

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**SODOBNI FINANČNI MODELI ZA VREDNOTENJE
PODJETIJ – PRIMER PODJETJA HIT**

Ljubljana, september 2002

Valter Nemec

1	UVOD	1
1.1	PODROČJE PROUČEVANJA	1
1.2	NAMEN	2
1.3	CILJI	2
1.4	METODE DELA	2
2	USPEŠNOST POSLOVANJA PODJETJA	4
2.1	OBSTOJ IN CILJ POSLOVANJA PODJETJA	5
2.1.1	Neoklasična teorija podjetja	5
2.1.2	Teorija transakcijskih stroškov	7
2.1.3	Teorija agenta in principala	8
2.1.4	Cilj poslovanja podjetja	10
2.1.5	Temeljna mera uspešnosti	11
2.2	SODILA OZIROMA MODELI USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETIJ	12
2.2.1	Tradicionalni koncepti uspešnosti poslovanja podjetij	12
2.2.1.1	Dobiček na delnico - EPS	13
2.2.1.2	Dobičkonosnost navadnega kapitala - ROE	14
2.2.1.3	Dobičkonosnost sredstev – ROA	15
2.2.1.4	Dobičkonosnost investicij – ROI	16
2.2.2	Sodobni finančni koncepti uspešnosti poslovanja podjetij	17
2.2.3	Nefinančni koncepti uspešnosti poslovanja podjetij	19
2.3	OBLIKOVANJE INFORMACIJ O DOSEGANJU CILJA POSLOVANJA	21
3	SODOBNI MODELI USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETIJ	22
3.1	VREDNOST PODJETJA	22
3.2	MODEL DCF	23
3.2.1	Denarni tok v podjetje	24
3.2.2	ROIC kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja	26
3.2.3	Diskontni faktor	27
3.2.4	Ocenjevanje končne vrednosti	29
3.2.5	Vrednost podjetja z modelom DCF	31
3.3	MODEL EVA	35
3.3.1	Poslovni stroški, katerih namen je ustvarjati koristi v prihodnosti	36
3.3.2	Vrednosti podjetja z modelom EVA	37
3.3.3	EVA in vrednost podjetja – potencialni konflikti	39
3.3.4	EVA kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja	40
3.4	MODEL CFROI	41
3.4.1	Vrednost podjetja z modelom CFROI	45
3.4.2	CFROI in vrednost podjetja – potencialni konflikti	47
3.4.3	CFROI kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja	48
4	VLOGA KONTROLINGA PRI DOSEGANJU TEMELJNEGA CILJA POSLOVANJA	48
4.1	MENEDŽMENT IN KONTROLING	48
4.2	VBM KONCEPT KOT INSTRUMENT DELOVANJA KONTROLINGA	50
4.2.1	Proces oblikovanja strategije	52
4.2.2	Pretvorba strategije v cilje	53
4.2.3	Planiranje aktivnosti – usklajevanje strateških planov z operativnimi	54
4.2.4	Sistem nagrajevanja	55

4.3	VREDNOSTNO USMERJENO VODENJE PODJETJA	56
4.3.1	Maksimizacija prostega denarnega toka iz tekočega poslovanja.....	57
4.3.2	Povečanje pričakovane rasti.....	58
4.3.3	Podaljševanje obdobja visoke rasti	59
4.3.4	Zmanjšanje stroška kapitala.....	61
5	SODOBNI MODELI USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETIJ-PRIMER PODJETJA HIT.....	62
5.1	PREDSTAVITEV PODJETJA HIT	62
5.2	MODEL DCF NA PRIMERU PODJETJA HIT.....	66
5.2.1	Analiza preteklega in tekočega poslovanja.....	66
5.2.2	Strateška perspektiva podjetja HIT d.d.	71
5.2.3	Razvoj scenarijev	72
5.2.4	Napoved izkaza uspeha in bilance stanja.....	73
5.2.5	Izračun stroška kapitala WACC.....	76
5.2.6	Ocena končne vrednosti	78
5.2.7	Vrednost podjetja z DCF modelom	79
5.2.8	ROIC sodilo uspešnosti poslovanja podjetja	80
5.3	MODEL EVA NA PRIMERU PODJETJA HIT	81
5.3.1	Vrednost podjetja z modelom EVA.....	81
5.3.2	EVA kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja.....	83
5.3.3	Obravnavanje promocije podjetja kot investicijo	83
5.4	MODEL CFROI NA PRIMERU PODJETJA HIT	85
5.4.1	CFROI kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja	85
5.4.2	Vrednost podjetja z modelom CFROI	87
5.5	PRIMERJAVA VBM SODIL USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETJA NA PRIMERU PODJETJA HIT	89
5.6	MOŽNOST IN KORISTI UVEDBE SODOBNIH MODELOV USPEŠNOSTI V PODJETJE HIT	91
6	SKLEP	95
7	LITERATURA.....	98
8	VIRI.....	101

1 Uvod

1.1 Področje proučevanja

Uspešno poslovanje podjetja je možno samo z uspešnim vodenjem, to pa je mogoče samo, če imamo opredeljene mere uspešnosti poslovanja podjetja. Kot odgovor na ostre zahteve kapitalskih trgov so bili v zadnjem času v razvitih tržnih gospodarstvih razviti sodobni finančni koncepti merjenja uspešnosti poslovanja podjetja, ki temeljijo na vrednosti oziroma večanju vrednosti podjetja. Menedžmentu omogočajo pridobiti tiste informacije, ki so potrebne, da lahko podjetje vodi tako, da maksimira njegovo tržno vrednost.

Vrednost podjetja je določena z diskontiranimi pričakovanimi denarnimi tokovi v podjetje, ustvarja pa se samo tedaj, ko so donosi na investiran kapital večji, kot so bili stroški pridobivanja kapitala. Spoznanje, kako trg kapitala vrednoti podjetje, je samo prvi korak k povečevanju vrednosti podjetja in vrednosti za lastnika. Bistvena korist sodobnih finančnih konceptov je, da omogočajo vodenje podjetja tako, da se njegova vrednost povečuje in nadomešča tradicionalno računovodsko presojanje uspešnosti poslovanja podjetja. Najpopularnejši so sledeči sodobni finančni koncepti:

- model diskontiranja denarnih tokov – DCF (Discounted Cash Flow),
- model ekonomske dodane vrednosti – EVA (Economic Value Added),
- denarni tok iz naložb – CFROI (Cash Flow Return On Investments).

V razvitih tržnih gospodarstvih omenjene finančne koncepte uporablja vse več podjetij, in sicer na vseh ravneh odločanja, od najvišjega do najnižje ravni vodenja. Z aplikacijo koncepta vrednosti se osredotočajo na to, kako podjetje uporablja investirani kapital tako za najpomembnejše strateške kot za vsakodnevne operativne odločitve. V podjetju omogočajo izboljšave sistema odločanja na vseh ravneh. Vsem, ki v podjetju sprejemajo odločitve, dajejo informacije in spodbude k sprejemanju odločitev, ki prispevajo k večanju vrednosti podjetja. Na najvišjih ravneh upravljanja podjetja omogočajo vrednotenje različnih strateških usmeritev, na najnižjih pa omogočajo, skladno s sprejeto strategijo podjetja, postavitev operativnih ciljev in sodil za doseganje teh ciljev.

V slovenskem prostoru so se s prehodom v tržno gospodarstvo izoblikovale možnosti in potrebe za uporabo sodobnih konceptov merjenja uspešnosti poslovanja podjetij. Glede na posebnosti postranzicijskega obdobja (neustrezna lastniška struktura podjetij, razmere 'employeeisma' v naših podjetjih, neučinkovit trg kapitala ...) pa se poraja vprašanje njihove uporabnosti oziroma primernosti za naša podjetja. Kljub temu nekatera večja slovenska podjetja že nekaj časa ugotavljajo, kakšen donos pričakujejo investitorji, in razmišljajo o merjenju uspešnosti poslovanja z ekonomskimi kategorijami. Precejšnjo težavo pri tem predstavlja določitev stroškov kapitala v razmerah nerazvitega trga kapitala. To je tudi eden od vzrokov, da naša podjetja

zaostajajo pri celovitem uvajanju konceptov vrednosti na vseh ravneh odločanja v podjetju, tako strateškem kot operativnem. V zahodnih tržnih gospodarstvih običajno prevzamejo nalogo uvajanja teh konceptov svetovalna podjetja; med najbolj znane sodijo: Stern Stewart & Co., HOLT Value Associates in McKinsey & Co.

Bistvo proučevanja magistrskega dela bo presojanje uspešnosti poslovanja podjetja skozi prizmo sodobnih finančnih konceptov, ki temeljijo na vrednosti podjetja.

1.2 Namen

Namen magistrskega dela je s pomočjo tuje in domače literature proučiti sodobne finančne koncepte uspešnosti poslovanja podjetja, jih primerjati s tradicionalnimi v vlogi orodja za poslovno odločanje in podati osnovna izhodišča za njihovo uporabo v podjetju HIT. Vodstvu podjetja HIT želimo prikazati, kako lahko z njihovo uporabo povečajo uspešnost poslovanja podjetja HIT in s tem tudi njegovo vrednost.

1.3 Cilji

Cilj magistrskega dela je prikazati vrednotenje podjetja HIT na osnovi treh sodobnih finančnih konceptov: DCF (Discounted Cash Flow), modela ekonomske dodane vrednosti (EVA – Economic Value Added) in modela denarnega toka iz naložb (CFROI – Cash Flow Return on Investments). Na podlagi ugotovitev in rezultatov vrednotenja bomo predlagali uporabo modela, ki bo po naši presoji najprimernejši, tako v vlogi orodja za samo vrednotenje kot v vlogi sodila uspešnosti poslovanja podjetja.

Poleg tega je cilj analizirati koristi uvedbe sodobnih finančnih konceptov pri delovanju kontrolinga v podjetju HIT z vidika doseganja temeljnega cilja poslovanja. Poudarek bo na strateških nalogah oziroma vrednotenju strategij podjetja.

1.4 Metode dela

Magistrsko delo se bo opiralo na dostopno tujo in domačo literaturo ter ostale dostopne vire, ki teoretično in praktično obravnavajo tematiko merjenja uspešnosti poslovanja podjetij na podlagi sodobnih finančnih konceptov. V delu želimo preveriti primernost oziroma uporabnost sodobnih finančnih konceptov na primeru konkretnega slovenskega podjetja, zato bomo teoretična spoznanja praktično uporabili pri vrednotenju strategije podjetja HIT. Vrednotenje strategije podjetja bo temeljilo na podlagi ene izmed možnosti razvoja podjetja HIT, ki je bila izdelana v podjetju in nosi delovni naslov »Projekcija HIT-a 2001 – 2011«.

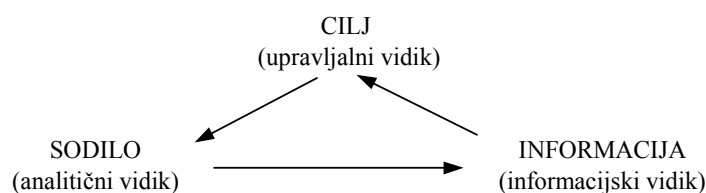
Osnovno vodilo pri izdelavi magistrskega dela bo prikaz sodobnih finančnih modelov za vrednotenje podjetij kot orodja za poslovno odločanje, še posebej v odnosu do tradicionalnih pristopov merjenja uspešnosti poslovanja podjetja. Posebno pozornost bomo namenil njihovim omejitvam in pomanjkljivostim pri njihovi uporabi.

2 Uspešnost poslovanja podjetja

Obstajajo različni pristopi oziroma kriteriji presojanja uspešnosti poslovanja podjetja. Če podjetje pojmuje kot input/output, sistem imamo na voljo **tri možne pristope**: sistemski ali vhodni, notranji ali procesni ter ciljni ali izhodni pristop. Uspešnost poslovanja takšnega vidika pojmovanja podjetja zavisi, na vhodni strani od njegovih stikov z okoljem in okolja samega, od procesa pretvarjanja poslovnih prvin in od stikov podjetja z okoljem, na izhodni strani pa od okolja samega. Mi se bomo naslonili na **ciljni pristop**, ki poskuša ugotoviti, kakšen je uspeh poslovanja podjetja v primerjavi s cilji, ki jih podjetje zasleduje.

Uspešnost poslovanja podjetja je odvisna od stopnje doseganja cilja, ki mora odražati dolgoročna pričakovanja vseh, ki so povezani s poslovanjem podjetja. Pomembno je, da je cilj poslovanja merljiv, saj le merljiv cilj omogoča oblikovanje ustreznih informacij za poslovno odločanje. Bergant (1998, str. 88 – 89) opozarja na problem trodimenzionalnosti cilja, ki ga prikazujemo na sliki 1.

Slika 1: Trodimenzionalnost cilja



Vir: Bergant, 1998, str.88

Naloga **upravljanja je postavitve ciljev poslovanja**, njihova uresničitev pa je naloga menedžmenta. Od upravljanja postavljeni cilji predstavljajo ali pa zahtevajo **ustrezno sodilo za presojanje doseganja cilja** in hkrati tudi uspešnost menedžmenta pri vodenju poslovanja podjetja. Po drugi strani pa so za oblikovanje in izvajanje strategije podjetja, za doseganje cilja menedžmentu potrebne **informacije, ki kažejo oziroma pojasnjujejo odmike od načrtanega cilja**.

