjavi z letom 2008. Povečanje sredstev leta 2006 je bilo posledica povečanja kratkoročnih sredstev, in sicer so se kratkoročne finančne naložbe povečale za 319,05 % v primerjavi z letom 2005. Prav tako je posledica povečanja sredstev podjetja v letu 2007 zaradi povečanja kratkoročnih finančnih naložb za 383,27 % v primerjavi z letom 2006.

Od leta 2005 do leta 2008 so se neopredmetena sredstva povečevala, opredmetena osnovna sredstva pa do leta 2007. Naložbene nepremičnine so se leta 2006 v primerjavi z letom 2005 zmanjšale za okoli 30 %, v letu 2007 v primerjavi z letom 2006 za okoli 18 %, potem pa so se leta 2008 v primerjavi z letom 2007 zvišale za 6,14 %.

Dolgoročne finančne naložbe so se leta 2006 v primerjavi z letom 2005 povečale za 30,10 %. Podjetje Merkur je skupaj s podjetjem SCT, d. d., Ljubljana ustanovilo podjetje za predelavo in distribucijo betonskega jekla in armatur Železokrivnica SCT – Merkur, d. o. o. To je dolgoročna finančna naložba v pridruženo podjetje. Podjetje Merkur je tudi povečalo dolgoročno finančno naložbo v odvisna podjetja, in sicer sta bili dokapitalizirani dve odvisni podjetji, v katerih je imel Merkur 100 % lastniški delež. Ti podjetji sta bili Merkur International, d. o. o., Beograd, in Intermerkur, d. o. o., Sarajevo (Merkur, d. d., 2006a, str. 37–38). Najpomembnejša finančna naložba je bila tudi finančna naložba v delnice Gorenjske banke, d. d., Kranj (Merkur, d. d., 2006a, str. 42).

Izreden porast dolgoročnih finančnih naložb je bil leta 2007, in sicer za 240,47 % v primerjavi z letom 2006. V letu 2007 so povečali finančno naložbo v delnice Gorenjske banke, d. d., Kranj ter kupili delnice izdajatelja Sava, d. d., Kranj (Merkur, d. d., 2007, str. 185). Podjetje Merkur je v letu 2007 dalo odvisnim podjetjem v tujini dolgoročna posojila v znesku 11.288.000 EUR. Zapadla dana posojila v letu 2008 so prenesli na kratkoročno dana

posojila (Merkur, d. d., 2007, str. 182). Podjetje Merkur je v letu 2007 kupil 100 % lastniški delež v podjetju Merkur Čelik, d. o. o., Beograd, in je zaradi vlaganj v nove prodajne kapacitete dokapitaliziral odvisna podjetja v tujini, ki so bile v 100 % lasti podjetja Merkur (Merkur, d. d., 2007, str. 178). V aprilu 2007 je podjetje Merkur pripojilo podjetje Sava Trade, d. d. Pripojitev je bila izvršena po knjigovodski vrednosti (Merkur, d. d., 2007, str. 179).

V letu 2008 je bil porast dolgoročnih finančnih naložb za 56,38 %. Porast je bila posledica ustanovitve podjetja Mersteel, d. o. o., in finančne naložbe podjetja v odvisna podjetja, ki so se pretežno ukvarjala z metalurško dejavnostjo. Podjetje Merkur je ustanovilo podjetje v Črni gori. Zaradi širitve poslovanja in vlaganj v nove prodajne kapacitete je prav tako kot leta 2007 dokapitaliziralo odvisna podjetja v tujini, v katerih je bilo podjetje Merkur 100 % lastnik. Konec leta 2008 so morali popraviti pošteno vrednost finančnih naložb, ki so namenjene prodaji, ker je bila borzna cena delnic nižja. Na drugi strani so zmanjšali rezervo za pošteno vrednost finančnih sredstev v kapitalu. V breme poslovnega izida je bila opravljena oslabitev vrednosti finančnih naložb (Merkur, d. d., 2008).

V letu 2006 v primerjavi z letom 2005 so se kratkoročna finančna sredstva povečala za 319,05 %, in sicer zaradi prenosa dolgoročnih danih posojil na kratkoročna dana posojila ter zaradi kratkoročno danih depozitov (Merkur, d. d., 2006a, str. 44).

V letu 2006 je imelo podjetje dogovorjeno zadolžitev na transakcijskih računih v skupni višini 1.000 milijon SIT in so konec leta 2006 neizkoriščeni del prenesli na kratkoročne finančne obveznosti. V letu 2007 je imelo podjetje Merkur dogovorjeno zadolžitev na transakcijskih računih v višini 1.025.000 EUR, konec leta 2008 3.766.000 EUR, konec leta 2009 pa 7.878.000 EUR. Neizkoriščeni del so prenašali na kratkoročne finančne obveznosti, in sicer konec leta 2007 v višini 1.025.000 EUR, konec leta 2008 v višini 2.570.000 EUR in konec leta 2009 v višini 2.216.000 EUR.

Iz bilance stanj je razvidno močno investiranje podjetja Merkur v letih 2005–2008. To se kaže v povečevanju neopredmetenih osnovnih sredstev, opredmetenih osnovnih sredstev, dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb do leta 2008.

Od leta 2005 do leta 2008 so se dolgoročne in kratkoročne obveznosti povečevale. V letu 2006 so se kratkoročne finančne obveznosti za 53,23 %, v letu 2007 pa za 85,25 %. Dolgoročne finančne obveznosti so se leta 2006 v primerjavi z letom 2005 povečale za 6,54 %, v letu 2007 v primerjavi z letom 2006 za 49,74 %. Leta 2008 so se dolgoročne finančne obveznosti v primerjavi z letom 2007 povečale za 17,27 %. Leta 2009 so se dolgoročne finančne obveznosti v primerjavi z letom 2008 zmanjšale za 15,45 %.

Od leta 2005 do leta 2007 so se dolgoročne poslovne obveznosti zmanjševale, leta 2008 v primerjavi z letom 2007 pa so se močno povečale, in sicer za 297,96 %. Nato so se leta 2009

v primerjavi z letom 2008 povečale še za 75,85 %. Kratkoročne poslovne obveznosti so se od leta 2005 do leta 2007 povečevale, leta 2008 so se v primerjavi z letom 2007 zmanjšale za okoli 10 %, leta 2009 v primerjavi z letom 2008 pa močno povečale za 224,03 %.

Kapital se je leta 2006 v primerjavi z letom 2005 povečal za 15,39 %, največ zaradi povečanih kapitalskih rezerv in spremembe poštene vrednosti nepremičnin in finančnih sredstev, razpoložljivih za prodajo (Merkur, d. d., 2006a, str. 7). Leta 2007 se je v primerjavi z letom 2006 povečal za 80,40 %, in sicer so se največ povečale rezerve za pošteno vrednost finančnih sredstev (Merkur, d. d., 2007, str. 147), leta 2008 v primerjavi z letom 2007 pa za 1,27 %. Leta 2009 je v primerjavi z letom 2008 močno padel, in sicer za 63,51 %, ker so iz kapitalskih rezerv pokrili čisto izgubo poslovnega leta ter ni bilo zadržanega dobička, obenem pa so porabili tudi rezerve za pošteno vrednost finančnih sredstev.

Tabela 10: Primerjava postavk iz bilance stanja podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter primerjava med letoma 2012 in 2013 z letom odkupa podjetja

Kategorije	Primerjava med leti					
	2006/2005 (v %)	2007/2006 (v %)	2008/2007 (v %)	2009/2008 (v %)	2012/2007 (v %)	2013/2007 (v %)
SREDSTVA	128,42	122,80	102,27	88,39	47,07	23,04
A. Dolgoročna sredstva	115,51	138,01	131,25	95,41	77,14	32,91
II. Neopredmetena sredstva	114,90	140,70	159,23	81,95	25,99	8,15
III. Opredmetena osnovna sredstva	111,42	102,46	95,93	131,64	91,32	64,04
IV. Naložbene nepremičnine	69,95	115,94	106,14	98,95	371,98	187,99
V. Dolgoročne finančne naložbe	130,10	184,84	156,38	80,96	50,92	3,35
VI. Dolgoročne poslovne terjatve	84,38	75,33	59,67	14,82	46,46	19,34
B. Kratkoročna sredstva	140,26	111,30	75,10	76,89	18,87	13,78
II. Zaloge	123,85	110,55	59,14	85,54	31,88	28,48
III. Kratkoročne finančne naložbe	319,05	120,13	131,71	55,40	7,48	0,17
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	128,56	109,85	65,06	86,69	15,31	6,94
V. Denarna sredstva	81,87	33,89	48,38	92,48	372,37	1110,92

se nadaljuje

Tabela 10: Primerjava postavk iz bilance stanja podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter primerjava med letoma 2012 in 2013 z letom odkupa podjetja (nad.)

Kategorije	Primerjava med leti					
	2006/2005 (v %)	2007/2006 (v %)	2008/2007 (v %)	2009/2008 (v %)	2012/2007 (v %)	2013/2007 (v %)
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	128,42	122,80	102,27	88,39	47,10	21,16
A. Kapital	115,39	156,34	101,27	36,49	-11,85	-76,15
I. Vpoklicani kapital	108,04	100,00	100,00	100,00	5,60	6,94
II. Kapitalske rezerve	116,21	199,50	50,13	-100,00	0,00	0,00
III. Rezerve iz dobička	99,97	100,01	99,99	6,92	-285,02	-100,00
V. Preneseni čisti poslovni izid	106,43	-100,00	100,00	0,00	0,00	-100,00
VI. Čisti poslovni izid poslovnega leta	207,62	-100,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V. Presežek iz prevrednotenja	131,20	519,67	78,41	77,91	-100,00	1,74
B. Rezervacije	121,97	95,22	109,06	80,33	124,13	508,04
C. Dolgoročne obveznosti	127,51	120,75	118,01	94,60	241,05	222,64
I. Dolgoročne finančne obveznosti	132,66	112,88	117,27	84,55	264,64	253,82
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	92,60	91,59	397,96	175,85	863,98	463,76
Č. Kratkoročne obveznosti	136,54	106,44	98,23	127,10	38,83	30,87
II. Kratkoročne finančne obveznosti	153,23	120,89	103,77	0,00	45,12	22,86
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	122,81	91,61	90,72	324,03	30,31	41,72

Tabela 11: Primerjava postavk iz izkaza poslovnega izida podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter primerjava med letoma 2012 in 2013 z letom odkupa podjetja

Kategorije	Primerjava med leti					
	2006/2005 (v %)	2007/2006 (v %)	2008/2007 (v %)	2009/2008 (v %)	2012/2007 (v %)	2013/2007 (v %)
Poslovni prihodki	123,63	114,33	93,63	58,72	27,25	24,93
Čisti prihodki od prodaje	124,42	114,40	93,21	59,08	26,58	24,19
Drugi poslovni prihodki (skupaj s subvencijami, dotacijami,...)	55,57	102,49	182,90	19,66	169,66	183,32
Poslovni odhodki	123,07	114,89	92,26	59,25	27,69	33,52
Stroški blaga, materiala in storitev	124,30	114,91	92,31	56,86	52,49	52,49
Stroški dela	118,58	118,03	98,72	79,52	52,39	49,99
Odpisi vrednosti	64,65	89,04	101,44	102,63	112,20	75,28
Drugi poslovni odhodki	277,78	123,60	25,87	121,10	27,04	937,94
Poslovni izid iz poslovanja	149,47	93,38	157,65	44,30	6,67	-375,68
Finančni prihodki	102,49	314,90	90,30	89,64	4,85	7,31
Finančni odhodki	148,47	130,33	135,10	633,96	232,56	509,43
Drugi prihodki	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Drugi odhodki	0,00	0,00	100,00	58,67	0,00	0,00
Celotni prihodki	123,27	117,13	93,51	59,84	27,15	30,85
Celotni odhodki	123,49	115,20	93,58	78,08	32,52	48,59
Celotni poslovni izid	113,28	213,96	91,52	-441,97	-117,56	-446,51
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	109,94	239,93	86,49	-528,59	-131,23	-498,46

Od leta 2005 do leta 2007 so poslovni prihodki naraščali in prav tako čisti prihodki od prodaje. Leta 2006 so se v primerjavi z letom 2005 povečali za 24,4 %, od leta 2007 v primerjavi z letom 2006 za 14,4 %, naslednja leta pa so padali. Največji padec poslovnih prihodkov je bil leta 2009 v primerjavi z letom 2008 za 41,28 %.

Prav tako so naraščali poslovni odhodki od leta 2005 do leta 2007, leta 2009 v primerjavi z letom 2008 so padli za 40,75 %. Poslovni izid iz poslovanja se je leta 2006 v primerjavi z letom 2005 povečal za 49,47 % ter leta 2008 v primerjavi z letom 2007 za 57,65 %, nato pa je leta 2009 v primerjavi z letom 2008 padel za 55,7 %. Čisti poslovni izid obračunskega obdobja je leta 2007 v primerjavi z letom 2006 porastel za 139,93 %, leta 2009 pa je bil negativen.

V nadaljevanju sledi primerjava podatkov iz bilance stanje in izkaza poslovnega izida med letoma 2012 in 2007 ter letoma 2013 in 2007.

V obeh letih, v letu 2012 in 2013, so se sredstva podjetja močno znižala, in sicer v letu 2012 v primerjavi z letom 2007 za več kot polovico, v letu 2013 v primerjavi z letom 2007 pa za 76,96 %. Največji padec v obeh letih v primerjavi z letom 2007 je pri kratkoročnih sredstvih, saj so se kratkoročne finančne naložbe, kratkoročne poslovne terjatve in zaloge močno zmanjšale. Pri dolgoročnih sredstvih je največje zmanjšanje pri dolgoročnih finančnih naložbah in dolgoročnih poslovnih terjativah, kar v letu 2013 predstavlja zmanjšanje dolgoročnih finančnih naložb za 96,69 %, dolgoročnih poslovnih terjatev pa za 80,66 % v primerjavi z letom 2007. Kapital je v letih 2012 in 2013 negativen, kar je posledica zmanjšane vrednosti vpoklicnega kapitala in presežka iz prevrednotenja (odprava rezerve za pošteno vrednost sredstev). Rezervacije so se v letu 2013 v primerjavi z letom 2007 povečale za več kot 400 %. Dolgoročne obveznosti so se v letih 2012 in 2013 v primerjavi z letom 2007 povečale, kratkoročne obveznosti pa zmanjšale.

Finančni odhodki so večji zaradi slabitev naložb v odvisne družbe in izgube pri odtujitvi finančnih sredstev razpoložljivih za prodajo iz naslova unovčitve zavarovanja za bančna posojila. V letu 2012 je več kot polovica drugih odhodkov posledica odpisa obveznosti po prisilni poravnavi v povezavi z unovčenjem zavarovanja. Gre za razliko med višino zavarovanja in vrednostjo unovčenega zavarovanja, zmanjšano za 40 % diskont po potrjeni prisilni poravnavi iz leta 2011. Ostali drugi prihodki so bili iz odprave rezervacij iz naslova zmanjšanja vrednosti zavarovanja, ki je bilo dano v zavarovanje banki za poplačilo dolga. Dolgoročna sredstva so se znižala zaradi znižanih naložb v odvisna podjetja, in to zaradi oblikovanih slabitev, znižala so se tudi finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo, in sicer zaradi unovčitve zavarovanja s poplačilom dolga, deloma zaradi spremembe poštene vrednosti in slabitev. Osnovna sredstva, ki se niso uporabljala za opravljanje dejavnosti v povezavi z ustvarjanjem prihodkov od prodaje blaga in storitev, so bila prerazvrščena med naložbene nepremičnine ter tudi strošek amortizacije (Merkur, d. d., 2012, str. 41–42).

5.4.2 Finančna analiza s kazalniki

V Tabeli 12 so izračunani kazalniki, v Tabeli 13 so izračunani koeficienti za podjetje Merkur v obdobju od leta 2005 do leta 2009 in v letih 2012 in 2013.

Delež lastniškega financiranja je leta 2005 31,86 %, leta 2006 rahlo pade, leta 2007 poraste na 36,40 %, leta 2008 je na isti ravni kot leta 2007, potem pa leta 2009 pade na 14,90 %. Kazalnik ima majhne vrednosti od leta 2005 do leta 2009, ki pomenijo, da je podjetje zadolženo, saj je več sredstev financiranih z dolžniškimi viri. Leta 2009 pa se je zunanja zadolženost še povečala. Podjetje Merkur je bilo od leta 2005 do leta 2008 približno enako zadolženo, leta 2006 pa se je še zadolžilo, tako da je imelo lastnega kapitala le 15 %.

Delež dolgoročnega financiranja pove, kolikšen je delež dolgoročnih virov sredstev v pasivi bilance. Od leta 2005 do leta 2008 je delež približno enak, leta 2009 pa se je povečal. Vrednost 68 % pove, da je podjetje financirano z 68 % trajnih in dolgoročnih virov, leta 2009 pa se je delež trajnih in dolgoročnih virov povečal na 85 %. To je za podjetje dobro in lahko sklepam na povezanost kazalnika deleža lastniškega financiranja z deležem dolgoročnega financiranja.

Delež osnovnih sredstev v sredstvih je bil leta 2005 25 %, leta 2006 je padel na 22 %, leta 2007 in 2008 pa je ponovno padel na 18 % oziroma na 17 %. Leta 2009 se je povečal na 26 %. Zmanjšanje kazalnika je pokazatelj, da podjetje raste in so se kratkoročna sredstva relativno povečala ali pa je posledica deinvestiranja osnovnih sredstev.

Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev je od leta 2005 do leta 2009 nad vrednostjo 1, kar pomeni, da lastniki financirajo še druge postavke, ne le osnovnih sredstev. V letu 2009 pade koeficient pod 1, kar pomeni, da osnovna sredstva financirajo tudi drugi in ne lastniki.

Naslednji trije koeficienti – hitri koeficient, pospešeni koeficient ter kratkoročni koeficient – kažejo, kako kratkoročne obveznosti pokrivajo različna sredstva.

Hitri koeficient ima zelo nizko vrednost, kar pomeni, da podjetje nima najbolj likvidnih sredstev, to je denarja in denarnih ekvivalentov. Vrednost koeficienta je od leta 2005 do leta 2009 pod vrednostjo 1 in priča o slabi likvidnosti podjetja, saj podjetje ni bilo sposobno kratkoročnih obveznosti pokrivati s hitro unovčljivimi sredstvi.

Pospešeni koeficient kaže sposobnost za poravnavo kratkoročnih obveznosti brez poseganja v zaloge. Tudi ta koeficient od leta 2005 do leta 2009 pada, kar je pokazatelj tveganja v prihodnosti.

Kratkoročni koeficient pokaže financiranje zalog, kratkoročnih terjatev iz poslovanja, kratkoročnih finančnih naložb in denarnih sredstev iz kratkoročnih obveznosti do virov sredstev. Vrednost kratkoročnega koeficienta je bila leta 2005, 2008 in 2009 pod vrednostjo 1, leta 2006 in 2007 pa 1 oziroma 1,04. Vrednost koeficienta 1 pomeni, da je podjetje kratkoročna sredstva v celoti financiralo s kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev. Leta 2009 pa je vrednost tega koeficienta zelo padla, in sicer na 0,48.

Koeficient gospodarnosti poslovanja je od leta 2005 do leta 2009 skoraj nespremenjen, kar kaže na konstantnost kazalnika, da poslovodstvo enako upravlja s premoženjem lastnikov.

Tabela 12: Izračunani kazalniki podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013

Kategorije	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
Delež lastniškega financiranja (v %)	31,86	28,63	36,45	36,09	14,90	-9,17	-131,16
Delež dolgoročnega financiranja (v %)	46,35	42,96	50,27	51,96	31,71	59,13	27,64
Delež osnovnih sredstev v sredstvih (v %)	25,26	21,91	18,28	17,15	25,54	35,48	50,82
Delež dolgoročnih sredstev v sredstvih (v %)	47,86	43,05	48,39	62,10	67,03	79,31	69,12
Čista donosnost kapitala (v %)	0,00	6,43	11,23	7,91	-60,90	-96,24	104,31

Tabela 13: Izračunani koeficienti podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013

Kategorije	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev	1,26	1,31	1,99	2,10	0,58	-0,26	-2,37
Hitri koeficient	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,05
Pospešeni koeficient	0,61	0,57	0,59	0,39	0,27	0,25	0,19
Kratkoročni koeficient	0,97	1,00	1,04	0,80	0,48	0,51	0,47
Koeficient gospodarnosti poslovanja	1,02	1,03	1,02	1,04	1,03	1,01	0,76

5.4.3 Altmanov model

V nadaljevanju bom izračunala mejne vrednosti po Altmanovem modelu za podjetje Merkur za vsa proučevana leta, in sicer od leta 2005 do leta 2009 ter za leti 2012 in 2013. V Tabeli 14 so opredeljene postavke, ki so uporabljene v enačbi za izračun Z-koeficienta, kar je bilo predstavljeno v podpoglavju 3.4.1. V Tabeli 14 so na začetku vrednosti posameznih postavk uporabljene pri kazalnikih v 000 EUR in nato sledijo še izračuni kazalnikov od X1 do X5. Izračunanim vrednostim kazalnikov sem dodala ponderje, kot je bilo napisano v podpoglavju 3.4.1, ter seštelila zmnožke ponderjev in vrednosti posameznega kazalnika, da sem dobila vrednost Z-koeficienta po posameznih proučevanih letih.

Pri kazalniku X1 sem uporabila ponder 1,2, pri kazalniku X2 ponder 1,4, pri kazalniku X3 ponder 3,3, pri kazalniku X4 ponder 0,6 in pri kazalniku X5 ponder 0,999.

Tabela 14: Altmanov model podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013

Kategorija	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
Celotna sredstva (v 000 EUR)	578.431	742.809	912.187	932.876	824.567	429.344	210.139
Obratna sredstva (v 000 EUR)	281.483	355.776	389.547	245.940	212.028	83.101	64.918
Preneseni čisti poslovni izid (v 000 EUR)	30.451	32.409	0	104.238	0	0	-258.872
Poslovni izid iz poslovanja (v 000 EUR)	13.796	20.621	19.255	30.356	13.449	1.284	-72.338
Kapital (v 000 EUR)	184.297	212.658	332.463	336.687	122.873	-39.391	-253.159
Celotne obveznosti (v 000 EUR)	394.135	530.151	579.724	596.189	701.694	468.990	446.168
Čisti prihodki od prodaje (v 000 EUR)	641.890	798.669	913.650	851.658	503.147	242.843	221.014
X1	0,49	0,48	0,43	0,26	0,26	0,19	0,31
X2	0,05	0,04	-	0,11	-	-	-1,23
X3	0,02	0,03	0,02	0,03	0,02	0,00	-0,34
X4	0,47	0,40	0,57	0,56	0,18	-0,08	-0,57
X5	1,11	1,08	1,00	0,91	0,61	0,57	1,05
Z-koeficient	2,12	2,03	1,92	1,82	1,07	0,75	-1,79

Altmanov model za podjetje Merkur pokaže, da se je uspešnost podjetja od leta 2005 do leta 2008 zmanjševala in je v rangi vmesne meje, podjetje se lahko razvije v obe smeri. Leta 2009 pade vrednost pod 1,81 in spada med podjetja v resnih težavah, v letu 2012 je vrednost Z-koeficienta še vedno v rangi podjetja v resnih težavah, v letu 2013 pa je vrednost negativna.