Na cilj poslovanja podjetja lahko torej gledamo iz opisanih treh vidikov, ki so med seboj tesno povezani. Za proučevanje obnašanja podjetja so bili razviti številni modeli, ki so osnova za oblikovanje ustreznih sodil in informacij za upravljanje podjetij. Vsak postavljen cilj je načeloma tudi sodilo o njegovem doseganju, kar pa v celoti velja za tehnične sisteme ter deloma enostavne, determinirane sisteme, medtem ko je pri organizacijskih sistemih ta povezava manj neposredna (Bergant, 1998, str. 89). Oblikovanje informacij je odvisno od izbranega sodila uspešnosti poslovanja podjetja, ki ga je sicer potrebno analizirati z vidika vplivov na njeno gibanje. V nadaljevanju bomo zato najprej opisali, kako ekonomska teorija obravnava cilje poslovanja

podjetja, zatem bomo opisali sodila za presojanje uspešnosti poslovanja podjetja in oblikovanje informacij za poslovno odločanje.

2.1 Obstoje in cilj poslovanja podjetja

Ekonomski teorija zelo različno obravnava cilje poslovanja podjetja, in sicer glede na to, kakšen je odgovor na vprašanje, kaj sploh je podjetje in kako je organizirano. Prašnikar in Debeljak (1998, str. 239) omenjata dve skrajni možnosti organiziranosti podjetja. Prva možnost predpostavlja, da se vsa proizvodnja in usklajevanje s potrošniki odvijata v okviru podjetij. Podjetja si v tej skrajnosti lahko zamislimo sestavljena iz popolnoma specializiranih posameznikov, njihove transakcije pa se usklajujejo preko trga. Tržne cene proizvodov in storitev služijo za sprejemanje nakupnih odločitev potrošnikov, medtem ko proizvajalcem služijo za sprejemanje proizvodnih odločitev. Druga skrajna možnost organiziranosti podjetja predpostavlja, da se celotna gospodarska dejavnost odvija znotraj enega podjetja. Pri tej možnosti odpade potreba po tržnem usklajevanju. Ti dve obliki sta skrajnosti, realnost oziroma praksa pa je nekje med njima.

Danes je eno od osrednjih vprašanj v ekonomski literaturi, kako verodostojno opisati obnašanje podjetij v tržnem gospodarstvu. V zadnjem obdobju prevladujejo v ekonomski teoriji tri teorije obnašanja podjetij:

- neoklasična,
- teorija transakcijskih stroškov in
- agencijska teorija podjetja.

2.1.1 Neoklasična teorija podjetja

Temeljne predpostavke neoklasične teorije so, da na trgu nastopa množica potrošnikov in proizvajalcev, ki se obnašajo sebično in maksimizirajo svoje koristi. Potrošniki uporabljajo dobrine, ki jih posedujejo za zadovoljevanje svojih potreb in za menjavo na trgu za druge dobrine. Med dobrinami, ki jih zamenjujejo na trgu, je tudi delo, ki je vir zaslužka potrošnikov. Podjetja imajo po drugi strani na voljo različne proizvodne možnosti in lahko proizvajajo različne proizvode, vsakega na svoj način in z uporabo različnih proizvodnih dejavnikov. Podjetja so po neoklasični teoriji produkcijske funkcije, ki se odzivajo na spremembe cen proizvodov in proizvodnih dejavnikov. V resnici bi na produkcijsko funkcijo morali gledati širše, ne samo skozi zorni kot pretvorbe vložkov v rezultat, ampak tudi kot prenose lastniških pravic med lastniki vložkov in kupci rezultatov in stroški, ki so povezani s temi prenosi - transakcijski stroški (Borak, 1998, str. 200). Cene so potrošnikom in ponudnikom dane in določene s konkurenčnim ravnotežjem, ki se vzpostavi na trgu.

Po neoklasični razlagi je podjetje torej 'črna škatla', ki kombinira proizvodne dejavnike zato, da proizvaja dobrine in jih prodaja na trgu, pri čemer so cene proizvodov na trgu dane s preferencami potrošnikov in nanje nima vpliva. Pri tem je dogajanje znotraj podjetja ne zanima. Potrošniki pri odločitvah o potrošnji maksimirajo svoje koristi, medtem ko podjetja pri odločitvah o proizvodnji **maksimirajo dobiček**. V bistvu neoklasična razlaga predpostavlja neko nedoločeno idealno lastniško sestavo, ki omogoča podjetjem veliko ali celo neskončno mnogo možnih izbir pogodbenih odnosov oziroma organizacije (Borak, 1998, str.200).

Sodobno gledanje poudarja cilj **maksimiranje vrednosti podjetja**, ki pa je izpeljava maksimiranja dobička podjetja kot cilja podjetja po neoklasični razlagi podjetja. Vrednost podjetja v resnici ni nič drugega kot sedanja vrednost bodočih dobičkov podjetja, opozarja pa na dejstvo, da ni vseeno, kateri dobiček maksimiramo. Maksimiranje dobička namreč ne odgovarja na vprašanje, kateri dobiček je potrebno maksimirati. Maksimiranje dobička v tekočem obdobju na račun manjšega dobička v prihodnjem obdobju ni nujna racionalna odločitev, zato je pomembno, da pod pojmom maksimiranja dobička upoštevamo tako kratkoročno kot dolgoročno perspektivo maksimiranja dobička.

Pri zasledovanju cilja poslovanja podjetja kombinirajo proizvodne dejavnike in tudi večajo proizvodne zmogljivosti. Obseg poslovanja prilagajajo tržnim potrebam in izgleda, kot da bi samo trg predstavljal zgornjo mejo **rasti podjetij**. Vendar pa ekonomska teorija trdi, da podjetje ne dosega vedno tistega obsega velikosti, ki mu ga dopušča trg, ampak dosega **optimalno velikost**. Rast podjetja je namreč tisto spreminjanje velikosti podjetja, ki vodi k maksimizaciji dobička podjetja in je smiselna tedaj, kadar je njegova velikost manjša od optimalne, to je tiste velikosti, pri kateri lastniki zaslužijo maksimalen dobiček (Tajnikar, 2000, str. 19). Rast podjetja lahko pomeni tudi manjšanje velikosti podjetja, če to vodi k večanju dobička in s tem vrednosti podjetja.

Predpostavka o maksimizaciji dobička oziroma vrednosti podjetja predpostavlja eksplicitno **racionalno obnašanje lastnikov** podjetja. Menedžerji so prisotni samo kot njihovi agenti, zaposlenim pa je dana le funkcija ponudbe dela. Predpostavka racionalnega obnašanja lastnikov, na kateri temelji model maksimiranja dobička podjetja, je spodbudila vrsto ugovorov. Najpogostejši izmed njih je, da cilj menedžerjev pri njihovem delovanju v resnici ni maksimalen dobiček. Obstaja tudi vrsta resnih dilem glede ustreznosti neoklasične razlage. Kvalitativna analiza in empirične raziskave so namreč opozorile na resne probleme v zvezi s temeljnimi predpostavkami neoklasične razlage podjetja (učinkovitost trga kapitala, racionalno obnašanje ekonomskih subjektov, oblikovanje zahtevanega donosa naložb in cilj poslovanja podjetja) (Mramor, 2000a, str. 2). Prašnikar in Debeljak (1998, str. 279) navajata pet razlogov, zakaj maksimiranje dobička ni cilj menedžerjev :

- niso omejeni z zunanjimi dejavniki v tolikšni meri, da bi morali maksimirati dobiček podjetja, podjetja pa se s strateškim delovanjem utegnejo odmakniti od cilja maksimalnega dobička;
- ne poznajo in tudi ne morejo ugotoviti pričakovanih vrednosti mejnega dohodka in mejnih stroškov;
- imajo lahko lastne cilje, ki se ne ujemajo s ciljem maksimalnega dobička podjetja in
- praksa naj bi dokazovala, da nekateri sklepi, ki sledijo iz primerjalno-statične analize, ne veljajo.

Zaradi omejene racionalnosti menedžerjev je Simon namesto koncepta maksimalnega dobička vpeljal koncept *zadovoljive višine dobička*. Naslednji korak stran od preprostega modela maksimiranja dobička naredita Cyert in March, ki predstavita podjetje kot zvezo interesnih skupin (menedžerjev, zaposlenih, lastnikov in kupcev) z različnimi cilji, ki so pripravljene sprejeti zanje neoptimalne cilje, če dosežejo koristi, večje od tistih, ki bi jih dosegali, če bi delovali zunaj podjetja (Prašnikar, Debeljak, 1998, str. 290). Cilji poslovanja se pri takšnem pojmovanju podjetja oblikujejo s pogajanjem med partnerji. Bolj ali manj neodvisne zahteve partnerjev v pogajanjih pa so tiste, ki oblikujejo in določajo cilje podjetja. Na same izide pogajanj in s tem oblikovanje ciljev vplivajo dejavniki, kot je pogajalska moč, obseg resursov, ki so na razpolago v podjetju za uravnoteženje interesov, pretekle izkušnje partnerjev itd.. Ciljev je torej več in se na dolgi rok spreminjajo v skladu z rezultati pogajanj. Takšen razvoj pogledov je bil temelj za teorijo transakcijskih stroškov in agencijsko teorijo podjetja.

2.1.2 Teorija transakcijskih stroškov

Alternativa neoklasični teoriji podjetja je teorija *transakcijskih stroškov*, ki je utemeljena na Coasovem teoremu. Temeljna iztočnica teorije transakcijskih stroškov je v spoznanju, da pri lokaciji proizvodnih dejavnikov in vodenju poslovnih transakcij *podjetje ni nič drugega kot alternativa tržnemu mehanizmu*. Med podjetjem in tržnim mehanizmom je razlika pač v tem, da na trgu cene izvajajo tržno lokacijo, znotraj podjetja pa zaposleni v podjetju izvajajo administrativno ali poslovodstveno funkcijo (Tajnikar, 2000, str. 34).

Vodenje podjetja in tržna alokacija povzročata stroške vsem, ki so povezani s poslovanjem podjetja, tako tistim znotraj podjetja kot tistim na trgu. Temelj za obstoj podjetja je, po tej teoriji, različna velikost stroškov, ki nastanejo na trgu, od stroškov, ki nastajajo znotraj podjetja. Podjetje raste tako dolgo, dokler stroški notranjih transakcij ne presežejo stroškov, pri katerih bi se iste transakcije izvajale na trgu. Posamezniki ali skupine posameznikov pri tem maksimirajo skupno vrednost s tem, ko se pogajajo do točke, ko ni mogoče več povečati skupnih koristi, in tam sklenejo pogodbo. Od velikosti nastalih transakcijskih stroškov je odvisno, kje se bodo pogodbe realizirale. Maksimalna skupna vrednost bo realizirana tam, kjer nastajajo manjši

transakcijski stroški, v podjetju ali na trgu. Običajno se omenja tri izvore tržnih stroškov, ki so povezani z (Tajnikar, 2000, str. 34):

- omejeno racionalnostjo,
- asimetrijo informacij in
- oportunističnim obnašanjem.

V primeru **omejene racionalnosti** gre preprosto za to, da je posameznik preobremenjen s količino informacij in na njihovi osnovi ni sposoben sprejemati pravih odločitev. Informacije, ki jih potrebuje, enostavno ne more pridobiti, ne da bi pri tem nastali oportunitetni stroški teh informacij. Zasebna last informacij in njihova **asimetrična porazdelitev** je posledica dejstva, da posamezniki nimajo do njih enakega dostopa. Posledice so premoženjske koristi na račun ostalih in neučinkovita alokacija tako proizvodnih dejavnikov kot tržnih odločitev. Asimetrična porazdelitev informacij povzroča **oportunistično obnašanje**, ki se kaže v tem, da določeni posamezniki pridobivajo prednosti na račun ostalih, ki imajo zato stroške.

Teorija transakcijskih stroškov ni sposobna pojasniti zgornje meje velikosti podjetja saj govori le o tem, da lahko v nekaterih primerih učinkoviteje vodimo poslovne dejavnosti, če se posamezniki organiziramo brez posredovanja tržnih odnosov znotraj podjetja. S tega vidika so odločilni poslovodstveni stroški, ki nastajajo z vodenjem poslovnih dejavnosti znotraj podjetja (Tajnikar, 2000, str. 36).

2.1.3 Teorija agenta in principala

Teorija **agenta in principala** izvira iz ločitve lastništva in nadzora, medtem ko teorija transakcijskih stroškov izvira iz Coasovega teorema, obema pa je skupno to, da sledita modelu diskrecijskega odločanja menedžerjev, ki pomeni odmik od neoklasičnih predpostavk o maksimizaciji dobička in vrednosti za lastnika (Borak, 1998, str.203). Začetnik teorije principala in agenta je Ross (1973), ki je agencijsko razmerje opredelil kot problem, ki nastane med dvema (ali več) stranema, ko ena stran deluje kot zastopnik druge strani (principal) pri določenem odločitvenem problemu. Vendar pa je ta teorija imela to pomanjkljivost, da je bila preveč ozka. Ustrežnejše je razmerje med principalom in agentom kasneje opredelil Arrow (Hrovatin, Bršičič, 1998, str. 29):

- v agencijskem odnosu sta udeležena principal in agent (principalov in agentov je lahko več),
- ena stran (agent) sprejme odločitev, ki prizadene drugo stran (principal),
- odločitev vpliva na koristnost obeh strani,
- principal, če je le mogoče, opazuje rezultate odločitve, ki nakazujejo rezultate agentovih odločitev in

- prisotna je asimetričnost informacij in negotovost.