5.4.4 Weinrichov model

V tem podpoglavju sledi izračun 8 kazalnikov, nato pa izračune uvrstim v točkovno tabelo Weinrichovega modela. Seštevek točk kazalnikov bo povedal, v katero skupino spada podjetje. V Tabeli 15 so na začetku vrednosti posameznih postavk uporabljene pri kazalnikih v 000 EUR in nato sledijo še izračuni kazalnikov od X1 do X6. V Tabeli 16 so vrednosti izračunanega kazalnika, ki sem jih s pomočjo točkovne Tabele 1 določila pri posameznem kazalniku.

Tabela 15: Weinrichov model podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013

Kategorija	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
Kapital (v 000 EUR)	184.297	212.658	332.463	336.687	122.873	-39.391	-253.159
Celotne obveznosti (v 000 EUR)	394.135	530.151	579.724	596.189	701.694	468.990	446.168
Obratna sredstva (v 000 EUR)	281.483	355.776	389.547	245.940	212.028	83.101	64.918
Zaloge (v 000 EUR)	90.546	112.137	123.965	73.315	62.717	39.524	35.301
Obratna sredstva-zaloge (v 000 EUR)	190.937	243.639	265.582	172.625	149.311	43.577	29.617
Denarna sredstva (v 000 EUR)	2.674	2.189	742	359	332	2.763	8.243
Kratkoročne obveznosti (v 000 EUR)	310.327	423.718	451.026	443.036	563.083	175.135	139.238
Odhodki iz poslovanja (v 000 EUR)	635.611	782.225	898.676	829.132	491.237	248.822	301.200
Dobiček pred obdavčitvijo (v 000 EUR)	14.099	15.971	34.172	31.275	-138.226	-40.171	-152.580
Finančni odhodki (v 000 EUR)	10.786	16.015	20.873	28.199	178.769	48.542	106.334

se nadaljuje

Tabela 15: Weinrichov model podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter v letih 2012 in 2013 (nad.)

Kategorija	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
Prihodki od prodaje (v 000 EUR)	641.890	798.669	913.650	851.658	503.147	242.843	221.014
Čisti denarni tok (v 000 EUR)	57.728	62.576	50.708	154.303	-123.215	-21.572	-358.798
Čisti denarni tok-zaloge (v 000 EUR)	-32.818	-49.560	-73.257	80.988	-185.932	-61.096	-394.099
Nabavna vrednost materiala (v 000 EUR)	2.442	2.307	2.723	2.578	2.881	181.296	164.666
Kratkoročne poslovne obveznosti (v 000 EUR)	170.253	209.082	191.543	173.774	563.083	58.053	79.910
X1 *100	46,76	40,11	57,35	56,47	17,51	-8,40	-56,74
X2 *100	33,01	32,80	29,11	18,50	18,11	10,14	15,34
X3 *100	-48,40	-53,89	-50,11	-53,39	-114,56	-69,28	-43,49
X4 *100	13,50	15,04	16,56	17,66	33,00	-21,25	18,27
X5 *100	348,29	375,57	274,81	252,95	409,49	-616,49	-87,30
X6*100	682,74	847,21	1.143,26	386,38	-569,49	-2.174,0	-124,35
X7*100	-1.192,8	-1.065,2	-790,34	735,70	-377,21	-763,11	-111,12
X8*100	6972,3	9.062,8	7.034,38	6.741,19	19.543,3	32,02	48,53

Tabela 16: Točkovna tabela Weinrichovega modela podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 in v letih 2012 in 2013

Kazalniki	Točke						
	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
X1	1	2	1	1	2	5	5
X2	1	1	1	1	1	1	1
X3	1	1	1	1	5	4	3
X4	2	2	2	2	1	5	2
X5	1	1	1	2	1	5	5
X6	2	2	2	2	1	1	1
X7	1	1	1	2	1	1	1
X8	5	5	5	5	5	3	4
Skupaj	14	15	14	16	17	25	22

Nato sem točke pri kazalnikih seštela in glede na Weinrichov obrazec pogledala, med katero vrsto podjetij je po posameznih letih spadalo podjetje Merkur. Po Weinrichovem modelu se je podjetje Merkur v letih 2005 in 2007 uvrščalo med zelo dobra podjetja, v letih 2006, 2008 in 2009 pa med dobra podjetja. Leta 2012 se je uvrstilo med tvegana podjetja, leta 2013 pa med dobra podjetja.

5.4.5 Kraličkov model

V nadaljevanju bom izračunala vrednost koeficienta DF po Kraličkovem modelu za vsa proučevana leta za podjetje Merkur.

V Tabeli 17 so opredeljene postavke v 000 EUR, ki so uporabljene v enačbi za izračun koeficienta DF, kar je bilo predstavljeno v podpoglavju 3.4.3. V Tabeli 17 so na začetku vrednosti posameznih postavk uporabljene pri kazalnikih in nato sledijo še izračuni kazalnikov od X1 do X6. Izračunanim vrednostim kazalnikov sem dodala ponderje, kot je bilo napisano v podpoglavju 3.4.3, ter seštela zmnožke ponderjev in vrednosti posameznega kazalnika, da sem dobila vrednost koeficienta DF po posameznih proučevanih letih.

Tabela 17: Kraličkov model podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter leta 2012 in 2013

Kategorija	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
Čisti denarni tok (v 000 EUR)	57.728	62.576	50.708	154.303	-123.215	-21.572	-358.798
Celotne obveznosti (v 000 EUR)	401.676	485.390	596.455	612.685	271.777	1.029	-493.721
Poslovni izid iz poslovanja (v 000 EUR)	13.796	20.621	19.255	30.356	13.449	1.284	-72.338
Celotna sredstva (v 000 EUR)	578.431	742.809	912.187	932.876	824.567	429.344	210.139
Prihodki iz poslovanja (v 000 EUR)	641.890	798.669	913.650	851.658	503.147	242.843	221.014
Zaloge (v 000 EUR)	90.546	112.137	123.965	73.315	62.717	39.524	35.301
X1	0,14	0,13	0,09	0,25	-0,45	-20,96	0,73
X2	1,44	1,53	1,53	1,52	3,03	417,24	-0,43
X3	0,02	0,03	0,02	0,03	0,02	0,00	-0,34
X4	0,02	0,03	0,02	0,04	0,03	0,01	-0,33
X5	0,14	0,14	0,14	0,09	0,12	0,16	0,16
X6	1,11	1,08	1,00	0,91	0,61	0,57	1,05
Koeficient DF	0,79	0,83	0,67	1,10	-0,08	2,05	-3,91

Vrednost koeficienta DF od leta 2005 do leta 2007 je od 0,79 do 0,67, kar pomeni po Kraličkovi metodi slabo poslovanje podjetja, v letu 2008 je vrednosti koeficienta 1,1, kar je dobro poslovanje podjetja, v letu 2012 kaže na zelo dobro poslovanje podjetja, v letu 2013 pa kaže na veliko nevarnost insolventnost podjetja.

6 PRIMERJAVA MENEDŽERSKEGA ODKUPA PODJETIJ BTC IN MERKUR

Iz teorije, ki je bila predstavljena v prvem poglavju teoretična izhodišča prevzema in združitve, lahko opredelim vrsto menedžerskega odkupa pri proučevanih podjetjih Merkur in BTC.

Menedžerski odkup pri podjetju Merkur je bil čisti menedžerski odkup, pri podjetju BTC pa menedžersko-delavski odkup.

Podjetje Merkur so prevzeli menedžerji podjetja, saj so prek podjetja Merfin, ki so ga ustanovili vodilni v podjetju Merkur, odkupili delnice in nato še prek ustanovljenega konzorja prišli do visokega deleža v podjetju.

Pri podjetju BTC je bil odkup izveden prek pooblaščenec Ajdacom in Invest Point. V obeh podjetjih sta imela uprava in nadzorni svet podjetja BTC deleže in prav tako zaposleni. Pri odkupu podjetja BTC so menedžment in zaposleni uporabili finančna sredstva, in sicer imenske hipotekarne obveznice. Prvotni namen porabe teh imenskih hipotekarnih obveznic je bil za investicijsko vlaganje v podjetju. Torej so odkup financirali iz sredstev podjetja.

Pri odkupu podjetja BTC bi morala podjetji Ajdacom in Invest Point objaviti ponudbo za prevzem, ker sta povezani osebi podjetja BTC. Pri odkupu podjetja BTC bi moral nadzorni svet bolje zastopati interese lastnikov in imeti nadzor nad upravo podjetja. Pri menedžerskem odkupu niso zahtevali javne ponudbe za odkup delnic, ker se je menedžerski odkup financiral skoraj v celoti iz sredstev podjetja. Ko je londonski borzi, kjer so kotirale delnice podjetja BTC, tečaj padal, je podjetje BTC za vzdrževanje tečaja odkupovalo lastne delnice. Nakupe lastnih delnic, ki jih odkupilo kar dve tretjini, je podjetje BTC financiralo z izdajo imenskih hipotekarnih obveznic. Izdane obveznice je podjetje BTC odplačevalo do leta 2008 (Lipnik, 2010), leta 2002 pa so bile delnice podjetja BTC umaknjene z borze.

Menedžerski odkup podjetja Merkur se je začel v letu 2006, v BTC pa se je začel v letu 2001. Slovenija se je v letu 2001 nahajala v obdobju uravnotežene rasti gospodarstva, v letih odkupa Merkurja pa se je slovensko gospodarstvo nahajalo v obdobju visoke gospodarske rasti.

V času menedžerskega odkupa Merkurja se je gospodarstvo v Sloveniji nahajalo v obdobju pospešenega razvoja. Potekalo je nadpovprečno vlaganje v gospodarstvo, podjetje pa je veliko investiralo. Za svoje investicije se je zadolževalo, tako kot večina podjetij v tistem obdobju. Banke so podjetjem odobrile posojila pod ugodnimi pogoji, in to le na podlagi vrednosti kupljenega premoženja. Posojila so bila v večini zavarovana glede na vrednost naložbe, za katero je podjetje vzelo posojilo.

Za gospodarstvo v obdobju menedžerskega prevzema Merkuja oziroma do leta 2008 je bila značilna visoka rast in bančni sistem ni imel nobene domače akumulacije oziroma se je vse potrošilo in se ni varčevalo. Iz tega je razvidno, da domača akumulacija gospodarstva ni pokrila tekoče potrošnje gospodarstva in so se banke zaradi tega morale zadolževati na tujih trgih. V tem obdobju so bile naložbe precenjene, kar se je izkazalo v kasnejšem obdobju, v obdobju krize, ki je nastopilo po letu 2008.

Nihče v podjetjih se ni zmenil za prezadolženost podjetja, niti menedžment niti lastniki podjetij. Celotni revizorji in posojilodajalci so podpirali tako politiko podjetja. Banke so podaljševale posojila podjetju Merkur. Ko je nastopilo leto 2009, pa se je to spremenilo in banke niso več podaljšale posojil, podjetje Merkur pa tako ni imelo sredstev za vračilo posojila.

Za prevzem Merkurja so vodilni skupaj najeli za približno 330 milijonov EUR posojil. Nekatera posojila, ki so jih najeli pri bankah, so zavarovali tudi z lastnim premoženjem (Murn, 2010). Pri menedžerskem odkupu Merkurja podjetje Merfin ni izdalo obveznic, ampak so mislili najeta posojila prenesti na Merkur (Damijan, 2012).

Menim, da je razlog neuspelega prevzema podjetja Merkur tudi v tem, da je to imelo v svojih postavkah premalo kapitala. Struktura financiranja je bila od leta 2007 do leta 2009 zelo slaba. Vse to se pokaže v letu 2010, ko je bilo podjetje Merkur prisiljeno v prestrukturiranje.

Odkup Merkurja je primer neuspešnega odkupa. Menim, da bi podjetje Merkur uspelo z menedžerskim odkupom, če bi bolj varčevalo in se ne bi tako zadolževalo, tako mu ne bi bilo treba tekočih sredstev nameniti za odplačevanje dolgov. Do leta 2008 so mu banke podaljševale stare kredite in tudi njegova predpostavka pred menedžerskim odkupom je temeljila na tem, da mu bodo banke odobrile nova posojila in podaljševala stara, stroške posojil pa krila iz tekočega poslovanja.

V letu 2009 pa je prišlo do preobrata. Nastopila je svetovna gospodarska kriza, v kateri se je izkazala slabost prevelikega zadolževanja podjetij. Ne morem reči, kako bi menedžerski odkup pri podjetju Merkur stekel, če bi bile gospodarske razmere drugačne.

Menedžerski odkup podjetja Merkur je potekal v letu 2007, ko so vodilni menedžerji ustanovili podjetje Merfin in so skupaj s konzorcijem, kjer so bili še Banka Koper, Sava,

Interfin Naložbe ter Euro-Veneto, objavili namero za prevzem in namero za prevzem mesec kasneje. Glavni vodilni menedžer je bil Bine Kordež. Za delnico MER so ponudili 405 EUR. Svoje lastništvo so po izteku ponudbe povečali na 98,44 %. V začetku leta 2008 so izrinili male delničarje in tako novoustanovljeni konzorcij postane 100 % lastnik Merkurja. Marca 2008 so delnice MER prenehale kotirati na borzi. Leta 2009 so kriminalisti začeli preiskovati poslovanje podjetja Merkur. Preiskovali so prejeti kredit od Nove Ljubljanske banke, d. d., v vrednosti 40 milijonov EUR. Kredit je bil zavarovan z zastavitvijo večinskega deleža v hčerinskem podjetju Merkurja Big Bangu (Murn, 2010).

Konec leta 2009 Merkur od podjetja Merfin odkupi 130 tisoč delnic. Potem te delnice skoraj v celoti proda podjetju GBD in ima podjetje GBD 9,9 % delež v podjetju Merkur, v letu 2010 pa podjetje GBD proda nazaj Merfinu. Podjetje Merfin zavaruje nakup s korporativno garancijo Merkurja. GBD je v juniju leta 2010 unovčil Merkurjevo menico in je od banke prejel le 100.000 EUR, ker je podjetje Merkur imelo le toliko na transakcijskem računu (Murn, 2010).

V letu 2009 je nastopila kriza, tako finančna kot gospodarska, in kupci podjetja Merkur začnejo zaostajati s plačili računov. Podjetje Merkur je pri dobaviteljih ustvarilo veliko dolga in dobavitelji so zato prekinili sodelovanje s podjetjem.

Banke upnice so poskušale sanirati zadolženo podjetje Merkur in predlagale razlastitev podjetij Merfin in Sava. Podjetje Merkur je v letu 2010 razglasilo insolventnost (Murn, 2010).

Menedžerski odkup podjetja BTC se je odvijal v drugem obdobju, in sicer v obdobju uravnotežene rasti slovenskega gospodarstva. Rast gospodarstva je temeljila na ustvarjeni akumulaciji gospodarstva. Potrošnja je bila na ravni doseženih rezultatov v gospodarstvu.

Menim, da je bil menedžerski odkup podjetja BTC uspešen, saj podjetje še zdaj posluje. Finančna in gospodarska kriza sta pustili posledice tudi na poslovanju podjetja BTC, kar kaže primerjava postavk iz bilanc stanja in izkazov poslovnega izida med letoma 2014 in 2015 v primerjavi z letom odkupa podjetja BTC. Menim, da je podjetje BTC izvedlo uspešen menedžerskih prevzem, ker se ni zadolžilo. Drugi razlog pa je verjetno tudi obdobje, v katerem se je zgodil prevzem, saj je bil prevzem šest let pred finančno in gospodarsko krizo (Murn, 2010).

Podjetje Merkur je v letu 2010 preložilo del nepremičnin na podjetje HTC Dva, d. o. o., (v nadaljevanju HTC Dva), ki je podjetju Merkur oddalo iste prostore v najem. Podjetje HTC Dva je bilo prodano podjetju Merfin, ta pa naprej Faktor Leasingu. Bine Kordež je povečal posojilo podjetju HTC Dva s 145 milijonov EUR na 187 milijonov EUR in ga v svojih bilancah stanja spremenil iz kratkoročnega v dolgoročnega. S tem je bilo omogočeno, da je

podjetje HTC Dva odkupilo eno tretjino podjetja Merfin. Podjetje HTC Dva je vložilo predlog za stečaj podjetja (Murn, 2010).

Moje mnenje je, da bi lahko revizorji ali pa banke, ko je podjetje Merkur najemalo posojila, opozorili na kapitalsko neustreznost. Do leta 2008 je bilo revizorjevo poročilo brez kakršnihkoli opozoril podjetju. Pri revidiranih računovodskih izkazih podjetja Merkur za leto 2009 je revizor v revizijskem poročilu opozoril na poslovne odnose s podjetjem HTC Dva. Leta 2009 je podjetje Merkur odobrilo posojilo podjetju HTC Dva in nato v letu 2010 še dodatno posojilo podjetju HTC Dva. Konec leta 2009 so v podjetju Merkur oslabili posojilo, ker so bili mnenja, da so prejeta zavarovanja neizterljiva in neustrezna. Podjetje HTC Dva je imelo sklenjeno pogodbo o finančnem najemu in potem je te prostore oddajalo podjetju Merkur v poslovni najem (Merkur, d. d., 2009, str. 187).

Revizor je opozoril na likvidnostne težave podjetja, saj je zamujalo s plačilom dobaviteljem, podjetje ni bilo sposobno odplačevati posojila ter je imelo izgubo pri poslovanju. To so vse posledice zmanjšane prodaje in večjih finančnih stroškov, kar je nastopilo s finančno krizo v Sloveniji. Za poslovanje podjetja Merkur je bila za leto 2009 izvedena ponovna revizija, prva revizija računovodskih izkazov je bila namreč preklicana, ker je revizor naknadno prejel nove informacije in dejstva, ki so pomembno vplivala na obveznosti in stanja sredstev (Merkur, d. d., 2009, str. 188).

Menedžerski odkup podjetja BTC je primer netransparentnega menedžerskega odkupa. Podjetje Merfin, ki je bilo v lasti menedžerjev, je prevzelo BTC in mali delničarji so bili iztisnjeni brez možnosti, da bi dobili prevzemno premijo (Damijan, 2012).

Mnenje mnogih strokovnjakov in analitikov je, da je bil menedžerski odkup podjetja BTC nezakonit, ker:

- so odkupovali lastne delnice zaradi grožnje, da bi jih prevzel tuji sklad,
- so presegli zakonski prag lastnih delnic v osnovnem kapitalu,
- kršitev varovanja interesov lastnikov in zloraba notranjih informacij zaradi sodelovanja nadzornega sveta pri prevzemu,
- porabe finančnih sredstev od prodaje hipotekarnih obveznic za nakup lastnih delnic.

Leta 2007 je senat Okrožnega sodišča v Ljubljani ustavil kazenski postopek proti BTC. Kazenski postopek je bil leta 2002 sprožen proti BTC in trem članom uprave BTC, in sicer zaradi suma nepravilnosti pri menedžersko-delavskem odkupu (Sodišče ustavilo preiskavo privatizacije BTC, 2016).

Pravnomočnost sklepa je bila v treh dneh od izdaje, ker sodišče ni prejelo nobene pritožbe. Sodišče je presodilo, da ni utemeljenega suma, da bi obtoženi storili kaznivo dejanje. Mali delničarji, ki jih je vodil Ivan Nerad, so podjetju BTC očitali, da je bil denar od prodaje

obveznic namenjen financiranju odkupa. Izvedensko mnenje mariborske pravne fakultete je bilo, da so izpeljali odkup pregledno, saj delničarjev ni nihče prisilil v prodajo delnic. Menili so tudi, da odkupa ne bilo možno izpeljati pred zasedanjem skupščine v decembru 2001, ker je o tem odločila skupščina. Torej v zbranih dokazih niso odkrili suma naklepnega dejanja ter ni utemeljenega suma, da so bila kazniva dejanja storjena (Sodišče ustavilo preiskavo privatizacije BTC, 2016).

Mali delničar BTC Gordan Šibić opozarja prek podjetja FI_COM, d. o. o., na nepravilnosti pri menedžerskem odkupu podjetja BTC. Na začetku in potem še nekaj let je to počel nekdanji predsednik nadzornega sveta v BTC Ivan Nerad, ki je potem svoje delnice prodal. Gordan Šibić je vložil izpodbojno tožbo. Tožba je bila uspešna konec leta 2007 na Višjem sodišču v Ljubljani. V letu 2001 so se na skupščini odločili za umik delnic MER z borze, kar so kasneje v letu 2002 tudi storili. Ta sklep o umiku delnic z borze zaradi izpodbojne tožbe nikoli ne bi bil pravnomočen. Podjetje BTC ni v celoti realiziralo pravnomočne sodbe o vrnitvi nezakonito umaknjenih lastnih delnic. Podjetje BTC je pravnomočno sodbo realiziralo v delu, ki se nanaša na oblikovanje rezerv v višini celotne vrednosti umaknjenih lastnih delnic. Podjetje bi moralo glede na pravnomočno sodbo povečati tudi osnovni kapital, vendar uprava podjetja pravi, da je bil umik lastnih delnic pravnomočno registriran in da ničnosti sklepa o zmanjšanju kapitala ni možno več vpisati, ker se tega sklepa ni vpisalo v roku treh let od pravnomočnosti sodbe (Toplak, 2010).