Osrednji problem agencijske teorije podjetja je agencijsko razmerje, ki nastopi takrat, ko je blaginja ene stranke odvisna od dejanj druge stranke, ki jo agentova dejanja lahko prizadenejo. Razlog za agencijsko razmerje je v tem, da principal in agent ne zasledujeta istih ciljev, principal pri tem poskuša spodbuditi agenta, da bo ravnal v skladu z njegovimi interesi, vendar pri tem ne poseduje vseh informacij o obnašanju agenta. Osrednji predmet proučevanja teorije principala in agenta je problem asimetrije informacij in spodbud oziroma pogodbe, ki naj jo skleneta principal in agent, če se njuni cilji razlikujejo. Zelo pomembno vlogo igrajo spodbude, ki naj pogodbene stranke vključijo v pogodbo, da bo agent deloval v interesu principala.

Primerov agencijskih razmerij je v praksi veliko, vendar je pri proučevanju podjetja najpomembnejše agencijsko razmerje med lastniki in menedžmentom podjetja, ki ga v literaturi zasledimo kot **problem vladanja v podjetju** (corporate governance). Problem vladanja v slovenskih podjetjih je sicer potrebno razširiti še na interesno skupino zaposlenih v podjetju, ki ima še vedno precejšnjo pogajalsko moč v razmerju do ostalih interesnih skupin. Razloge za takšne razmere v slovenskih podjetjih lahko iščemo v, še ne povsem dokončanem, prehodu iz prejšnjega sistema samoupravljanja in družbene lastnine. Vladanje je v slovenskih podjetjih zaradi tega dejstva dodatno oteženo. Mramor (2001, str. 398) na predpostavki, da zaposleni in ne lastniki ali menedžment vladajo podjetju, teoretično utemelji obnašanja takšnega podjetja, ki ga imenuje **delavsko podjetje**. Razlaga predpostavlja, da je cilj zaposlenih predvsem maksimiranje plač.

Menedžerji utegnejo notranje informacije izkoristiti v svojo korist in delovati v nasprotju s cilji lastnikov po maksimiranju vrednosti podjetja. Po Mramorju (2001a, str. 2) se problem agencijskega razmerja nanaša na drugačne cilje menedžmenta (agenta) od ciljev lastnikov (principala), ki ga razvita tržna gospodarstva rešujejo z različnimi mehanizmi, tako da cilje menedžmenta približajo ciljem lastnikov s čim nižjimi stroški za lastnike. Menedžerji namreč sledijo predvsem svojim ciljem v zvezi s poslovanjem podjetja, zato naj bi bil možen cilj poslovanja sodobnega podjetja predvsem cilj menedžerjev in strokovnjakov v podjetju, katerih cilj je sicer maksimiranje verjetnosti dolgoročnega preživetja (Mramor, 2001a, str.2). Cilj dolgoročnega preživetja vključuje kvalitativno opredeljeno 'dobro poslovanje podjetja', notranji mir v podjetju, visoke plače menedžerjev in druge ugodnosti, ki so jih deležni menedžerji (Jaklič et al., 2002, str.3). Podobno kot smo opredelili obnašanje delavskega podjetja, lahko v tem primeru opredelimo **menedžersko podjetje** kot podjetje, kjer je cilj dolgoročno preživetje podjetja.

Menedžerji razpolagajo tudi z največ informacijami o poslovanju podjetja, zato obstaja v sodobnih podjetjih tudi precejšen problem informacijske asimetrije in napačne izbire. Agencijska teorija zagovarja tezo, da pogodba med lastniki in menedžmentom, ki upošteva delitev tveganja in ustrezno nagrajevanje menedžmenta, odpravlja problem oportunističnega obnašanja

menedžmenta. Pomembna je delitev tveganja, saj v primeru, da lastniki prevzamejo celotno tveganje, menedžerji ne nudijo ustreznega napora. V interesu lastnikov je torej, da je nagrada menedžmenta¹ podjetja deloma odvisna od vrednosti podjetja in da na tak način menedžerji prevzamejo vsaj del tveganja. Menedžerji so običajno tudi pripravljeni prevzeti del tveganja, če lahko vplivajo na rezultate poslovanja podjetja. Sicer pa je v praksi zelo težko nadzirati delovanja menedžmenta, zato je tudi s tega vidika dobro, da je del nagrade menedžmenta odvisen od doseženih poslovnih rezultatov podjetja. Nagrada menedžmentu, od katere so odvisni njegovi motivi, je pomemben člen v pogodbenem odnosu med lastniki in menedžerji, vendar pri tem obstaja možnost moralnega tveganja, ker menedžer sam poroča o svoji uspešnosti (Giacomelli, 1998a, str. 11). Ne glede na to ***prevladuje mnenje, da sta udeležba menedžmenta v lastništvu podjetja ter nagrajevanje glede na rezultate osnovni obliki pogodbenega razmerja, kar prav gotovo zmanjšuje možnost oportunističnega obnašanja menedžmenta.***

2.1.4 Cilj poslovanja podjetja

V razvitih tržnih gospodarstvih je prevladalo mnenje, da mora biti podlaga za ***poslovno odločanje*** maksimizacija ***vrednosti za lastnika*** (shareholders value) podjetja, ki je povezana z maksimizacijo vrednosti podjetja in ne izključuje dejstva, da je potrebno pri poslovnem odločanju ***upoštevati tudi interese ostalih*** interesnih skupin (stakeholders), ki sodelujejo v poslovanju podjetja. Gledanje, ki ne bi upoštevalo tudi njihovih interesov naj bi bilo namreč preveč kratkovidno. Knight (<http://www.valuebasedmanagement.com>) po drugi strani meni, da so podjetja zaradi tako opredeljenega cilja prepogosto zmedena (zasledovanje preveč različnih ciljev), na koncu je namreč pred podjetjem, katerega lastniki so delničarji, lahko samo en cilj: ***maksimiranje vrednosti podjetja***. To spoznanje je prevladalo verjetno tudi zato, ker naj bi praksa dokazovala, da obstaja minimalen konflikt med učinkovitostjo podjetja in koristmi vseh zainteresiranih skupin v poslovanju podjetja. Dobičkonosna podjetja imajo namreč v večini primerov zadovoljne kupce in lojalne zaposlene, nasprotno pa so z nedonosnimi podjetji nezadovoljni tako kupci kot njihovi zaposleni (Brealey, Mayers, 2000, str. 27). Vendar je mnenj, zakaj je prišlo do takšnega spoznanja, verjetno več, Damodaran (2000, str. 3) postavlja v ospredje dva: frustracije menedžerjev ob neuspešnem izvajanju korporacijskih strategij in deloma tudi njihov interes za povečevanje lastniških deležev v podjetjih, ki jih upravljajo.

¹Pomembno je omeniti, da je problematika plač in nagrajevanja menedžmenta zelo kompleksna in jo moramo obravnavati z različnih vidikov. Z vidika odnosa med principalom in agentom in motiviranosti je res ključno, kako je nagrada menedžmenta povezana z uspešnostjo, vendar pa pri tem ne smemo zanemariti ostalih vidikov te problematike. Mnoge raziskave so pokazale, da imajo velike razlike v plačah med delovnimi mesti negativne posledice za delovno moralo, za organizacijsko klimo, za absenzizem in fluktuacijo. Ugotovljeno je bilo tudi, da je zniževanje razmerja med najvišjo in najnižjo plačo ena izmed najboljših praks ravnanja s človeškimi viri, s pomočjo katerih podjetje lahko izboljša svojo konkurenčnost. Nagrajevanje menedžmenta je zelo pomembno tudi z makroekonomskega vidika, kjer je pomembna predvsem višina nagrade (zaradi pritiskov na inflacijo in demonstracijskih učinkov) (Zupan, 1998, str 190–193).

2.1.5 Temeljna mera uspešnosti

Značilno za povojno obdobje v Sloveniji je, da so ekonomsko misel zaznamovale razprave o merilih in merjenju uspešnosti. To obdobje je močno zaznamoval Lipovec, ki se je v svojih delih ukvarjal predvsem z vprašanjem **temeljne mere uspešnosti**, ki velja za podjetja v določenem družbeno-ekonomskem sistemu (Tekavčič, 1998, str. 81).

Podjetje je po sodobnem pojmovanju ekonomska organizacija, ki usklajuje delovanje različnih **interesnih skupin**, jih povezuje in motivira s tem, da jih združuje v učinkovit organizem. Čeprav lahko z gotovostjo trdimo, da je obstoj podjetij danes v največji meri odvisen od kupcev, katerih pogajalska moč je v sodobnem poslovnem okolju vse večja, pojmujejo lastnike podjetja kot **temeljno interesno skupino** preprosto zato, ker bi podjetje brez njih sploh ne obstajalo. Rozman imenuje razmerje med lastnikom ali lastniki proizvodjalnih sredstev in nelastniki teh sredstev **temeljno razmerje v družbi** (Rozman, 2000, str. 5). Lastnikov je lahko več vrst, vsem pa je skupno to, da pričakujejo ustrezen donos na investicijo, ki jo imajo v podjetju. S temeljno interesno skupino povezujemo temeljni cilj poslovanja podjetja, ki je primarno finančne narave in izražen s **temeljno mero uspešnosti** poslovanja podjetja.

Po Lipovcu je cilj gospodarjenja objektivno, družbeno ekonomsko določen in mora izvirati iz celotnega načina gospodarjenja (Rozman et al., 1993, str. 46). Cilj gospodarjenja je sicer mogoče doseči na različne načine, ki se glede na vložena sredstva lahko med seboj razlikujejo. Temeljno načelo uspešnosti gospodarjenja lahko zato izrazimo na dva načina: doseči dani uspeh z minimalnimi žrtvami in z danimi žrtvami doseči maksimalen rezultat (Tekavčič, 1995, str. 67). Lipovec je (1970, str.7-8) zato opredelil **kriterij gospodarjenja** kot razmerje med količinsko določenim **ciljem** in količinsko določenim **merilom cilja** gospodarjenja (oba sta družbeno-ekonomsko določena). **Uspeh gospodarjenja**, ki ga v procesu gospodarjenja realizira podjetje, je lahko delno ali v celoti realizirani cilj gospodarjenja, ki je določen z opredeljenim kriterijem gospodarjenja. **Mera uspešnosti** gospodarjenja je pri tem uresničen kriterij gospodarjenja, ki jo lahko matematično izrazimo z enačbo 1.

$$\text{Mera uspešnosti} = \frac{\text{uspeh gospodarjenja}}{\text{merilo uspeha}} \quad (1)$$

Bistveno določilo tako opredeljene mere uspešnosti je njena kakovostna določenost, ki pomeni razlikovanje med merilom in mero uspešnosti.

Mero uspešnosti kakovostno določajo: **elementa** mere uspešnosti (uspeh in merilo gospodarjenja), **dejavniki** mere uspešnosti (oblika gospodarjenja, cilj gospodarjenja in pobuda za gospodarjenje) in **funkciji** mere uspešnosti (pobuda in kriterij gospodarjenja). S tem, ko je Lipovec določil funkcije mere uspešnosti, jo je vsebinsko ločil od ostalih meril uspešnosti. V sistemskem jeziku je mera uspešnosti opredeljena z razmerjem učinka iz sistema in cilja sistema,

ostala merila pa so praviloma le razmerje med učinki iz sistema in vložki v sistem, kar je tudi razlika med uspešnostjo in učinkovitostjo (Bergant, 1993, str. 264). *Učinkovitost* predstavlja razmerje med rezultatom in zanj potrebnimi resursi, medtem ko je *uspešnost* družbeno določena in je odvisna od doseganja postavljenih družbeno-ekonomskih ciljev (Rozman, 2000, str. 20).

Zaradi spreminjanja dejavnikov mere uspešnosti se spreminja tudi sama mera uspešnosti. Lipovec (1970, str. 164) je preko sistematizacije razvojnih stopenj gospodarskega sistema definiral razvoj temeljne mere uspešnosti. Značilno za tako opredeljeno mero uspešnosti je, da je v vsaki razvojni stopnji gospodarskega sistema vedno samo ena sama in jo zato imenuje temeljna mera uspešnosti. Praviloma usmerja gospodarjenje v pospeševanje proizvodnje in produktivnosti dela, kar povzroča spremembo temeljnih pogojev gospodarjenja, ki so dejavniki mere uspešnosti. S spremembo oblike gospodarskega procesa se spreminja tudi temeljna mera uspešnosti gospodarjenja, ki ostaja temeljna samo toliko časa, dokler se ne spremenijo družbeno-ekonomske razmere.