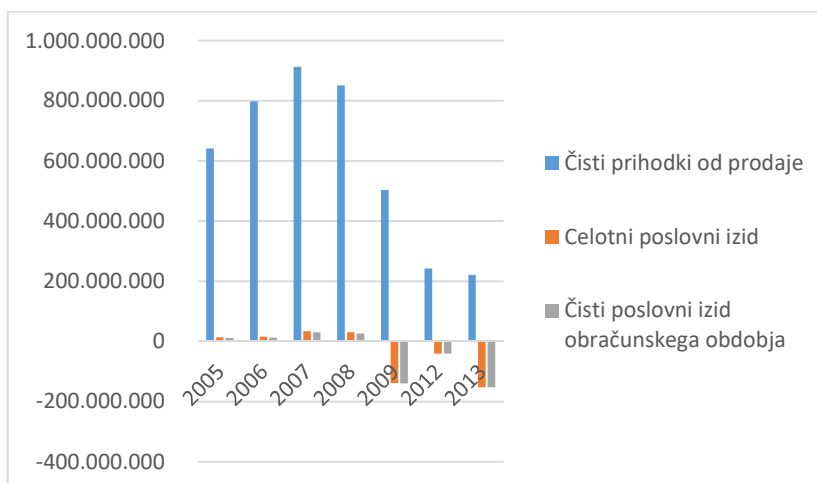
Iz računovodskih izkazov podjetja Merkur je razvidno, da so se sredstva v podjetju povečevala od leta 2005 do leta 2008. Sredstva so se povečala zaradi povečanja kratkoročnih finančnih naložb. Prav tako so se do leta 2008 povečevala opredmetena in neopredmetena sredstva. V letu 2007 so se jim dolgoročne finančne naložbe povečale zaradi nakupa delnic Gorenjske banke. Leta 2008 so se povečale zaradi ustanovitve podjetja Mersteel in vlaganja v odvisna podjetja v Črni gori.

Posledično z rastjo opredmetenih, neopredmetenih osnovnih sredstev ter finančnih naložb so se povečevale postavke dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti. Iz tega je razvidno, da so se investicije podjetja financirale s posojili. Iz bilanc stanja je razvidno, da se vrednost osnovnega kapitala ni povečala, leta 2012 in 2013 pa je osnovni kapital močno padel v primerjavi z letom odkupa podjetja v letu 2007.

Prav tako so se ustvarjeni poslovnih prihodki povečevali do leta 2007 in leta 2009 so padli za 41,28 % v primerjavi z letom 2008. Leta 2009 je podjetje že imelo izgubo, saj je bil poslovni izid podjetja negativen. V letih 2012 in 2013 so slabili naložbe in se je vrednost finančnih odhodkov povečala. V letu 2012 pa so odpisali obveznosti, ki so bile odpisane po prisilni poravnavi, kar so izkazali med drugimi odhodki.

Slika 9 predstavlja gibanje čistih prihodkov od prodaje podjetja Merkur, ki so do leta 2007 naraščali, potem pa padali. Celotni poslovni izid podjetja Merkur je bil do leta 2009 konstanten, leta 2012 in 2013 pa negativen in prav tako čisti poslovni izid.

Slika 9: Gibanje čistih poslovnih prihodkov od prodaje, celotnega poslovnega izida in čistega poslovnega izida skozi proučevana leta podjetja Merkur



Vir: Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2005; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2006; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2007; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2008; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2009; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2012; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2013; Gvin, 2016.

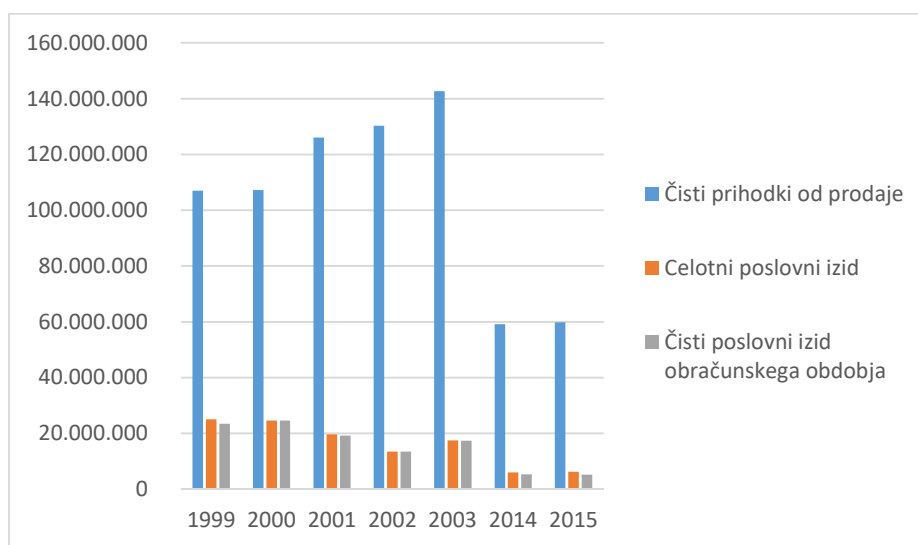
Tudi izračunani kazalniki kažejo na to, da se je podjetje zadolževalo, saj je delež lastniškega financiranja v letu 2009 zelo nizek, in sicer le 14,90 %. Hitri koeficient s svojo nizko vrednostjo kaže na to, da podjetje nima najbolj likvidnih sredstev. Pospešeni koeficient kaže na tveganja v prihodnosti, saj od leta 2005 do leta 2009 pada. Tudi vrednost kratkoročnega financiranja v letu 2009 pade na vrednost 0,48, kar ni dober pokazatelj za podjetje, saj podjetje vse kratkoročne obveznosti do virov sredstev porabi za financiranje kratkoročnih sredstev.

Iz računovodskih izkazov podjetja BTC je razvidno, da so se sredstva podjetja iz leta v leto povečevala. Povečevale so se dolgoročne finančne naložbe, kar predstavljajo delnice in deleži drugih povezanih podjetij. V letih 2014 in 2015 se je vrednost dolgoročnih finančnih naložb zmanjšala v primerjavi z letom odkupa. Za zmanjšanje postavke dolgoročnih finančnih naložb je verjetno kriva tudi finančna in gospodarska kriza v Sloveniji v letih po letu 2009. Podobno gibanje so predstavljale kratkoročne finančne naložbe in so se tudi v letih 2014 in 2015 v primerjavi z letom 2001 zmanjšale.

V letu 2000 podjetju BTC v primerjavi z letom 1999 porastejo dolgoročne obveznosti iz financiranja, kar je posledica odkupa hipotekarnih obveznic.

V podjetju BTC so poslovni prihodki naraščali do leta 2002, nato pa padli, leta 2014 in 2015 so v primerjavi z letom 2001 močno padli. Manjša rast prihodkov je tudi posledica finančne in gospodarske krize v Sloveniji in s tem tudi manjše potrošnje. Podjetje BTC je namreč večji del svojih prihodkov dosegalo iz oddajanja poslovnih prostorov v nakupovalnih središčih. Slika 10 prikazuje gibanje čistih prihodkov od prodaje, celotni poslovni izid in čisti poslovni izid podjetja BTC v proučevanih letih. Vse tri postavke skozi leta naraščajo, čisti prihodki od prodaje so najvišji leta 2003, v letih 2014 in 2015 so nižji, kar je verjetno posledica finančne in gospodarske krize v slovenskem gospodarstvu. Celotni poslovni izid in čisti poslovni izid podjetja Merkur imata skozi leta skoraj isto višino, leta 2014 in 2015 sta razumljivo nižja kot v letu 2003, vendar še pozitivna.

Slika 10: Gibanje čistih poslovnih prihodkov od prodaje, celotnega poslovnega izida in čistega poslovnega izida skozi proučevana leta podjetja BTC



Vir: BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2000; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2002; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2003; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2014; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2015; Gvin, 2016.

Iz kazalnikov podjetja BTC je razvidno, da se dolg v podjetju ni povečeval. Največjo zadolženost je podjetje imelo v letih 2002 in 2003. Podjetje BTC ima zelo nizko vrednost osnovnih sredstev in v letu 2014 je padec vrednosti osnovnih sredstev posledica prenosa teh osnovnih sredstev na naložbene nepremičnine. Koeficient gospodarnosti poslovanja v podjetju BTC kaže na uspešnost poslovanja podjetja v vseh proučevanih letih.

Pri sodobni finančni analizi z modeli sem prikazala Altmanov, Weinrichov in Kraličkov model.

Pri podjetju Merkur Altmanov model pokaže stanje, kot ga je imelo podjetje v proučevanih obdobjih, Weinrichov model pa v letih 2009 in 2013 pokaže, da podjetje spada med dobra

podjetja. Za leto 2009 tega ne morem trditi, ker so se v tem letu vse postavke v izkazih poslabšale in tudi poslovni izid podjetja je negativen. Prav tako ne morem potrditi, da podjetje Merkur v letu 2013 spada med dobra podjetja, ker je bilo v letu 2013 tudi finančno nestabilno in je potrebovalo ponovno prestrukturiranje. Tudi po Kraličkovem modelu za leto 2012 ne morem potrditi, da gre za zelo dobro podjetje.

Potrdim lahko, da rezultat po Altmanovem modelu za vsa leta pravilno napoveduje stanje podjetja, za Weinrichov model pa tega ne morem potrditi za leti 2009 in 2013. Za leto 2012 pa po Kraličkovem modelu ne morem potrditi pravilnosti rezultata.

Pri podjetju BTC pa pri Altmanovem modelu ne morem potrditi pravilnosti rezultata za leti 2014 in 2015, ki napoveduje stečaj podjetja. Podjetje je bilo tudi v teh letih poslovno uspešno. Rezultat po Weinrichovem modelu lahko potrdim za vsa proučevana leta in prav tako rezultat po Kraličkovem modelu za vsa proučevana leta.

Prvo hipotezo, da je uspešen menedžerski odkup v pozitivni korelaciji z uspešnim finančnim poslovanjem, prikazanim na podlagi tradicionalne metode finančne analize, lahko potrdim.

Drugo hipotezo, da je uspešen menedžerski odkup v pozitivni korelaciji z uspešnim finančnim poslovanjem podjetja, prikazanim na podlagi sodobne finančne analize z modeli, lahko potrdim, vendar z izjemami. Hipoteza ne drži pri tistih letih in modelih, kjer nisem potrdila pravilnosti prikazanega rezultata.

Tretjo hipotezo sem ovrgla, saj se je pri podjetju Merkur izkazalo, da recesija v gospodarstvu povzroči neuspešen menedžerski prevzem. Pri podjetju BTC prav tako ovržem tretjo hipotezo, saj se je podjetje nahajalo v obdobju uravnotežene rasti in je bil menedžerski odkup uspešen. Torej ne obstaja negativna korelacija med uspešnih oziroma neuspešnim menedžerskim odkupom glede na gospodarsko obdobje, v katerem se je podjetje nahajalo v času menedžerskega odkupa.

SKLEP

Cilje magistrskega dela sem dosegla, saj sem teoretično predstavila pojme združitve, prevzem in oblike prevzemov ter Zakon o prevzemih. Nato sem dodala še teorijo finančne analize, ki je bila podlaga za finančno analizo proučevanih podjetij Merkur in BTC.

Cilj empirične finančne analize podjetij Merkur in BTC je tudi dosežen, saj so bili v poglavju predstavljeni računovodskih izkazi podjetij, in sicer pri podjetju Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter za leti 2013 in 2014, pri podjetju BTC pa od leta 1999 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015. Sledila je razlaga sprememb postavk v računovodskih izkazih za posamezno podjetje med leti ter sprememb med zadnjimi proučevanimi leti pri posameznih podjetjih in letom odkupa podjetja.

Ostali cilji so bili tudi doseženi, saj sem dobila odgovor na vprašanje o obliki menedžerskega odkupa pri proučevanih podjetjih in tudi odgovor na vprašanje, v katerem obdobju se je odvijal menedžerski odkup podjetja Merkur in v katerem obdobju menedžerski odkup podjetja BTC.

Sledila je analiza poslovanja proučevanih podjetij s pomočjo računovodskih kazalnikov, v nadaljevanju pa še analiza poslovanja podjetij s pomočjo modelov, ki se jih uporablja pri sodobni finančni analizi.

V šestem poglavju sem analizirala in primerjala menedžerska odkupa podjetij Merkur in BTC. S pomočjo analize sem dobila odgovore na zastavljena vprašanja o vrsti menedžerskega odkupa posameznega proučevanega podjetja, o tem, v katerem gospodarskem obdobju se je odvijal menedžerski odkup posameznega podjetja, in o tem, ali je bil posamezen menedžerski odkup uspešen ali ne.

Skozi magistrsko delo se mi je zastavljalo veliko vprašanj, na katera želim odgovoriti oziroma dobiti odgovor. Eno izmed vprašanj je, ali menedžerski odkupi sploh prinašajo kakšne dodatne koristi, saj če se odločiš za menedžerski odkup, je tudi izredno pomembno, v kakšnem gospodarskem okolju trenutno posluješ, in moraš z gotovostjo vedeti, kakšno bo gospodarsko okolje med in po prevzemu. Tega pa ne moreš nikoli z gotovostjo vedeti. Zastavilo se je tudi vprašanje, kako da revizorji pri pregledu poslovanja podjetij niso prej ugotovili neustrezne strukture kapitala podjetja in da tudi banke tega niso upoštevale. Ali je mogoče, da na mnenje revizorjev in bank vpliva tudi gospodarsko obdobje? Ali se mogoče v obdobju rasti stvari premalo preverja in se, ko nastopi kriza, preveč hitro obrnejo v drugo smer? Ali bi bilo bolj pravično, da dela odgovornosti za težave Merkurja ne nosijo le njegovi menedžerji, ampak tudi kdo drug, mogoče banke, revizorji, država?

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. Najdeno 1. aprila na spletnem naslovu https://www.ajpes.si/fipo/Pojasnila_za_gd_2006.asp
2. Altman, E. I., & Narayanan, P. (1997). An International Survey of Business Failure Classification Models. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(2). Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1468-0416.00010/citedby>
3. Bergant, Ž. (1999). Ali so kratkoročni, pospešeni in hitri koeficient res informacije o kratkoročni plačilni sposobnosti podjetja? V 31. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji (str. 395–410). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveze računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
4. Bertonec, M. (2001, 3. september). Za Srdove delnice se je potegoval samo BTC. *Finance*. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.finance.si/10096/Za-Srdove-delnice-se-je-potegoval-samo-BTC>
5. Bertonec, A. (2008). *Prevzemi in združitve: model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha*. Koper: Fakulteta za menedžment.
6. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, menedžerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
7. Bešter, J. (1997, 25. september). Prevzemi podjetij (3. del). *Gospodarski vestnik*. Najdeno 1. julija 2016 na spletnem naslovu file:///C:/Users/Nives%20Mlinar/Downloads/GOSPODARSKI_VESTNIK-25.9.1997-Prevzemi_podjetij_3_del.pdf
8. Bower, L. J. (2001). Not all M&A are alike – and that matters. *Harvard Business Review*, 79(3), 94–101.
9. Brigham, F. E., & Houston, F. J. (1992). *Fundamentals of Financial Menedžment*. Fort Worth: The Dryden Press.
10. BTC, d. d. (2000). *Letno poročilo podjetja BTC, d. d.* Ljubljana: BTC, d. d.
11. BTC, d. d. (2002). *Letno poročilo podjetja BTC, d. d.* Ljubljana: BTC, d. d.
12. BTC, d. d. (2003). *Letno poročilo podjetja BTC, d. d.* Ljubljana: BTC, d. d.
13. BTC, d. d. (2004). *Letno poročilo podjetja BTC, d. d.* Ljubljana: BTC, d. d.
14. BTC, d. d. (2014). *Letno poročilo podjetja BTC, d. d.* Ljubljana: BTC, d. d.
15. BTC, d. d. (2015). *Letno poročilo podjetja BTC, d. d.* Ljubljana: BTC, d. d.
16. Caouette J. B., Altman E. I., & Narayanan P. (1998). *Managing credit risk*. New York: John Wiley & Sohns.
17. Černetič, B. (2007, 14. januar). Engrotuš prodal tri odstotke Merkurja Factor banki. *Finance*. Najdeno 1. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/172540/Engrotus-prodal-tri-odstotke-Merkurja-Factor-banki?metered=yes&sid=464437503>
18. Damijan, J. P. (2012, 28. december). E-diskusija z Matjažem Gantarjem o menedžerskih prevzemih. *Damijan blog*. Najdeno 1. junija 2016 na spletnem naslovu

- <https://damijan.org/2012/12/28/e-diskusija-z-matjazem-gantarjem-o-menedzerskih-prevzemih/>
19. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: J. Wiley.
 20. Deloitte & Touche. (2003, 31. julij). *A practical guide to MBOs*. Najdeno 15. aprila 2016 na spletnem naslovu http://www.avco.at/upload/medialibrary/19042_0_A%20practical%20guide%20to%20MBOs.pdf
 21. DePamphilis, D. M. (2003). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Amsterdam: Academic Press.
 22. *Direktiva evropskega parlamenta in sveta 2004/25/ES*. Najdeno 1. julija 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&qid=1471464915810&from=en>
 23. Frankfurter, G. M., & Kosedag, A. (1996). Management's Perception of Leveraged Buyouts. *International Review of Financial Analysis*, 5(3), 197–221.
 24. Gaughan, A. P. (1999). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. New York: J. Wiley, cop.
 25. *Gvin*. Najdeno 1. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com>
 26. Hočevár, M., Igličar, A., & Zaman, M. (2001). *Osnove računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 27. Jensen, M. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=811029101084124107082105101018082027053076059068029030090097094099024089089117010075018124107061016122018122087100113011127048073075010041073097073041086070004086100118104124096122101123081072120001126004087127082127067101005126069&EXT=pdf>
 28. Kocbek, M. (1999). Prevzem podjetij in prevzem gospodarske družbe-pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe. *Pravnik*, 54(6–8), 321–331.
 29. Kocbek, M., Plavšak, N., & Pšeničnik, D. (2006). *Zakon o prevzemih (ZPre-1)*. Ljubljana: GV založba
 30. Kordež, B. (2015). *Kam je izginilo deset milijard? Gospodarska gibanja in privatizacija v samostojni Sloveniji*. Radovljica: Didakta.
 31. Križnik, B. (2008, 13. junij). Menedžerski odkup znova pred sodišče. *Delo*. Najdeno 30. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/GvinClanki/Pages/CompanyArticle.aspx?Mode=GvinSI&App=ArhivClankov&Lang=sl-SI&CompanyId=&ArticleId=1181451>
 32. Kutrova, K. (2014). *Bachelor Thesis: Evaluation of the Financial Situation of the Company Nokia*. Najdeno 25. maja 2016 na spletnem naslovu http://www.google.si/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&ved=0CDwQFjAE&url=http%3A%2F%2Fis.mendelu.cz%2Fzp%2Fportal_zp.pl%3Fprehled%3Dvyhledavani%3Bpodrobnosti%3D50420%3Bzp%3D42723%3Bdownload_prace%3D1&ei=f2FSVafKNzfUffngNAG&usq=AFQjCNHrdAMp_uJunohV4s7BCqkrkCvclQ&bv m=bv.92885102,d.bGg

33. Lahovnik, M. (2002, 17. avgust). Prevezemanje večanje pogoj za širjenje na tuje trge. *Delo*, str. 12–13.
34. Lahovnik, M. (2003). *Prevzemi gospodarskih družb*. Ljubljana: Menedžer.
35. Lahovnik, M. (2013). *Združitve in prevzemi podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
36. Levine, N. S. (1989). *The Acquisition Manual*. New York: New York Institute of Finance.
37. Lipnik, K. (2010, 25. julij). Kaj je BTC in kako ga je uprava prevzela?. *Finance*. Najdeno 1. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/285609>
38. Ljubljanska borza, d. d. Ljubljana: *Arhiv vrednosti VP in indeksov – izključeni*. Najdeno 1. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=9641&date1=01.01.2007&date2=31.12.2007&SecurityId=MER&x=31&y=6>
39. Lorenčič, A. (b.l.). *Makroekonomska podoba Slovenije 1990–2008*. Najdeno 15. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.sistory.si/hta/tranzicija/index-vpni.php?d=makroekonomska-podoba-Slovenije-1990-2004.html>
40. Merkur, d. d. (2005). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
41. Merkur, d. d. (2006a). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
42. Merkur, d. d. (2006b). *Povzetek revidiranega konsolidiranega letnega poročila Skupine Merkur in revidiranega letnega poročila družbe Merkur, d. d., za leto 2006*. Kranj: Merkur, d. d.
43. Merkur, d. d. (2007). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
44. Merkur, d. d. (2008). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
45. Merkur, d. d. (2009). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
46. Merkur, d. d. (2012). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
47. Merkur, d. d. (2013). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
48. Merkur, d. d. (2014). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
49. Merkur, d. d. (2015). *Letno poročilo podjetja Merkur, d. d.* Kranj: Merkur, d. d.
50. Mihajlović, N. (2001a, 19. avgust). Koliko bo Srd iztržil za svoj delež v BTC? *Finance*. Najdeno 15. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/9504/Koliko-bo-Srd-iztrzil-za-svoj-delez-v-BTC>
51. Mihajlović, N. (2001b, 27. avgust). BTC umaknil potrdila GDR iz Londona. *Finance*. Najdeno 15. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/9762/BTC-umaknil-potrdila-GDR-iz-Londona>
52. Mramor, D. (1999). Sodobna finančna analiza podjetja. V *31. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 327–337). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveze računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
53. Murn, M. (2010, 18. november). Merfin – od menedžerskega prevzema do črne kronike. Najdeno 10. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://siol.net/novice/crna-kronika/merfin-od-menedzera-skega-prevzema-do-crne-kronike-351812>
54. Nash, A. (2005). *The MBO Guide for Menedžment Teams: Real Life Lessons from the front*. B. K.: Harriman House Limited.

55. *Obvestilo o izdaji Odločbe o uspešnosti prevzemne ponudbe*. Najdeno 1. junija 2016 na spletnem naslovu http://seonet.ljse.si/default_en.aspx?doc_id=29395&language=en
56. Peklar, L. F. (2007, 6. junij). Analiza MBO: Sedem največjih napak pri menedžerskih odkupih. *Menedžer*. Najdeno 1. julija 201 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/GvinClanki/Pages/CompanyArticle.aspx?Mode=GvinSI&App=ArhivClankov&Lang=sl-SI&CompanyId=&ArticleId=1102829>
57. Petty, J. W. (1993). *Basic financial menedžment*. Englewood Cliffs (N. J.): Prentice–Hall International.
58. *Pravila skrbnega računovodenja*. Najdeno 1. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/sites/default/files/standardi/psr-2016.pdf>
59. *Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d. d.* Najdeno 1. junija 2016 na spletnem naslovu <file:///C:/Users/Nives%20Mlinar/Downloads/Prevzemna%20ponudba%20in%20prospekt%20MER.pdf>
60. Prusnik, M. (1999). *Finančna analiza za potrebe lastnika na primeru Slovenije*. 31. Simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah (str. 367–379). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
61. Redakcija financ (2002, 3. februar). Odmev: Preoblikovanje BTC se nevarno zapleta. *Finance*. Najdeno 14. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/17760/Odmev-Preoblikovanje-BTC-se-nevarno-zapleta>
62. Reed, F. S., & Lajoux, R. A. (1998). *The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide*. New York: McGraw–Hill Professional.
63. Repovž, L. (1997). *Podjetništvo in menedžment malih podjetij*. Maribor: Ekonomska poslovna fakulteta.
64. Robnik, L. (1996). *Poslovne finance*. Ljubljana: Zveza ljudskih univerz Slovenije.
65. Ross, A. S., Westerfield, W. R., & Jaffe, F. J. (1993). *Corporate Finance*. Homewood: Irwin.
66. Rozman, R. (1995). Aktualni pregled na metodo analize poslovanja gospodarskih družb. V 27. Simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah (str. 49–59). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
67. Slorach, S. (2004). *Corporate Finance, Mergers and Acquisitions*. New York: Oxford University Press.
68. Smrekar, T. (2001a, 8. julij). Ajdacomu ni treba dati ponudbe za prevzem BTC. *Finance*. Najdeno 14. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8065/Ajdacomu-ni-treba-dati-ponudbe-za-prevzem-BTC>
69. Smrekar, T. (2001b, 3. september). Mermal: O prevzemu bomo razmišljali konec septembra. *Finance*. Najdeno 14. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/10093/Mermal-O-prevzemu-bomo-razmisljali-konec-septembra>
70. Smrekar, T. (2001c, 16. september). BTC že v rokah vodilnih. *Finance*. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.finance.si/10624/BTC-ze-v-rokah-vodilnih>
71. Smrekar, T. (2001d, 17. december). Delničarji BTC glasovali za znižanje osnovnega kapitala. *Finance*. Najdeno 14. aprila na spletnem naslovu <http://www.finance.si/15168>
72. Smrekar, T. (2001e, 17. december). BTC dokončno Mermalov. *Finance*. Najdeno 14. aprila na spletnem naslovu <http://www.finance.si/15207>