2.2 Sodila oziroma modeli uspešnosti poslovanja podjetij

2.2.1 Tradicionalni koncepti uspešnosti poslovanja podjetij

Tradicionalna razlaga večanja vrednosti za lastnika temelji na računovodsko ugotovljenem dobičku podjetja², ki pa, kot smo že ugotovili, ne pomeni nujno večje vrednosti za lastnika. Metode in tehnike tradicionalne finančne analize se prvenstveno nanašajo na analizo računovodskih kazalcev in na analizo absolutnih računovodskih podatkov (analiza absolutnih podatkov, indeksi rasti, strukturni deleži, preseki bilanc in finančni kazalniki), njen temeljni problem z vidika menedžmenta pa je, da poskuša ugotoviti finančne posledice poslovnih odločitev brez jasnega kriterija, kaj je cilj poslovnih odločitev (Mramor, 2001b, str. 5). Pomanjkljivost tradicionalnih konceptov presojanja uspešnosti poslovanja se torej pokaže, ko jih poskušamo uporabiti kot sodilo vrednosti za lastnika podjetja. Tradicionalni koncepti se v tem primeru niso izkazali kot uspešni, saj računovodske kategorije ne vsebujejo celotnih stroškov kapitala, tveganja in časovnih preferenc denarja. Vendar pa neustreznosti tradicionalnih računovodskih kategorij pri merjenju ustvarjanje vrednosti za lastnika ne gre pripisovati pomanjkljivostim računovodstva. Gre predvsem za napačno razumevanje vloge računovodske funkcije in neustrezne uporabe informacij, ki jih ta pripravlja (Giacomelli, 1998, str. 11). Podobno razmišlja Weisserieder (2001, str. 3), ki meni, da se mora računovodska funkcija v podjetju omejiti predvsem na izračun davkov in nadzor nad poslovanjem podjetja in to predvsem s pravnega vidika. Dejstvo pa je, da ne glede na slabosti, ki jih kažejo računovodski izkazi, še vedno prevladuje mnenje, da zanje ni boljšega nadomestila (Perner, 1998, str. 116).

² Običajno gre pri tem za čisti dobiček, ki pripada podjetju. Ustrezni pravni akti, ki so jih sprejeli lastniki podjetja, določajo razporejanje čistega dobička (SRS, 1995, str. 99).

Tradicionalni koncepti so se pokazali kot neprimerno orodje za poslovno odločanje, saj je empirično dokazano, da njihovo gibanje ne odraža koristi lastnikov kapitala. Računovodske informacije odražajo namreč kombinacijo zabeleženih dejstev, računovodskih konvencij in osebne presoje (Perner, 1998, str.102). Računovodsko ugotovljeni dobiček je torej tudi deloma odvisen od odločitev menedžmenta, kar še posebej velja takrat, ko je menedžment nagrajevan na osnovi kratkoročno ugotovljenega dobička, s katerim je možno kratkoročno manipulirati. Tradicionalni koncepti se ozko usmerjajo na poslovna dogajanja v preteklosti in spodbujajo eno od največjih in prepogostih napak menedžmenta, ki je kratkoročna naravnost (Gruban, 1999, str.46). Podjetje lahko na primer z zmanjšanjem potrebnih izdatkov za raziskave in razvoj (v nadaljevanju R&D – reserch and development) kratkoročno poveča računovodski dobiček. Če bi kapitalski trgi reagirali na računovodski dobiček, bi morali tudi v praksi zaslediti podjetja, ki veliko vlagajo v R&D in zato poslujejo z majhnimi dobički in nizko tržno vrednostjo kapitala (Booth, 1998, str.8). Med tradicionalne koncepte štejemo:

- dobiček na delnico – EPS,
- dobičkonosnost navadnega kapitala – ROE in
- dobičkonosnost investicij – ROI.
- Donosnost sredstev – ROA

Tradicionalna sodila uspešnosti so lahko sicer tudi dobra sodila učinkovitosti poslovanja, če se zavedamo njihovih omejitev. V splošnem jih lahko uporabljamo za primerjavo različnih podjetij med sabo ali pa za analizo poslovanja določenega podjetja v določenem časovnem obdobju.

2.2.1.1 Dobiček na delnico - EPS

Sodilo dobiček na delnico (v nadaljevanju EPS – Earnings Per Share) je bilo precej časa najpomembnejše sodilo uspešnosti poslovanja podjetij. Opredeljeno je kot razmerje med čistim dobičkom podjetja in številom navadnih delnic (enačba 2), ki jih je izdalo podjetje.

$$EPS = \frac{\check{C}D}{n} \quad (2)$$

$\check{C}D$ čisti dobiček

n število navadnih delnic

Sicer pa podjetja lahko izkazujejo zelo različne dobičke na delnice, kar je odvisno od strukture števca oziroma imenovalca. Z zgornjo enačbo smo EPS prikazali kot razmerje med čistim dobičkom, ki je zmanjšan za izplačilo dividend prednostnim lastnikom, in številom navadnih delnic. V literaturi lahko zasledimo različne definicije EPS. Brigham in Gapenski (1996, str.

537) omenjata tri različne možnosti prikazovanja EPS: enostaven dobiček na delnico, primaren dobiček na delnico in oslavljen dobiček na delnico.

Sodilo EPS ima podobne pomanjkljivosti kot sicer vsa ostala tradicionalna sodila, ker je rezultat možno kratkoročno manipulirati preprosto z nižanjem stroškov, katerih namen je ustvarjanje koristi v prihodnosti. S stališča lastnikov je največja pomanjkljivost v dejstvu, da rast dobička še ne pomeni nujno večje vrednosti za lastnike. Kakršnakoli investicija, s pozitivno stopnjo donosa, bo namreč večala EPS, vendar pa lastniki običajno niso zadovoljni s kakršnokoli stopnjo donosa, ampak samo s tisto, ki presega stroške kapitala. Kljub temu, da je njegova izrazna moč pomanjkljiva, se še vedno prepogosto uporablja tudi kot osnova za nagrajevanje menedžmenta.

V praksi se pojavljajo različne oblike EPS. Ena od njih je stopnja rasti dobička na delnico (enačba 3).

$$g_{EPS} = \frac{EPS_{t+1} - EPS_t}{EPS_t} \quad (3)$$

g_{EPS} rast dobička na delnico

EPS_t dobiček na delnico v obdobju t

EPS_{t+1} dobiček na delnico v obdobju $t+1$

Tudi to izvedeno sodilo uspešnosti poslovanja podjetij trpi za podobnimi pomanjkljivostim kot osnovni koncept EPS.

2.2.1.2 Dobičkonosnost navadnega kapitala - ROE

S spoznanjem pomanjkljivosti sodila EPS so v mnogih podjetjih začeli izračunavati različna sodila uspešnosti v obliki stopenj donosa. Zelo razširjeno je sodilo dobičkonosnost navadnega kapitala (v nadaljevanju ROE – Return on Equity), ki ravno tako temelji na računovodskih podatkih in je široko uporabljeno tudi zaradi preprostosti izračuna. ROE je opredeljen kot razmerje med čistim dobičkom (po dividendah prednostnim lastnikom) in navadnim kapitalom³ (enačba 4).

$$ROE = \frac{\check{C}D}{K} \quad (4)$$

$\check{C}D$ čisti dobiček

K kapital

³ Navadni kapital je naložba v podjetje, ki imetniku prinaša lastniške pravice in terjatev do preostanka iz tekočega poslovanja ali likvidacije. Računovodsko je to vsota osnovnega kapitala, vplačanega presežka kapitala, rezerv, prenesenega dobička in revalorizacije rezerv (Mramor, 1999, str. 48).

ROE ne izkazuje neposredne povezave med poslovanjem podjetja in koristmi lastnikov kapitala, kar lahko dokažemo, če analiziramo odločitev menedžmenta za povečanje finančnega vzvoda podjetja. Že samo povečanje finančnega vzvoda pomeni hkrati tudi povečanje ROE. Povečanje ROE pa ne pomeni tudi povečanja vrednosti za lastnike kapitala. Povsem realno je namreč pričakovati, da se bo cena delnice zaradi povečane zadolženosti zmanjšala (Mramor, 2000, str. 30), manjša bo zato tudi korist za lastnike navadnega kapitala.

Občutljivost na finančni vzvod je zelo velika omejitev koncepta ROE, saj lahko nanj vplivamo preprosto z odkupom lastnih delnic ali z najemom dolga, čeprav ostane dobiček enak.

2.2.1.3 Dobičkonosnost sredstev – ROA

Dobičkonosnost sredstev (v nadaljevanju ROA - Return On Assets) odraža uspešnost ravnanja z vsemi sredstvi podjetja in je zato bistveno boljše sodilo, kot je dobičkonosnost navadnega kapitala – ROE, ki je sicer občutljiv na spremembe finančnega vzvoda podjetja. ROA⁴ je razmerje med čistim dobičkom in celotnimi sredstvi podjetja (enačba 5).

$$ROA = \frac{\check{C}D}{S} \quad (5)$$

S sredstva podjetja

$\check{C}D$ čisti dobiček

Podobno kot dobičkonosnost investicij, ki ga bomo opisali v naslednjem poglavju, omogoča tudi ROA nadaljnjo členitev in analizo temeljnih faktorjev uspešnosti poslovanja.

Gledano s stališča lastnikov oziroma možnih investorjev v podjetje, ROA ne daje nobene nove informacije o poslovanju podjetja, ki je sicer ne vsebuje že sodilo dobičkonosnosti investicij. Copeland (2000, str. 157) tudi sicer odsvetuje uporabo ROA in podobnih sodil uspešnosti, ker v samo presojanje uspešnosti poslovanja ne prinašajo novih informacij. Ne povedo namreč nič novega z vidika donosa na investirani kapital in z vidika rasti podjetja. Sicer Copeland opozarja tudi na nekonsistentnost med števcem in imenovalcem. Običajno se namreč pri izračunu imenovalca (vseh sredstev) ne izloči obveznosti, ki ne prinašajo donosov, stroški financiranja teh sredstev pa so vključeni v poslovnih stroških podjetja in so zato upoštevani že pri izračunu števca.

⁴ Številni avtorji uporabljajo ime ROA za kazalec, ki kaže razmerje med dobičkom iz poslovanja in celotnimi sredstvi podjetja (Mramor, 1999, str. 18).

2.2.1.4 Dobičkonosnost investicij – ROI

Uvedbo dobičkonosnosti investicij (v nadaljevanju ROI – Return On Investments) pripisujejo dolgoletnemu predsedniku podjetja General Motors, Alfredu P. Solanu in njegovim sodelavcem, ki so prišli v njegovo podjetje iz podjetja DuPont. V podjetju DuPont so namreč uporabljali računovodsko shemo, ki jim je omogočala identificirati temeljne faktorje, ki so vplivali na ROI.

Osnovna ideja koncepta ROI je ugotoviti uspešnost poslovanja podjetja s primerjanjem doseženega *dobička iz poslovanja* (v nadaljevanju EBIT – Earnings Before Interests and Taxes) z *investiranim kapitalom* (v nadaljevanju IC – Invested Capital) (enačba 6).

$$ROI = \frac{EBIT}{IC} \quad (6)$$

EBITdobiček iz poslovanja pred plačilom obresti in davkov

ICinvestiran kapital

EBIT je finančna kategorija, ki se izračuna tako, da se čistemu dobičku prištejejo obresti in davki. Je blizu računovodske kategorije dobiček iz poslovanja (Mramor, 1999, str. 23). Mi bomo predpostavili enakost med obema kategorijama.

Podjetja v praksi zelo različno izračunavajo IC. Običajno izračun prilagajajo lastnim potrebam. V principu zajema sredstva, ki so potrebna za poslovanje podjetja. Predstavlja aktivni del bilance stanja, ki je očiščen za vse postavke, ki v poslovanju niso potrebne in v njem ne sodelujejo. Pod pojmom investirani kapital bomo torej v nadaljevanju razumeli poslovna sredstva, ki jih podjetje potrebuje za poslovanje v osnovni dejavnosti. Posledica različnih definicij investiranega kapitala so različne definicije dobičkonosnosti investicij: ROCE (Return on Capital Employed), RONA (Return On Net Assets), ROIC (Return On Invested Capital)... . ROIC bomo opredelili v okviru opisa modela DCF.

Zelo pomembna ugotovitev, ki sledi iz te računovodske sheme je, da je ROI odvisen od produkta donosnosti prihodkov in obračanja kapitala. Ta shema je kasneje dobila ime po podjetju kjer so jo prvič uporabili, torej DuPontova shema.

Prav tako se pomanjkljivost ROI koncepta pokaže, ko je uporabljen kot sodilo za nagrajevanje menedžerjev. S stališča koristi lastnikov podjetja je ROI slabo sodilo in lahko vodi do napačnih odločitev, to pa zato, ker ROI ne odraža interne stopnje donosnosti. ROI na začetku podcenjuje

interno stopnjo donosnosti projekta, na koncu pa jo precenjuje⁵. V literaturi se ta problem omenja kot problem zaradi načina amortizacije sredstev (wrong periodization) (Makelainen, 1998, str.18). ROI daje napačno informacijo o interni stopnji donosnosti tudi v primeru, če ga računamo kot povprečje investiranega kapitala. Dejstvo je, da interna stopnja donosnosti projekta ne more biti izmerjena s preprostim računovodskim razmerjem med dobičkom iz poslovanja in investiranim kapitalom. Glede na to, da je podjetje sestavljeno iz več projektov in ne iz enega samega, je problem računovodskega merjenja uspešnosti nekoliko manjši. Podjetje lahko poseduje tudi velik del gibljivih sredstev, ki še dodatno zmanjšujejo problem v zvezi z amortizacijo. ROI je lahko dobro sodilo poslovanja podjetja, vendar ne odraža temeljnega cilja poslovanja podjetja. Maksimiranje ROI zato ne pomeni nujno tudi maksimiranje vrednosti kapitala. Menedžment bo maksimiral vrednosti za lastnike samo v primeru, če se bo odločal na osnovi interne stopnje donosnosti.

Tudi z ROI je možno kratkoročno manipulirati preprosto z nižanjem stroškov, katerih namen je ustvarjanje koristi v prihodnosti. Če mora menedžment maksimirati hkrati ROI in interno stopnjo donosnosti, bo skušnjava za doseganje kratkoročnih koristi večja kot pa pobuda za izkoriščanje dobrih investicijskih priložnosti, ki jih lahko merimo samo z interno stopnjo donosnosti. ROI je zato slabo sodilo za nagrajevanje menedžerjev.

2.2.2 Sodobni finančni koncepti uspešnosti poslovanja podjetij

Omenili smo omejitve tradicionalnih konceptov presojanja uspešnosti, ko jih uporabljamo kot sodila za doseganje vrednosti za lastnika in to, da so ti koncepti neprimerno orodje za poslovno odločanje. Predvsem v ZDA in ostalih razvitih tržnih gospodarstvih, se v zadnjem obdobju intenzivno išče učinkovite modele uspešnosti poslovanja podjetja, ki bi bila bolj povezana z ustvarjanjem vrednosti za lastnika podjetij.

Razvoj sodobnih finančnih modelov presojanja uspešnosti poslovanja podjetij je rezultat delovanja statistikov, ekonomistov in menedžerjev, ki so poskušali bolje razumeti in izboljšati poslovanje podjetja v razvitem tržnem gospodarstvu. Odločilna prelomnica v tem razvoju predstavlja odkritje pravila *neto sedanje vrednosti* (v nadaljevanju NPV – Net Present Value), ki ga je definiral t.i. oče matematične ekonomije Fisher (1930). V matematični enačbi je združil koristi in stroške v prihodnosti in oboje reduciral na denarne tokove, ki jih je nato diskontiral v sedanjost. V sedanjost oziroma v tekoče denarne enote preračunani prihodnji denarni stroški in koristi naj bi bili po Fisherju najboljše sodilo za sprejemanje poslovnih odločitev. Postavil je odločitveno pravilo, ki temelji na neto sedanji vrednosti: izbrati moramo tisto možnost, ki da največjo NPV.

⁵ E. Solomon in J.Laya sta odkrila, da podjetje, ki raste z interno stopnjo donosnosti izenači ROI, izračunan na osnovi knjižnih vrednosti, z dejansko stopnjo interne donosnosti (Brealey, Mayers, 2000, str 337).

Bistvena razlika med tradicionalnimi in sodobnimi finančnimi koncepti je v tem, da sodobni finančni koncepti temeljijo na jasno opredeljenem cilju poslovanja podjetja, ki je maksimiranje vrednosti podjetja oziroma vrednosti za lastnika. Takšna opredelitev cilja poslovanja podjetja je skupaj s Fisherjevim konceptom NPV omogočila izdelavo modelov vpliva poslovnih odločitev na vrednost podjetja oziroma na vrednost za lastnika. Sodobna finančna analiza tako na neposreden in analitično obvladljiv način omogoča odgovor na vprašanje, kateri so ključni dejavniki in kako le-ti vplivajo na premoženje finančnih investitorjev, ki je naloženo v podjetje (Mramor, 2001b, str.7). Če lahko rečemo, da imajo ključni koncepti, na katerih temeljijo današnji sodobni finančni modeli, korenine v daljnih dvajsetih letih prejšnjega stoletja, je možno večino današnjih razprav prevesti na problem, ki ga je Solomon identificiral že v šestdesetih letih prejšnjega stoletja in je v tem, kako pridobiti primerne računovodske podatke in jih vstaviti v teoretično pravilne ekonomske modele. Problemi, ki jih navaja Solomon, so bolj značilni za današnji čas kot pa za njegov čas (izračun investiranega kapitala se omejuje na opredmetena sredstva, začetni stroški se ne upoštevajo, ne upoštevajo se investicije v razvoj dobrih odnosov s kupci, dobavitelji in zaposlenimi) (William, 2001, str. 8).

Spoznanje, kako trg kapitala vrednoti podjetje, je samo prvi korak k povečevanju vrednosti za lastnika. Bistvena korist sodobnih finančnih konceptov je, da omogočajo vodenje podjetja tako, da se njegova vrednost povečuje. Ključni drugi korak je aplikacija in vzpostavitev organizacije, ki bo motivirala menedžment, da bo sprejemal odločitve, ki bodo vodile k ustvarjanju vrednosti oziroma spremembi podjetniške kulture z ustvarjanjem **menedžmenta vrednosti** (value managers) (Booth, 1998, str. 19). Ravno v tem je bistvena novost, ki jo v vodenje podjetja vnaša menedžment vrednosti. Izhaja iz treh praktičnih vidikov: iz sposobnosti svetovalnih podjetij za določitev sodil uspešnosti, pripravljenosti uporabiti nova sodila v celotni organizaciji (ne samo kot orodje finančnih menedžerjev) in pripravljenosti uporabiti ta sodila za namene nagrajevanja v celotni organizaciji (Mottis, 2001, str.3).

Če vodstvo podjetja sprejema odločitve, ki vodijo k večanju vrednosti podjetja, govorimo o **vrednostno usmerjenem vodenju podjetja** (v nadaljevanju VBM - Value Based Management). Ekar (2000, str. 14) opredeljuje VBM koncepte kot filozofijo menedžmenta, ki uporablja analitična orodja in postopke, da osredotoči organizacijo poslovanja na osrednji smoter, ki je blagostanje lastnikov oziroma dolgoročno rast enote navadnega kapitala. Razume jih kot stalen proces, ki na vseh ravneh usmerja odločanje in delovanje v večanje vrednosti kapitala in vključuje tudi instrumente za motivacijo in nagrajevanje odgovornih v podjetju.

Sedanje poslovno okolje, v katerem poslujejo podjetja, preprosto zahteva, da menedžment uporablja modele, ki presegajo praznino med računovodskim presojanjem uspešnosti in vrednotenjem poslovnih odločitev, ki omogočajo boljše strateške odločitve. Ti modeli so lahko samo modeli na osnovi VBM konceptov, saj samo ti upoštevajo velikost denarnih tokov in njihovo časovno vrednost (Ottosson, Weissenrieder, 2001, str.2). Pomembnejši VBM modeli, ki jih bomo v nadaljevanju podrobneje opisali, so:

- model diskontiranja denarnega toka (DCF – Discounted Cash Flow),
- model ekonomske dodane vrednosti (EVA – Economic Value Added) in
- model denarnega toka dobičkonosnosti naložbe (CFROI – Cash Flow Return on Investment).

Zaključimo lahko z ugotovitvijo, da so *sodobni finančni modeli uspešnosti poslovanja podjetja moderen poizkus aplikacije že dolgo znanih konceptov NPV, njihovo osrednje vprašanje pa je, kako korigirati popačene računovodske podatke in jih uporabiti v teoretično pravilnih modelih, ki določajo sodila uspešnosti*. Najpomembnejše pri tem je, da ti modeli omogočajo vzpostavitev take organizacije, ki motivira menedžment, da sprejema odločitve, ki vodijo k ustvarjanju vrednosti za lastnika.

2.2.3 Nefinančni koncepti uspešnosti poslovanja podjetij

Večino sodobnih modelov uspešnosti poslovanja podjetij je mogoče razdeliti v dve veliki skupini, ki imata različni izhodiščni filozofiji (Bergant, 1998, str. 92):

- izhajajo predvsem iz finančnih kategorij in
- vključujejo tudi druge izide poslovanja podjetij.

Prvo skupino smo opisali v prejšnjih dveh poglavjih (poglavje 2.2.1 in 2.2.2), značilnost druge skupine modelov pa je, da finančne kategorije dopolnjujejo z nefinančnimi. Tudi zagovorniki sodobnih finančnih modelov poslovanja podjetij se v glavnem strinjajo, da je v sodobnih poslovnih okoljih potrebno finančne modele obravnavati tudi z nefinančnega vidika. Danes ni mogoče zanikati uporabnosti sodobnih finančnih modelov, ki temeljijo na diskontiranju denarnih tokov, čeprav je res, da se težišče preveša k nefinančnim informacijam, saj naj bi bila pomanjkljivost finančnih informacij v tem, da ne nudijo vpogleda v dejavnike, ki so uspešnost (gledano s finančnega vidika) omogočili (Rejc, 1998, str. 485). V strokovni javnosti zato prevladuje stališče, da je zelo pomembna komplementarnost obeh skupin modelov, saj so samo tako oblikovane informacije lahko podlaga za kvalitetne in pravilne odločitve, ki jih sprejemajo vodstva podjetij.

Kot nefinančne informacije razumemo tiste informacije, ki se nanašajo na nedenarne kategorije in niso izražene v denarnih enotah. Čeprav so nefinančni kazalci kot nedenarni način izražanja nedenarnih poslovnih kategorij že dolgo znani, jih kljub temu imenujemo sodobni, to pa zato, ker že dolgo znane poslovne kategorije izražajo na sodoben način. Konzervativnost računovodskih informacij se v okviru obravnave nefinančnih modelov kaže še bolj izrazito kot v okviru obravnave sodobnih finančnih modelov. Računovodski izkazi predstavljajo konzervativen pogled na poslovanje podjetja, ker v njih manjkajo optimistične informacije, ki bi lahko

vzpodbudile optimistično oceno podjetja, sodobni nefinančni kazalci pa so nasprotno optimistični, ker so usmerjeni v prihodnost in omogočajo vpogled v dele podjetja, ki niso zajeti z računovodskimi standardi (Rejc, 1999, str. 72).

Med prvimi, ki so začeli opozarjati na pomen nefinančnih informacij, sta bila Johnson in Kaplan. Leta 1990 sta Kaplan in Norton zasnovala model uravnoteženega merjenja in presojanja uspešnosti poslovanja podjetja in ga poimenovala 'The Balanced Scorecard' (v nadaljevanju BSC). Model je koncipiran na sistematičnem zbiranju povratnih informacij o poslovanju, s pomočjo katerih je mogoče izvajati sprejete strategije podjetja. Model celovito zajema vidike poslovanja podjetja. Njegova celovitost se kaže skozi izbor vidikov poslovanja podjetja, ki ga zajema s štirimi skupinami kazalcev:

- **finančni rezultati** (obvladovanje tveganja, rast prihodkov, zmanjševanje stroškov in rast produktivnosti, uporaba sredstev in investicijska strategija), ki jih upošteva glede na fazo tržne rasti, v kateri se nahaja podjetje (rast, stabilnost in zrelost),
- **vidik kupcev** (tržni delež, pridobivanje novih kupcev in ohranjanje starih, zadovoljstvo kupcev, dobičkonosnost kupcev, vrednost za kupce, ki je zajeta v izdelkih in storitvah),
- **notranji poslovni procesi** (merjeni skozi verigo vrednosti (value chain) od ugotovljenih potreb kupcev do zadovoljitve teh potreb, kar zajema inovacijski proces, proizvodni proces ter prodajni proces),
- **vidik učenja in rasti** (zmožnosti in zadovoljstvo zaposlenih, produktivnost, fluktuacija, zmogljivost informacijskega sistema ter motiviranost in decentraliziranost).

Potencialne koristi od uvedbe modela so odvisne od samega namena uvajanja modela, pričakujemo pa jih lahko samo v primeru, če je le-ta pravilno uporabljen. Uporabljen pa je lahko na dva različna načina, ki sta si na prvi pogled zelo podobna (2GC Active Management, 2002, str. 4):

- na operativni in/ali na
- strateški ravni.

V prvem primeru menedžment identificira kazalce po posameznih procesih vzdolž štirih vidikov poslovanja podjetja, na strateški ravni pa je model uporaben pri presojanju uspešnosti poslovanja podjetja pri izvedbi aktivnosti, ki so povezane z izvajanjem strateškega plana podjetja.

Sodobna poslovna okolja zahtevajo, da podjetja izvajajo poslovne procese brehibno. To vodi do zahteve, da podjetje temeljito analizira procese, ki jih opravlja, ter odpravi vse nepotrebne procese, ostale pa opravlja skrajno učinkovito (Tekavčič, 1995, str. 73). Če lahko povežemo procese, ki jih opravlja podjetje z zahtevo, da opravlja samo tiste, ki povečujejo vrednost proizvoda, lahko kazalce po procesih obravnavamo kot kazalce, s katerimi presojamo uspešnost

poslovanja podjetja. S povečanjem učinkovitosti znižujemo stroške poslovanja, kar pri nespremenjenih ostalih okoliščinah vodi do povečanja vrednosti za lastnika.

Pri zadnjem načinu uporabe se pozornost preusmeri od spremljanja posameznih procesov na presojanje doseganja strateških ciljev in na uspešnost aktivnosti, ki so potrebne za doseganje teh ciljev. Strategijo in poslanstvo podjetja, ki sta sicer opisni kategoriji, BSC model prevede v merljive cilje oziroma oblikuje sodila za njihovo spremljanje.