73. Sodišče ustavilo preiskavo privatizacije BTC. Najdeno 1. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/sodisce-ustavilo-preiskavo-privatizacije-btc.html>
74. Sovdat, P. (2007, 3. oktober). Sporno: Prijateljsko dogovarjanje pred prevzemom?. *Finance*. Najdeno 16. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/192663/Sporno-Prijateljsko-dogovarjanje-pred-prevzemom>
75. *Sporno lastninjenje BTCja?* Najdeno 30. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.24ur.com/novice/gospodarstvo/sporno-lastninjenje-btc-ja.html>
76. Tajnikar, M. (2000a). Finančne oblike podpore malega gospodarstva. V *Podjetništvo – Izziv za 21. stoletje* (str. 340–355). Ljubljana: Gea College.
77. Tajnikar, M. (2000b). Pripojitve, spojitve in prevzemi. V *I. Strokovno posvetovanje Združitve in prevzemi gospodarskih družb* (str. 25–38). Portorož: Društvo ekonomistov Ljubljana.
78. Toplak, D. (2010, 2. februar). V BTC tudi po dveh letih ne upoštevajo pravnomočne sodbe?. *Večer*. Najdeno 1. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.skupaj.si/kliping/2010-02-02/v-btc-tudi-po-dveh-letih-ne-upostevajo-pravnomocne-sodbe>
79. Turk, I. (2004). *Finančno računovodstvo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
80. Usenik, M., Lekše, M., & Dular, M. (2005). *Računovodstvo in finančno poslovanje*. Novo Mesto: Ekonomska šola, Višja strokovna šola.
81. Vahčič, T. (2007, 6. junij). Tehnike MBO: Kako to delajo po svetu. *Menedžer*. Najdeno 30. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/GvinClanki/Pages/CompanyArticle.aspx?Mode=GvinSI&App=ArhivClankov&Lang=sl-SI&CompanyId=&ArticleId=1102853>
82. Van Horne, J. C. (1992). *Financial menedžment and policy*. Englewood Cliffs: Prentice–Hall.
83. Varanelli, L. (2001). Leveraged buyouts med teorijo in prakso. *Podjetje in delo*, 27(3/4), 356–369.
84. *Več kot šestdesetletna tradicija*. Najdeno 11. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://btc.si/o-druzbi/druzba-btc-dd/vec-kot-sestdesetletna-tradicija>
85. Weston J. F., Chung S. K., & Hoag E. S. (1990). *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Englewood Cliffs (N. J.): Prentice Hall.
86. Weston, J. F., Siu A. J., & Johnson, A. B. (2001). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. New Jersey: Prentice Hall.
87. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 30/1993, 29/1994, 45/1994 - UZITUL-A, 82/1994, 20/1998, 32/1998, 37/1998, 84/1998, 6/1999, 54/1999 - ZFPPod, 31/2000 - ZP-L, 36/2000 - ZPDZC, 45/2001, 59/2001 - popr., 50/2002 - skl. US, 93/2002 - odl. US, 57/2004, 139/2004.
88. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006, 60/2006 - popr., 26/2007 - ZSDU-B, 33/2007 - ZSReg-B, 67/2007 - ZTFI, 10/2008, 68/2008, 42/2009, 33/2011, 91/2011, 100/2011 - skl. US, 32/2012, 57/2012, 44/2013 - odl. US, 82/2013, 55/2015.
89. Zakon o lastninskem preoblikovanju *Uradni list RS* št. 55/1992, 7/1993, 31/1993, 43/1993, 32/1994, 43/1995, 1/1996, 30/1998.

90. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS* št. 47/1997, 56/1999 - ZTVP-1, 28/2006 - ZTVP-1B, 42/2006 - ZGD-1, 79/2006 - ZPre-1.
91. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS* št. 79/2006, 67/2007 - ZTFI, 1/2008, 68/2008, 35/2011 - ORZPre75, 55/2011 - skl. US, 105/2011 - odl. US, 10/2012, 22/2012 - odl. US, 38/2012, 47/2013 - ZFPPIPP-E, 56/2013, 63/2013 - ZS-K, 25/2014, 75/2015.
92. Zakon o privatizaciji oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo. *Uradni list RS* št. 71/1994 in 57/1995.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: Bilance stanja podjetja BTC od leta 2001 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015.....	1
PRILOGA 2: Izkazi poslovnega izida podjetja BTC od leta 2001 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015	3
PRILOGA 3: Bilance stanja podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter za leti 2013 in 2014	5
PRILOGA 4: Izkazi poslovnega izida podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter za leti 2013 in 2014	7

PRILOGA 1: Bilance stanja podjetja BTC od leta 2001 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015

Tabela 1: Bilance stanja podjetja BTC od leta 2001 do leta 2003, in leta 2014 in 2015

Kategorije	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
SREDSTVA	90.052.608	113.750.976	167.405.638	175.261.342	179.089.814	204.184.768	197.629.297
A. Dolgoročna sredstva	76.487.640	103.699.745	152.765.995	160.425.772	169.967.731	193.135.511	186.597.701
I. Dolgoročne aktivne časovne razmejitev	0	0	0	0	0	0	39.985
II. Neopredmetena sredstva	350.230	471.136	389.426	566.521	545.744	901.242	717.667
<i>Dolgoročne premoženjske pravice - popravek kapitala</i>	177.988	298.894	0	0	0	901.242	717.667
<i>Neopredmetena sredstva</i>	172.242	172.242	389.426	566.521	545.744	0	0
III. Opredmetena osnovna sredstva	72.363.549	94.276.027	106.344.150	122.440.632	131.294.538	53.322.752	49.047.977
<i>Zemljišča in zgradbe</i>	0	0	99.725.768	116.585.545	123.697.434	41.359.377	38.416.651
<i>Oprema in druga opredmetena osnovna sredstva</i>	0	0	6.618.382	5.855.087	7.597.104	11.963.375	10.631.326
IV. Naložbene nepremičnine	0	0	0	0	0	131.122.674	129.234.280
V. Dolgoročne finančne naložbe	3.772.559	8.908.684	46.032.419	37.418.620	37.998.769	6.708.084	6.446.336
VI. Dolgoročne poslovne terjatve	1.302	43.899	0	0	128.681	0	0
VII. Odložene terjatve za davek	0	0	0	0	0	1.080.759	1.111.456
B. Kratkoročna sredstva	13.552.838	10.003.576	14.609.514	14.731.051	9.025.747	10.969.377	10.895.373
I. Sredstva (skupna za odtujitev) za prodajo	0	0	0	0	0	0	0
II. Zaloge	50.413	62.339	62.248	53.601	37.882	43.588	50.679
III. Kratkoročne finančne naložbe	8.237.314	3.767.956	6.863.282	2.302.871	2.505.863	1.747.580	794.058
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	4.990.415	5.734.673	6.227.057	10.246.607	5.854.056	8.184.260	7.591.208
V. Denarna sredstva	274.695	438.608	1.456.927	2.127.971	627.946	993.949	2.459.428
C. Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	12.131	47.655	30.129	104.519	96.336	79.880	136.223
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	90.052.608	113.750.976	167.405.638	175.261.342	179.089.814	204.184.768	197.629.297
A. Kapital	59.912.444	68.659.543	76.176.552	58.784.977	61.424.316	106.233.891	107.904.160

se nadaljuje

*Tabela 1: Bilance stanja podjetja BTC od leta 2001 do leta 2003, in leta 2014 in 2015
(nad.)*

Kategorije	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
I. Vpoklicani kapital	0	0	24.230.613	8.345.852	8.345.852	7.511.267	7.511.267
II. Kapitalske rezerve	0	0	3.529.457	8.311.759	8.311.759	38.277.422	38.277.422
III. Rezerve iz dobička	0	0	34.229.265	5.257.778	21.907.357	36.666.791	36.666.791
IV. Preneseni čisti poslovni izid	0	0	940.899	16.258.463	2.023.877	7.988.283	11.132.120
V. Čisti poslovni izid poslovnega leta	0	0	0	1.518.094	2.026.573	5.309.449	5.211.853
VI. Presežek iz prevrednotenja	0	0	13.246.319	19.093.031	18.808.897	10.480.679	9.104.707
B. Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitev	2.941.921	1.704.119	0	0	0	2.103.742	2.073.340
C. Dolgoročne obveznosti	17.587.097	31.400.593	70.494.947	90.412.519	89.667.873	73.003.155	68.109.617
I. Dolgoročne finančne obveznosti	17.173.277	28.767.785	69.758.713	90.412.519	89.667.873	69.600.285	65.005.170
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	413.821	2.632.808	736.234	0	0	119.929	113.829
III. Odložene obveznosti za davek	0	0	0	0	0	3.282.941	2.990.618
Č. Kratkoročne obveznosti	9.026.340	11.880.658	20.642.489	25.797.338	27.867.192	22.536.365	19.257.705
I. Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0	0	0	0	0	0
II. Kratkoročne finančne obveznosti	2.795.652	6.634.135	11.976.511	13.612.318	17.665.406	9.475.313	8.410.138
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	6.230.688	5.246.524	8.665.978	12.185.019	10.201.786	13.061.052	10.847.567
D. Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	584.806	106.063	91.650	266.508	130.433	307.615	284.475

Vir: BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2000; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2002; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2003; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2014; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2015; Gvin, 2016.