V praksi se poskuša s kombinacijo sodobnih finančnih modelov in nefinančnimi modeli priti do še učinkovitejših modelov uspešnosti poslovanja podjetij. Sodobni finančni modeli so v praksi lahko podlaga za finančni vidik v okviru modela BSC. Sodobni finančni koncepti pomagajo identificirati dejavnike vrednosti, ki dolgoročno povečujejo vrednost za lastnika in so hkrati podlaga za izbor kazalcev modela povezanih kazalnikov. Skupaj s sistemom povezanih kazalnikov so zato lahko dobro orodje v rokah menedžmenta, ki mu omogoča, da se lahko bolj učinkovito osredotoči na ustvarjanje vrednosti za lastnika.

Zaključimo lahko z ugotovitvijo, da *sodobni finančni koncepti omogočajo spremljanje ustvarjanja vrednosti, sistem povezanih kazalnikov pa je dobro komplementarno orodje za izvajanje strateških in operativnih planov, katerih namen mora biti ustvarjanje vrednosti za lastnika.*

2.3 Oblikovanje informacij o doseganju cilja poslovanja

Za oblikovanje in izvajanje strategije podjetja potrebuje menedžment informacije o doseganju oziroma potrebnih ukrepov za doseganje cilja. Pri opisu sodil uspešnosti poslovanja podjetij smo videli, da so informacije, ki jih pridobimo z različnimi sodili lahko zelo različne. Oblikovanje informacij je zato odvisno od izbranega sodila, ki ga je potrebno dobro analizirati in iz njega izluščiti dejavnike, ki vplivajo na njegovo gibanje. Zelo pomembno je, da izbrano sodilo omogoča oblikovanje informacij o uspešnosti poslovanja tako v kratkoročni kot dolgoročni perspektivi in, da upošteva dejstvo, da mora podjetje delati 'prave stvari' na 'pravi način' (Bergant, 1998, str.90).

Bergant ugotavlja, da se je pogled na uspešnost poslovanja podjetja spreminjal predvsem zaradi razvoja družbeno-ekonomskega sistema, vendar nasprotno od Lipovca izpostavlja informacijski vidik merjenja uspešnosti, ko razvršča podjetja (v okviru določene stopnje razvoja) na različne razvojne stopnje pojmovanja in spremljanja uspešnosti poslovanja (Bergant, 1998, str. 98-99): *intuitivno presojanje uspešnosti* (cilji so izraženi količinsko in je izrazita želja po rasti), *računovodsko presojanje uspešnosti* (daje se izraziti pomen računovodsko ugotovljenemu dobičku ter računovodskim kazalcem uspeha), *finančno presojanje uspešnosti* (prevlada spoznanje, da je pomemben denarni tok), *ekonomsko presojanje uspešnosti* (temeljni cilj

poslovanja postane vrednost podjetja, ekonomski dobiček pa temeljno sodilo uspešnosti poslovanja), **kombinirano presojanje uspešnosti** (za dolgoročno uspešnost poslovanja podjetja je potrebno razvijati vsa področja poslovanja podjetja) in **celovito presojanje uspešnosti poslovanja** (v pravem razmerju upošteva dosežke zadnje in predzadnje razvojne faze).

Bergantov pogled ne izpostavlja načina gospodarjenja oziroma stopnje razvoja proizvodnih sil, opozarja pa na informacijsko funkcijo presojanja uspešnosti poslovanja, ki je oblikovana v model uspešnosti poslovanja. Medtem ko Lipovčeve razvojne stopnje mere uspešnosti gospodarjenja odražajo uspešnost gospodarjenja z vidika lastnika kapitala, izpostavlja Bergant modele merjenja uspešnosti, ki vsebujejo več sodil uspešnosti, skladno z družbenim razvojem ter z upoštevanjem ciljev in interesov udeležencev v poslovanju podjetja.

3 Sodobni modeli uspešnosti poslovanja podjetij

3.1 Vrednost podjetja

Obstajajo štiri temeljni modeli vrednotenja podjetij, ki temeljijo na podlagi (Tajnikar, 2000, str. 230):

- premoženja,
- primerljive tržne vrednosti,
- kapitalizacije dobičkov in
- sedanje vrednosti prostih denarnih tokov.

V primeru vrednotenja na podlagi **premoženja** gre za oceno vrednosti sredstev, ki jih poseduje podjetje, in izhaja iz trenutnih cen oziroma stroškov nadomestitve sredstev podjetja ali njihove likvidacijske vrednosti. Takšno vrednotenje upošteva samo dosedanje poslovanje in ne upošteva dejstva, da bo podjetje verjetno delovalo tudi v prihodnosti. Naslednja metoda predpostavlja izračun vrednosti podjetja na osnovi poznane **tržne vrednosti** kapitala primerljivega podjetja. Ocena vrednosti izhaja iz poznane razmerja med tržno ceno delnice in dobička ali poznane razmerja med tržno ceno in knjižno vrednostjo delnice v primerljivem podjetju. Takšno vrednotenje je zelo oteženo, ker je zelo težko poiskati popolnoma primerljivo podjetje. Za vrednotenje malih podjetij je primerna metoda, ki temelji na osnovi **kapitalizacije dobičkov** z izkustveno določeno kapitalizacijsko stopnjo. Gre za kapitalizacijo dolgoročnih dobičkov, ki jih je podjetje sposobno dosegati, kapitalizacijska stopnja pa predstavlja pričakovan donos na kapital podjetja. V primeru hitro rastočih podjetij, ki prehajajo v večja podjetja, je smiselno izpeljati vrednotenje zgolj na osnovi **prostih denarnih tokov** (Tajnikar, 2000, str. 234). V nadaljevanju bomo vse razprave o vrednotenju povezovali izključno z vrednotenjem na osnovi prostih denarnih tokov.

Dejali smo, da je v razvitih tržnih gospodarstvih prevladalo spoznanje, da mora biti cilj maksimizacije vrednosti podjetja, če že ne glavni cilj, vsaj temeljni cilj poslovanja podjetij. Zasuk v razmišljanju je odprl pot investicijskemu bančništvu in raznim svetovalnim podjetjem, ki sedaj ponujajo svoje modele za povečevanje vrednosti podjetja. ***Vrednotenje nastopa v teh modelih uspešnosti kot način pridobivanja informacij za poslovno odločanje, s katerimi je nato možno preverjati odločitve pri upravljanju podjetja. Ključno vlogo pri tem imajo sodila, ki izhajajo iz samih modelov vrednotenja.*** Sodila so namreč tista, ki omogočajo oblikovanje informacije za poslovno odločanje. Kot smo že ugotovili v poglavju 2.2.2., je pri tem najpomembnejše dejstvo, da je mogoče na podlagi takšnih informacijah vzpostaviti organizacijo, ki bo motivirala vse, da bodo sprejemali odločitve, ki bodo večale vrednost za lastnika.

Svetovalna podjetja so to dobro izkoristila in prihajajo na dan z vedno novimi modeli, kateri naj bi ponujali vedno boljše vpoglede v procese povečevanja vrednosti podjetja. Po eni strani naj bi novi modeli potrebovali vse manj vhodnih podatkov in vedno boljše omogočali oblikovanje informacij o procesih ustvarjanja vrednosti v podjetju in bili boljši od modelov, ki jih ponuja konkurenca. Čeprav svetovalna podjetja agresivno propagirajo svoje modele in jih proglašajo za najuspešnejše, je dejstvo, da ***imajo vsi sedaj popularni modeli (DCF, EVA, CFROI, ...) svoj izvor v diskontiranju denarnih tokov v podjetje oziroma v že dolgo znanih konceptih NPV.***

3.2 Model DCF

Vrednost sredstva je funkcija denarnega toka, ki ga to sredstvo generira, življenjske dobe sredstva ter pričakovane rasti denarnih tokov in tveganja, ki je povezano s temi denarnimi tokovi. Na temelju enega od osnovnih principov financ lahko zapišemo vrednost sredstva kot sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov tega sredstva (enačba 7).

$$Vrednost \ sredstva = \sum_{t=1}^N \frac{E(\text{denarni tok sredstva}_t)}{(1+r)^t} \quad (7)$$

E (Denarni tok sredstva) napovedan denarni tok sredstva
N življenjska doba v letih
r diskontni faktor

Če predpostavimo, da je podjetje sestavljeno iz več sredstev, potem je možno ***poslovno vrednost podjetja*** (operating value) izračunati tako, da osnovni princip razširimo na vsa sredstva podjetja. Denarne tokove v podjetje diskontiramo z diskontnim faktorjem, ki odraža tveganje vseh sredstev podjetja. Vrednotenje je oteženo, ker nekatera sredstva podjetje že uporablja ('asset in place'), pri tem pa pomemben del vrednosti odražajo pričakovanja v zvezi z investicijami v

prihodnosti. Oceniti moramo tako denarne tokove obstoječih sredstev, kot tudi denarne tokove, ki so povezani z rastjo podjetja v prihodnosti.

3.2.1 Denarni tok v podjetje

Vrednotenje podjetja na osnovi diskontiranja denarnih tokov predpostavlja trajni obstoj podjetja, kar pomeni, da sredstva podjetja nimajo določene življenjske dobe. Denarne tokove podjetja je zato potrebno napovedati zelo daleč v prihodnost. V praksi je potrebno vrednotenje poenostaviti tako, da se prihodnost podjetja razdeli na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na preostalo obdobje, to je obdobje od konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost. Vrednotenje podjetja potem vključuje denarne tokove sredstev v času eksplicitne napovedi in denarne tokove v obdobju po eksplicitni napovedi denarnih tokov. Vrednost podjetja je tako sestavljena iz sedanje vrednosti denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi.

$$\text{Vrednost podjetja} = \text{sedanja vrednost denarnih tokov} + \text{sedanja vrednost denarnih tokov} \\ \text{v eksplicitnem obdobju napovedi} \quad \text{po eksplicitnem obdobju napovedi}$$

Vrednost sredstev po eksplicitnem obdobju napovedovanja imenujemo **končna vrednost** (v nadaljevanju TV – Terminal Value). Končna vrednost lahko pomeni enako kot preostala vrednost (residual / salvage value), ki sicer predstavlja vrednost osnovnega sredstva na koncu življenjske dobe, ali pa pomeni vrednost podjetja na koncu obdobja eksplicitne napovedi denarnih tokov (Mramor, 1999, str. 37). V praksi so bile razvite preproste formule za izračun končne vrednosti, ki olajšajo napovedovanje denarnih tokov v zelo oddaljeni prihodnosti podjetja.

Denarni tok v podjetje določa vrednost podjetja in ga imenujemo **prosti denarni tok**⁶ (v nadaljevanju FCF - Free Cash Flow). FCF predstavlja denarni tok po plačilu davkov in vseh investicijah podjetja in predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja in je opredeljen kot poslovno finančna kategorija, ki je neodvisna od načina financiranja podjetja (Mauboussin, 1997, str.7). Izvira iz rednih ali osnovnih dejavnosti podjetja in je na voljo vsem, ki investirajo v podjetje, tako upnikom kot lastnikom.

⁶ V strokovni literaturi (Madden, 1999, str. 212) se pojavljajo najmanj tri definicije prostega denarnega toka:

1. Opisana definicija FCF, ki je enakovredna definiciji neto denarnih pritokov NCR (Net Cash Receipts), ki jo uporabljajo avtorji CFROI modela vrednotenja.
2. Je celoten denarni tok, zmanjšan za stroške obresti in plačilo dividend, del izdatkov za investicije, ki jih analitik po občutku izloči.
3. Je presežek denarnega toka nad tistim, ki je potreben za financiranje vseh projektov podjetja, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost.

Izračun FCF začnemo z EBIT kateremu odštejemo prilagojen davek in prištejemo odložene davke. EBIT vključuje večino prihodkov in stroškov iz poslovanja, ne vključuje pa: prihodkov in stroškov od obresti, izrednih prihodkov in odhodkov ter prihodkov od neposlovnih investicij podjetja. Edini nedenarni strošek, ki ga vključuje EBIT, je amortizacija. Ponovni izračun davka je potreben zaradi davčnega štita, ki ga omogoča financiranje z dolgom. Prilagojeni davek na dobiček predstavlja davek, ki bi ga plačali, če bi bil EBIT osnova za plačilo davka (Bergant, 1998, št. 94).

Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je **čisti običek iz poslovanja podjetja po davkih** (v nadaljevanju NOPLAT - Net Operating Profit Less Adjusted Taxes). NOPLAT je tako v bistvu za finančni vzvod oziroma na denarno osnovo prilagojen čisti dobiček iz poslovanja. FCF je sedaj enak razliki med NOPLAT in vsemi investicijami podjetja. Tabela 1 prikazuje postopek izračuna FCF.

Tabela 1: Izračun prostega denarnega toka podjetja (FCF).

EBIT – dobiček iz poslovanja
- Prilagojeni davek na dobiček
+ Odloženi davki
= NOPLAT - čisti dobiček iz poslovanja po davkih
- Investicije podjetja (povečanje obratnega kapitala + nove investicije v sredstva podjetja)
= FCF – prosti denarni tok podjetja
+ Denarni tok iz neposlovnih investicij podjetja
= Celoten prosti denarni tok podjetja

Prosti denarni tok podjetja lahko ekvivalentno izračunamo tako, da čistemu dobičku iz poslovanja prištejemo vse nedenarne stroške podjetja in povečanje obratnega kapitala podjetja in nove investicije v sredstva podjetja. Če FCF dodamo amortizacijo in ostale nedenarne stroške, kot so povečanja kratkoročnih obveznosti iz poslovanja in povečanja pasivnih časovnih razmejitev, dobimo **bruto denarni tok** podjetja oziroma razpoložljivi denarni tok, ki je na voljo za investicije in za vzdrževanje obstoječih sredstev podjetja. Analogno pridemo do **bruto investicij** podjetja, če te nedenarne stroške prištejemo investicijam podjetja.

Velikost celotnega FCF je pomembna zato, ker daje lastnikom informacijo o tem, kakšna je sposobnost podjetja za izplačevanje določene dividende, in pove, če je izbrana dividendna politika vzdržna dolgoročno. Če podjetje izplačuje lastnikom višje dividende, kot je celotni FCF podjetja, se mora dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice. To prinaša negativne posledice, kot so stroški izdaje novih vrednostnih papirjev, višja zadolženost od optimalne in zavračanje morda zanimivih investicij, ki bi večale vrednost podjetja. Izplačevanje dividend lastnikom, ki so bistveno nižje od prostega denarnega toka, pa pomeni, da podjetje zadržuje denar in izplačuje manjše dividende od tistih, ki bi jih lahko izplačalo. Številne študije v razvitih tržnih

gospodarstvih so pokazale, da podjetja tako akumuliran denar velikokrat porabijo za financiranje nesmotrnih prevzemov ali investicij, ki znižujejo vrednost podjetja (Ivanko, 2000, str. 21).

3.2.2 ROIC kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja

V procesu vrednotenja je napovedani FCF tisti, ki določa vrednost podjetja. Določimo ga tako, da napovemo NOPLAT in investicije podjetja. Ključni podatek za vrednotenje z diskontiranjem FCF je pričakovana rast NOPLAT in s tem rast podjetja. Ta je odvisna od produkta med deležem NOPLAT, ki ga podjetje namenja za investicije, in kvaliteto oziroma donosnostjo teh investicij. Dobičkonosnost teh investicij je v okviru DCF modela, opredeljena z **dobičkonosnostjo investiranega kapitala podjetja** (v nadaljevanju ROIC - Return On Invested Capital) (enačba 8).

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC} \quad (8)$$

ROIC.....donos na investiran kapital
NOPLAT..... prilagojen dobiček iz poslovanja
IC..... investiran kapital

Investirani kapital, IC, podjetja je opredeljen kot vrednost sredstev, s katerimi podjetje opravlja svojo **osnovno dejavnost**. Iz bilance stanja ga določimo kot vsoto knjižne vrednosti neto obratnega kapitala neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev ter vseh ostalih sredstev, ki sodelujejo v poslovanju podjetja. Obratni kapital mora vsebovati samo sredstva, ki so potrebna za poslovanje osnovne dejavnosti podjetja, zato moramo izločiti presežna denarna sredstva in kratkoročne finančne investicije, ki jih trenutno poseduje podjetje in so namenjena kasnejšim investicijam ali razdelitvi lastnikom. V literaturi se taka sredstva omenjajo kot presežne finančne investicije (exces marketable securities). Dolgoročne finančne investicije moramo prav tako obravnavati kot neposlovni kapital.

IC lahko enakovredno določimo s strani virov financiranja. V tem primeru pridemo do rezultata tako, da od vsote dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti iz financiranja, kapitala in dolgoročnih rezervacij, odštejemo kratkoročne finančne investicije, dolgoročne finančne investicije in odkupljene lastne delnice.

Tako stopnja reinvestiranja kot ROIC morata odražati vrednosti, ki jih pričakujemo v prihodnosti. ROIC pogosto ocenjujemo na osnovi knjižnih vrednosti. Običajno se predpostavlja, da je tako izračunan ROIC dober približek donosa, realiziranega z obstoječimi sredstvi podjetja, in tudi dobra osnova za napoved donosnosti investicij podjetja v prihodnosti. Najpomembnejši aspekt pri izračunu ROIC je, da definiramo števec in imenovalec konsistentno. Z drugimi besedami to pomeni, da v primeru, če vključimo neko sredstvo v IC, moramo denarne tokove, ki

so povezani s tem sredstvom, vključiti tudi v NOPLAT (Copeland et al., 2000, str. 165). Tako opredeljen ROIC je precej boljše sodilo uspešnosti, kot sta sodili ROA in ROE. ROA je neprimerno, ker vsebuje vrsto nekonsistentnosti med števcem in imenovalcem, na ROE pa močno vpliva finančna struktura podjetja.

3.2.3 Diskontni faktor

Pričakovani denarni tokovi morajo biti diskontirani z diskontnim faktorjem, ki odraža celoten strošek financiranja sredstev oziroma je praviloma enak zahtevani stopnji donosa kapitala. Strošek kapitala je sestavljeni strošek, ki vsebuje tako strošek dolga kot strošek kapitala, skladno z njuno težo, ki ga imata obe obliki v celotni finančni strukturi podjetja. ***Tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala*** (v nadaljevanju WACC - Weighted Average Cost of Capital) predstavlja tisto diskontno stopnjo, ki služi za pretvorbo napovedanega FCF podjetja v sedanjost.

Pri izračunu WACC je pomembna konsistentnost s celotnim konceptom vrednotenja in s samo definicijo FCF. Definicija FCF zahteva, da se pri izračunu WACC upoštevajo naslednja pravila (Copeland et al., 2000, str. 201):

- v izračun mora biti vključen ves kapital, ker je FCF na razpolago vsem investorjem,
- izračunan mora biti po plačilu davkov, ker je tudi FCF opredeljen po plačilu davkov,
- če je FCF izražen v nominalnih kategorijah, mora tudi izračun WACC upoštevati vplive inflacije,
- vsaki obliki mora biti pripisano lastno tveganje, ki bo odražalo tveganje posamezne oblike financiranja,
- priporočena je uporaba tržnih vrednosti uteži posameznih oblik kapitala,
- tudi v obdobju napovedovanja moramo upoštevati inflacijo, sistematično tveganje in strukturo kapitala.

Vsako podjetje ima ali poskuša imeti neko ciljno strukturo kapitala, opredeljeno z vrednostjo dolga, navadnega in prednostnega kapitala, ki omogoča maksimiranje cene delnice. Ko pridobiva nove vire financiranja, poskuša zadrževati takšno strukturo, ki je blizu ciljne strukture (Brigham, Gapenski, str.189). Elementi izračuna WACC so odvisni predvsem od želene ciljne strukture kapitala, je tista struktura kapitala, pri kateri podjetje, po mnenju uprave, uresničuje cilje poslovanja. Po tej strukturi se ravna finančnik podjetja, ko se odloča o načinu financiranja podjetja (Mramor, 1999, str. 17). Ker WACC izračunavamo v glavnem za podporo dolgoročnemu vrednotenju, je smiselno, da v izračun vključimo samo tiste komponente, ki bodo financirale dolgoročno poslovanje podjetja⁷. V glavnem zadostuje, da v izračun vključimo dolg

⁷ Kratkoročne obveznosti iz poslovanja, ki ne zahtevajo plačila obresti, ne predstavljajo dolgoročnega financiranja podjetja, ampak le kratkoročno oziroma premostitveno financiranje. Dolgoročno financiranje s kratkoročnimi

(D), navadni kapital (K) in prednostni kapital (P). Tehtano povprečje stroškov kapitala izračunamo z enačbo 9:

$$WACC = k_D(1 - \tau) \frac{D}{V} + k_P \frac{P}{V} + k_S \frac{E}{V} \quad (9)$$

- k_D strošek dolga
- k_P strošek prednostnega kapitala
- k_S strošek navadnega kapitala
- τ davčna stopnja podjetja
- D vrednost dolga
- P vrednost prednostnega kapitala
- E vrednost navadnega kapitala
- V vrednost celotnega kapitala

Za izračun stroškov kapitala je sedaj potrebno določiti posamezne elemente enačbe za izračun WACC (strukturo kapitala, stroške dolga in stroške kapitala). **Strošek dolga** je mogoče določiti brez posebnih težav, ker so obveznosti iz tega naslova natančno določene s pogodbami. Med dolg štejemo vse oblike kapitala, ki imajo obliko pogodbenega razmerja oziroma nimajo eksplicitnih lastnosti kapitala. Pogodbena razmerja temeljijo na seriji odplačil upnikom, ki se v splošnem razlikujejo po obliki, višini in časovni razporeditvi odplačil. Cena posamezne oblike kapitala je odvisna od prej navedenih lastnosti same oblike ter tveganjem, ki je povezano s tako obliko kapitala. Osnovne oblike dolga so: kratkoročni in dolgoročni dolg, lizing (poslovni in kapitalski) in kapital prednostnih lastnikov. Vsaka od naštetih vrst kapitala ima svoje značilnosti, ki pa jih ne bomo podrobneje opisovali.

Za določitev stroškov **navadnega kapitala**, se v praksi najpogosteje uporablja model CAPM (Capital Asset Pricing Model). CAPM je model določanja cen dolgoročnih naložb, pri katerem je zahtevana stopnja donosa dolgoročne naložbe enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za tveganje te naložbe (enačba 10).

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta \quad (10)$$

- k_s strošek navadnega kapitala
- r_f donos netveganih investicij
- $[E(r_m) - r_f]$ tržna premija
- β sistematično tveganje

obveznostmi je zelo tvegano, zato se ga podjetja izogibajo. Sicer pa so te oblike že upoštevane pri izračunu NOPLAT, zato bi njihovo upoštevanje pri izračunu WACC pomenilo dvojno štetje oziroma nekonsistentnost.

Enačba omogoča torej izračun *stroškov navadnega kapitala* podjetja tako, da prilagodi *donos netveganih investicij* podjetju, in sicer za zmnožek med *tržno premijo* in faktorjem, ki odraža *sistematično tveganje* podjetja. Madden (1999, str. 198) opozarja na veliko nekonsistentnost modela CAPM s samim konceptom vrednotenja. Premija za tveganje je namreč določena kot presežni donos nad donosom netvegane investicije v nekem izbranem preteklem obdobju in zato ne more vsebovati novih informacij, ki pa imajo lahko zelo velik vpliv na končno vrednost diskontnega faktorja. Predlaga upoštevanje tržnih vrednosti za izračun diskontnega faktorja, ki ga je mogoče določiti na osnovi agregatnih podatkov za celoten trg kapitala.

Za določitev netvegane donosnosti se priporoča uporabo donosnosti državnih obveznic z dospeljem okoli deset let. Če take obveznice ni, si pomagamo z državnimi obveznicami, ki imajo pač drugačno dospelje.

Vrednost tržne premije za tveganje je tudi za ameriški trg kapitala najtežje določljiv parameter CAPM modela in postane še težja naloga v primeru nerazvitega trga s kratko in razgibano zgodovino. Premija za tveganje, izračunana na osnovi gibanja cen kapitala na razvijajočih trgih, zato običajno ni primerna za oceno stroška kapitala. Damodaran (2001c, str.11-12) predlaga izračun tržne premije kot vsote tržne premije za ameriški trg kapitala in deželnega tveganja države, v kateri posluje podjetje. Pri tem velja opozoriti na dejstvo, da je potrebno pri tem načinu izračuna tržne premije uporabiti ameriške dolgoročne obveznice (npr. TBond), saj bi pomenila uporaba obveznice kot netvegane investicije iz razvijajočega trga dvojno štetje tveganja (v donos na primer slovenskih državnih obveznic je namreč že všteta premija za tveganje).

V zvezi s tržno premijo je povezanih še več nerešenih problemov, saj recimo ni dokazano, katera premija je za izračun najbolj primerna: pretekla, napovedana, geometrična ali aritmetično povprečna. Prav tako ni dokazano, katere državne obveznice uporabimo, za katero preteklo obdobje, v primeru Slovenije pa še, katera država je najboljša za primerjavo.

Precej težav je povezanih tudi z določitvijo sistematičnega tveganja, ki ga sicer določimo z regresijo donosa posamezne delnice podjetja na izbran indeks trga kapitala. Težave so predvsem v tem, ker (Damodaran, 2001b, str.30): je lahko indeks pod vplivom samo nekaterih delnic, njegova vrednost lahko precej niha (odvisno od obdobja regresije) in se podjetje v obdobju regresije lahko spremeni.

3.2.4 Ocenjevanje končne vrednosti

Omenili smo, da je pri vrednotenju podjetja potrebno upoštevati predpostavko trajnega obstoja podjetja, ki zahteva napovedovanje FCF daleč v prihodnost. To je zelo težavno in nezanesljivo opravilo, zato se postopek vrednotenja v praksi poenostavlja. Ena možnost je ta, da napoved raztegnemo na zelo dolgo obdobje v prihodnost in tako postane končna vrednost podjetja zelo

majhna (obdobje npr. 100 let). Ta predpostavka izhaja iz časovne vrednosti denarja (Mramor, 1993, str. 191), ki zelo oddaljenim FCF zaradi negotovosti pripisuje zelo majhno sedanjo vrednost.