PRILOGA 2: Izkazi poslovnega izida podjetja BTC od leta 2001 do leta 2003 ter za leti 2014 in 2015

Tabela 2: Izkazi poslovnega izida podjetja BTC od leta 2001 do leta 2003, in leta 2014 in 2015

Kategorije	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
Poslovni prihodki	129.016.779	117.149.011	134.495.055	147.942.489	143.780.137	60.866.631	60.773.538
Čisti prihodki od prodaje	106.971.653	107.299.270	126.021.153	130.266.909	142.737.949	59.200.231	59.863.450
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	0	0	0	0	0	0	0
Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0	0	0	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki (skupaj s subvencijami, dotacijami itd.)	22.045.126	9.849.741	8.473.903	17.675.580	1.042.188	1.666.400	910.088
Kosmati donos od poslovanja	129.016.779	117.149.011	134.495.055	147.942.489	143.780.137	60.866.631	60.773.538
Poslovni odhodki	99.154.131	82.157.419	95.035.987	94.438.892	96.431.314	52.771.391	52.810.576
Stroški blaga, materiala in storitev	39.773.544	39.309.560	47.283.104	44.607.503	48.206.535	33.143.213	33.312.594
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	2.241.827.658	2.799.817.330	3.212.105.658	2.941.574.862	163.913.370	6.047.236	5.948.143
Stroški storitev	146.170.702	168.446.545	198.752.295	206.914.538	151.222.667	27.095.977	27.364.451
Stroški dela	26.800.284	27.464.205	27.550.872	28.630.016	30.470.093	10.205.324	9.866.559
Odpisi vrednosti	12.044.992	13.334.147	16.483.467	19.713.224	16.144.992	8.680.137	8.762.545
Amortizacija	0	0	0	0	0	8.191.561	8.114.572
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih sredstvih in osnovnih sredstvih	0	0	0	0	0	28.535	190.152
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	1.491.024	2.067.092	2.723.089	2.121.403	1.601.072	460.041	457.821

se nadaljuje

Tabela 2: Izkazi poslovnega izida podjetja BTC od leta 2001 do leta 2003, in leta 2014 in 2015 (nad.)

Kategorije	Leto 1999	Leto 2000	Leto 2001	Leto 2002	Leto 2003	Leto 2014	Leto 2015
Drugi poslovni odhodki	20.535.311	2.049.508	3.718.544	1.488.149	1.609.694	742.717	868.878
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	29.862.648	34.991.592	39.459.068	53.503.597	47.348.823	8.095.240	7.962.962
Finančni prihodki	7.986.121	7.540.477	8.266.312	5.757.649	3.708.588	401.659	414.057
Finančni odhodki	12.720.460	17.924.821	27.998.256	43.281.155	31.934.756	2.336.084	1.984.246
Drugi prihodki	0	0	0	171.390	901.085	183.071	173.364
Drugi odhodki	0	0	0	2.675.697	2.504.386	345.758	325.739
Celotni prihodki	137.002.900	124.689.488	142.761.367	153.871.528	148.389.810	61.451.361	61.360.959
Celotni odhodki	111.874.591	100.082.240	123.034.243	140.395.744	130.870.456	55.453.233	55.120.561
Celotni poslovni izid	25.128.309	24.607.248	19.727.124	13.475.785	17.519.354	5.998.128	6.240.398
Davek iz dobička	1.615.569	5.780	498.535	34.084	101.289	829.182	1.039.117
Odloženi davki	0	0	0	0	0	-140.503	-10.572
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	23.512.740	24.601.469	19.228.589	13.441.700	17.418.065	5.309.449	5.211.853

Vir: BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2000; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2002; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2003; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2014; BTC, d. d., Letno poročilo podjetja BTC, d. d., 2015; Gvin, 2016.

PRILOGA 3: Bilance stanja podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter za leti 2013 in 2014

Tabela 3: Bilance stanja podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009, in za leti 2013 in 2014

Kategorije	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
SREDSTVA	578.431.371	742.809.005	912.187.000	932.876.000	824.567.000	429.344.000	210.139.000
A. Dolgoročna sredstva	276.860.456	319.811.116	441.383.000	579.303.000	552.701.000	340.495.000	145.243.000
I. Dolgoročne aktivne časovne razmejitev	0	0	0	0	0	0	0
II. Neopredmetena sredstva	606.802	697.225	981.000	1.562.000	1.280.000	255.000	80.000
<i>Dolgoročne premoženjske pravice – popravek kapitala</i>	0	0	0	0	0	0	0
<i>Neopredmetena sredstva</i>	0	0	0	0	0	0	0
III. Opredmetena osnovna sredstva	146.085.662	162.775.087	166.784.000	159.994.000	210.609.000	152.314.000	106.803.000
<i>Zemljišča in zgradbe</i>	102.302.572	121.062.581	120.399.000	125.144.000	173.031.000	92.934.000	70.979.000
<i>Oprema in druga opredmetena osnovna sredstva</i>	43.783.090	41.712.506	46.385.000	34.850.000	37.578.000	59.380.000	35.824.000
IV. Naložbene nepremičnine	19.542.278	13.669.880	15.849.000	16.822.000	16.646.000	58.955.000	29.795.000
V. Dolgoročne finančne naložbe	105.224.459	136.892.238	253.031.000	395.694.000	320.348.000	128.832.000	8.481.000
VI. Dolgoročne poslovne terjatve	1.334.017	1.125.693	848.000	506.000	75.000	394.000	164.000
VII. Odložene terjatve za davek	4.067.238	4.650.993	3.890.000	4.725.000	3.743.000	0	0
B. Kratkoročna sredstva	301.570.915	422.997.889	470.804.000	353.573.000	271.866.000	88.849.000	64.896.000
I. Sredstva (skupna za odtujitev) za prodajo	0	0	0	0	0	0	2.900.000
II. Zaloge	90.545.965	112.136.676	123.965.000	73.315.000	62.717.000	39.524.000	35.301.000
III. Kratkoročne finančne naložbe	21.422.365	68.347.968	82.105.000	108.139.000	59.913.000	6.142.000	142.000
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	186.928.327	240.323.807	263.992.000	171.760.000	148.904.000	40.420.000	18.310.000
V. Denarna sredstva	2.674.258	2.189.438	742.000	359.000	332.000	2.763.000	8.243.000
C. Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	0	0	0	0	0	0	0
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	578.431.374	742.809.004	912.187.000	932.876.000	824.567.000	429.599.000	193.009.200
A. Kapital	184.296.590	212.658.028	332.463.000	336.687.000	122.873.000	-39.391.000	-253.158.800
I. Vpoklicani kapital	50.697.358	54.773.201	54.773.000	54.773.000	54.773.000	3.066.000	3.801.000

se nadaljuje

Tabela 3: Bilance stanja podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009, in za leti 2013 in 2014 (nad.)

Kategorije	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
II. Kapitalske rezerve	66.004.710	76.701.377	153.019.000	76.701.000	0	0	0
III. Rezerve iz dobička	14.898.963	14.894.959	14.896.000	14.895.000	1.031.000	-42.457.000	0
IV. Preneseni čisti poslovni izid	30.450.989	32.408.509	0	104.238.000	0	0	-258.872.000
V. Čisti poslovni izid poslovnega leta	6.144.036	12.756.059	0	0	0	0	0
VI. Presežek iz prevrednotenja	16.100.534	21.123.923	109.775.000	86.080.000	67.069.000	0	1.912.200
B. Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitev	7.772.770	9.480.621	9.027.000	9.845.000	7.908.000	11.205.000	45.861.000
C. Dolgoročne obveznosti	76.034.810	96.952.399	117.074.000	138.159.000	130.703.000	282.208.000	260.655.000
I. Dolgoročne finančne obveznosti	65.236.122	86.538.983	97.682.000	114.549.000	96.848.000	258.509.000	247.934.000
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	3.234.374	2.994.892	2.743.000	10.916.000	19.196.000	23.699.000	12.721.000
III. Odložene obveznosti za davek	7.564.314	7.418.524	16.649.000	12.694.000	14.659.000	0	0
Č. Kratkoročne obveznosti	310.327.204	423.717.956	451.026.000	443.036.000	563.083.000	175.135.000	139.238.000
I. Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0	0	0	0	0	0
II. Kratkoročne finančne obveznosti	140.074.190	214.636.117	259.483.000	269.262.000	0	117.082.000	59.328.000
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	170.253.014	209.081.839	191.543.000	173.774.000	563.083.000	58.053.000	79.910.000
D. Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	0	0	2.597.000	5.149.000	0	442.000	414.000

Vir: Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2005; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2006; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2007; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2008; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2009; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2012; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2013; Gvin, 2016.

PRILOGA 4: Izkazi poslovnega izida podjetja Merkur od leta 2005 do leta 2009 ter za leti 2013 in 2014

Tabela 4: Izkazi poslovnega izida Merkur od leta 2005 do leta 2009, leta 2013 in 2014

Kategorije	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
Poslovni prihodki	649.406.461	802.846.316	917.931.000	859.488.000	504.686.000	250.106.000	228.862.000
Čisti prihodki od prodaje	641.889.999	798.669.206	913.650.000	851.658.000	503.147.000	242.843.000	221.014.000
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	0	0	0	0	0	0	0
Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0	0	0	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki (skupaj s subvencijami, dotacijami,...)	7.516.462	4.177.110	4.281.000	7.830.000	1.539.000	7.263.000	7.848.000
Kosmati donos od poslovanja	649.406.461	802.846.316	917.931.000	859.488.000	504.686.000	250.106.000	228.862.000
Poslovni odhodki	635.610.552	782.225.455	898.676.000	829.132.000	491.237.000	248.822.000	301.200.000
Stroški blaga, materiala in storitev	572.259.927	711.314.755	817.378.000	754.504.000	429.041.000	429.041.000	429.041.000
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	2.441.824	2.307.010	2.722.955	2.577.794	2.881.197	181.296.000	164.666.000
Stroški storitev	7.089.507	7.113.133	8.607.968	8.111.948	8.671.017	21.907.000	22.323.000
Stroški dela	46.287.559	54.886.230	64.780.000	63.951.000	50.854.000	33.936.000	32.384.000
Odpisi vrednosti	14.720.221	9.516.559	8.474.000	8.596.000	8.822.000	9.508.000	6.379.000
Amortizacija	7.899.352	7.929.139	8.474.000	8.596.000	8.822.000	6.952.000	6.379.000
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih sredstvih in osnovnih sredstvih	472.968	0	0	0	0	0	0
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	6.347.901	1.587.420	652.561	508.373	383.681	2.556.000	0
Drugi poslovni odhodki	2.342.845	6.507.911	8.044.000	2.081.000	2.520.000	2.175.000	75.448.000
Poslovni izid iz poslovanja	13.795.909	20.620.861	19.255.000	30.356.000	13.449.000	1.284.000	-72.338.000
Finančni prihodki	11.089.045	11.365.527	35.790.000	32.319.000	28.972.000	1.736.000	2.615.000
Finančni odhodki	10.786.398	16.014.997	20.873.000	28.199.000	178.769.000	48.542.000	106.334.000
Drugi prihodki	0	0	0	0	0	7.055.000	62.769.000
Drugi odhodki	0	0	0	3.201.000	1.878.000	1.704.000	39.292.000
Celotni prihodki	660.495.506	814.211.843	953.721.000	891.807.000	533.658.000	258.897.000	294.246.000

se nadaljuje

*Tabela 4: Izkazi poslovnega izida Merkur od leta 2005 do leta 2009, in leta 2013 in 2014
(nad.)*

Kategorije	Leto 2005	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2012	Leto 2013
Celotni odhodki	646.396.950	798.240.452	919.549.000	860.532.000	671.884.000	299.068.000	446.826.000
Celotni poslovni izid	14.098.556	15.971.391	34.172.000	31.275.000	-138.226.000	-40.171.000	-152.580.000
Davek iz dobička	3.511.911	3.213.271	3.562.000	4.800.000	1.719.000	0	0
Odloženi davki	-1.018.313		0	0	0	0	0
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	11.604.958	12.758.120	30.610.000	26.475.000	-139.945.000	-40.171.000	-152.580.000

Vir: Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2005; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2006; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2007; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2008; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2009; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2012; Merkur, d. d., Letno poročilo podjetja Merkur, d. d., 2013; Gvin, 2016.