Odločimo pa se lahko za krajše, eksplicitno obdobje napovedovanja FCF, na koncu katerega ocenimo **končno vrednost** podjetja, ki je enaka sedanji vrednosti FCF, od konca eksplicitnega obdobja v neskončnost. Z upoštevanjem določenih predpostavk lahko pridemo do preprostih enačb, ki določajo vrednost podjetja v eksplicitnem obdobju napovedovanja. S kvalitetno oceno končne vrednosti odpade potreba po napovedovanju poslovanja podjetja daleč v prihodnost. Ker predstavlja končna vrednost podjetja običajno precejšnji del celotne vrednosti podjetja, je zelo pomembno, da jo kar se da dobro ocenimo. V nekaterih primerih ('high tech' podjetja) lahko predstavlja končna vrednost tudi več kot 100 % sedanje vrednosti podjetja, kar dejansko pomeni, da bodo investicije podjetju ustvarjale vrednost šele v obdobju po eksplicitni napovedi FCF. Omenimo dve različici drugega pristopa: na osnovi rastočega FCF in na osnovi ROIC.

Prva različica predpostavlja konstantno rast FCF po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Ta pristop je v bistvu enakovreden razpotegnitvi obdobja napovedovanja v neskončnost, pri čemer je rast prostega denarnega toka konstantna (enačba 11).

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{(WACC - g)} \quad (11)$$

TV.....končna vrednost

FCF_{t+1}..... prosti denarni tok v prvem letu po eksplicitnem obdobju

g..... rast podjetja

WACC..... strošek kapitala

Pri tem je pomembno, da pravilno ocenimo rast FCF po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Po eksplicitnem obdobju napovedovanja je namreč rast FCF običajno manjša kot v obdobju eksplicitnega napovedovanja, zato je tudi delež NOPLAT, ki je namenjen investicijam za zagotavljanje te rasti, manjši kot v eksplicitnem obdobju napovedovanja. Posledica tega je, da je tudi večji del FCF na razpolago investitorjem. Če ne upoštevamo tega dejstva, lahko podcenimo končno vrednost podjetja.

Druga različica da enak rezultat, le da je imenovalec izražen z NOPLAT v prvem letu po eksplicitnem napovedovanju ter pričakovanim ROIC in rastjo podjetja v obdobju po eksplicitni napovedi (enačba 12).

$$TV = \frac{NOPLAT_{t+1}(1 - g/ROIC)}{(WACC - g)} \quad (12)$$

TVkončna vrednost
 $NOPLAT_{t+1}$prosti denarni tok v prvem letu po eksplicitnem obdobju
 g rast podjetja
 $WACC$ strošek kapitala
 $ROIC$ donos na investiran kapital

Pomembno je, da parametre v tej enačbi kar se da natančno določimo, ker je vrednost TV zelo občutljiva na njihove spremembe. Parametri morajo odražati pričakovano dolgoročno stabilno stanje, v katero bo prešlo podjetje v scenariju, ki ga vrednotimo. $NOPLAT$ mora odražati dolgoročne trende gibanja prihodkov in stroškov. Ocena FCF je odvisna od velikosti $NOPLAT$ in od obsega potrebnih investicij v prihodnosti, ki so v obdobju po eksplicitni napovedi običajno nižja. Pričakovani $ROIC$ novih investicij mora biti konsistenten s pričakovanimi konkurenčnimi pogoji poslovanja. Ekonomska teorija opozarja, da bo konkurenca v panogi za večino podjetij dolgoročno znižala presežne donose. Če pričakujemo, da podjetje dolgoročno ne bo zadržalo konkurenčnih prednosti, moramo predvideti, da bo $ROIC$ dolgoročno enak $WACC$. Pri oceni rasti podjetja moramo upoštevati, kakšna bo rast celotnega gospodarstva, in dejstvo, da malo podjetij dolgoročno raste hitreje od gospodarstva. $WACC$ mora odražati vzdržno finančno strukturo in tveganje, ki je konsistentno s pričakovanimi razmerami v panogi, v kateri podjetje deluje.

3.2.5 Vrednost podjetja z modelom DCF

V tem poglavju bomo opisali, kako poteka celoten proces vrednotenja podjetja z DCF modelom. Proces vrednotenja podjetja z DCF razdelimo v štiri korake:

- **analiza** tekočega in preteklega poslovanja,
- **napoved**⁸ poslovanja v prihodnosti,
- **ocena stroškov kapitala** in izračun **končne vrednosti**⁹ in
- **izračun vrednosti** podjetja.

Pri **analizi preteklega in tekočega poslovanja** se osredotočimo na dejavnike vrednosti. Ključni dejavnik je $ROIC$, saj podjetje povečuje svojo vrednost samo v primeru, če je $ROIC$ večji od stroška kapitala $WACC$. Vrednost podjetja je sicer odvisna od velikosti FCF, njegovo povečanje

⁸ **Napoved** razumemo kot finančno planiranje, ki se nanaša na finančno planiranje obsega in financiranja dolgoročnih naložb. Deyhle (1997, str.122-123) razlikuje med napovedovanjem in planiranjem. **Napovedovanje** je predvidevanje s katerim prikazujemo prihodnjo usmerjenost zadev ali procesov. Zadeva pa na primer razvoj prebivalstva, politični, pravni in splošni tehnološki razvoj itd. Sicer pa predstavljajo 'korito', po katerem bo kasneje tekkel planski tok. **Planiranje** pa je (v primerjavi s predvidevanjem) sestavljeno iz namenskega smotra, strategije za uresničevanje cilja in ukrepov, ki silijo k uresničevanju določenega cilja. Plani so odločitve, napovedi pa so zelo koristne pri 'odmerjanju plina' pri planiranju.

⁹ Tako stroške kapitala kot končno vrednost smo že opisali.

oziroma rast pa od produkta ROIC in stopnje reinvestiranja. Za izračun ROIC moramo iz bilanc podjetja naprej določiti NOPLAT in IC. Z NOPLAT in IC je ROIC določen. Sedaj se lahko usmerimo v samo analizo ROIC oziroma v analizo ključnega dejavnika vrednosti.

Copeland (2000, str. 172) predlaga, da si analizo organiziramo tako, da ROIC razčlenimo na ključne komponente, ki ga določajo. Členitev ROIC daje povezavo med sodobnimi finančnimi vidiki in nefinančnimi vidiki merjenja uspešnosti (model BSC). ROIC je namreč mogoče členiti do najnižje operativne ravni v podjetju, kar v bistvu ni nič drugega kot sistematično organiziranje dejavnikov vrednosti – kazalcev, podobno kot pri modelu BSC, v smiselne skupine, ki omogočajo odkrivanje potencialov za večanje vrednosti podjetja. Kako bomo razstavili ROIC je odvisno od podjetja do podjetja in tudi od tega, kateri dejavniki so za konkretno podjetje pomembni. Z nekoliko matematične manipulacije lahko členitev zapišemo z enačbo 13.

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Prihodki} * \frac{Prihodki}{IC} = \frac{EBIT(1 - \tau)}{Prihodki} * \frac{Prihodki}{IC} \quad (13)$$

Če želimo analizirati kako uspešno je podjetje pri pretvarjanju prihodkov v dobiček, je bolj primerno, da ROIC izrazimo z EBIT. EBIT namreč ne vsebuje davčnih vplivov in je zato boljše sodilo uspešnosti pretvarjanja prihodkov v dobiček (enačba 14).

$$\frac{EBIT}{IC} = \frac{EBIT}{Prihodki} * \frac{Prihodki}{IC} \quad (14)$$

Prvi člen v enačbi 14 predstavlja **dobičkonosnost prihodkov** in meri uspešnost podjetja pri pretvarjanju prihodkov v dobiček iz poslovanja, drugi pa predstavlja **obračanje investiranega kapitala**¹⁰ in meri, kako je podjetje učinkovito pri uporabi kapitala. Nadaljnja členitev teh dveh sodil daje vpogled v razmerja med stroški poslovanja in postavkami kapitala na eni strani ter prihodki iz poslovanja na drugi strani.

Vrednosti posameznih komponent ROIC so odvisne od podjetja do podjetja in od panoge, v kateri deluje podjetje. Odražajo lahko strategijo podjetja v razmerju do svojih konkurentov. Podjetje lahko v konkretnem primeru dosega večjo dobičkonosnost prihodkov na račun obračanja kapitala in obratno. Dejstvo pa je, da so v praksi uspešnejša podjetja boljše od konkurentov po obeh sodilih.

Zadnji dejavnik, ki je potreben za analizo preteklega in tekočega poslovanja, je FCF. Z izračunom preteklih dejavnikov vrednosti dobimo vpogled v trende gibanja in možnost primerjave podjetja s konkurenti v panogi. Celovita analiza poslovanja vključuje poleg finančne

¹⁰ Zaradi poimenovanja sredstev, s katerimi podjetje izvaja svojo osnovno dejavnost z investiranim kapitalom, smo tudi namesto izraza obračanje sredstev uporabili izraz **obračanje investiranega kapitala**.

analize še analizo konkurenčne strukture panoge in kvalitativne analize prednosti in slabosti podjetja in panoge.

K analizi preteklega in tekočega poslovanja podjetja spada še analiza finančnega zdravja podjetja z vidika upnikov. V tem delu nas zanima predvsem, kako podjetje financira svojo rast. Pomembno je, kaj se dogaja z FCF (ga troši ali generira, kolikšen del investiranega kapitala prihaja od upnikov in kolikšen od lastnikov ter kako varna je struktura kapitala). Najboljši način, da dobimo odgovore na ta vprašanja je, da napovemo denarne tokove v prihodnosti in razvijemo različne možne scenarije njihovega gibanja v prihodnosti ter izračunamo ključna sodila za analizo finančnega zdravja podjetja (pokritost stroškov obresti, delež dolga v celotnem IC, stopnja investiranja in stopnja izplačila dividend).

Ključni spremenljivki ***napovedi poslovanja podjetja v prihodnosti*** sta rast in ROIC. Ker sta ti dve vrednosti spremenljivi v času, je potrebno pri njihovi napovedi upoštevati časovno komponento. Copeland (2000, str. 233) predlaga sledeče korake pri izdelavi napovedi poslovanja:

- ocenimo ***strateško pozicijo*** podjetja,
- razvijemo različne ***scenarije razvoja***,
- določimo ***dejavnike vrednosti*** in
- preverimo ***smiselnost rezultatov***.

Konkurenčne prednosti so tiste, ki omogočajo podjetju, da realizira pozitivno razliko med ROIC in WACC. Brez konkurenčnih prednosti lahko podjetje realizira donos, ki je v najboljšem primeru enak stroškom kapitala. ***Ocena strateške pozicije*** podjetja pomeni oceno o tem, kako podjetje izkorišča svoje konkurenčne prednosti v panogi. Gre za celovito oceno podjetja v okviru procesa strateškega planiranja oziroma procesa oblikovanja strategije podjetja.

Konkurenčne prednosti podjetja, skupaj z analizo možnosti, da jih tudi ohrani v prihodnosti, so osnova za razvoj ***različnih možnih scenarijev poslovanja*** podjetja v prihodnosti. V praksi se običajno razvija več različnih scenarijev razvoja in ne samo tistega, ki je najbolj verjeten. Razvijanje različnih možnih scenarijev razvoja pomeni upoštevati različne dejavnike, ki bodo v prihodnosti lahko vplivali na podjetje (razvoj novih proizvodov, politične spremembe, spremembe preferenc in življenjskih stilov, dostopnost surovin, splošno stanje v domačem in svetovnem gospodarstvu itd.). Posameznim scenarijem pripišemo verjetnost, da se v resnici zgodijo, vrednost podjetja pa je potem odvisna od rezultatov vrednotenja posameznih scenarijev in verjetnosti realizacije posameznih scenarijev.

Preden začnemo z ***napovedovanjem posameznih postavk***, je potrebno določiti strukturo napovedi. S strukturo napovedi mislimo na vrstni red napovedovanja posameznih spremenljivk in na to, v kakšni odvisnosti so posamezne spremenljivke. Priporočljivo je, da napoved začnemo

z izkazom uspeha in bilanco stanja, iz katerih potem določimo prosti denarni tok. Možno je sicer direktno napovedovati prosti denarni tok, vendar je ta način manj pregleden in lahko pripelje do situacije, ko ni več pregledna soodvisnost posameznih postavk izkaza uspeha in bilance stanja, ki pa ju v vsakem primeru moramo izdelati (Copeland et al., 2000, str. 240).

Najpogosteje začnemo napoved posameznih postavk z napovedjo prihodkov (demand driven approach), iz katerih izpeljemo vse ostale postavke. V pomoč nam je členitev ROIC, s katero lahko sistematično nadaljujemo napoved in tudi preverjamo pravilnosti napovedovanja. Posamezne postavke lahko napovedujemo samo po temeljiti analizi podjetja in panoge, v kateri podjetje posluje, pri čemer so nam v pomoč podatki o preteklem poslovanju. Iz preteklih podatkov moramo izluščiti tiste potenciale podjetja, ki imajo na uspešnost poslovanja največji vpliv. Še posebej pozorni pa moramo biti na spremembe, ki se morajo dogoditi tako v podjetju kot v panogi, da lahko pričakujemo napovedano gibanje dejavnikov vrednosti podjetja.

Zadnji korak pri napovedovanju poslovanja podjetja v prihodnosti je sam izračun FCF in dejavnikov vrednosti iz napovedanih izkazov uspeha in bilanc stanja. Poslovanje podjetja v prihodnosti analiziramo na enak način, kot smo analizirali preteklo poslovanje. Ostane nam še, da presodimo o **smiselnosti rezultatov**, ki smo jih dobili z analizo. Pri oceni smiselnosti rezultatov moramo upoštevati, kako se gibanje ključnih dejavnikov sklada s samimi značilnostmi podjetja in dinamiko konkurenčne strukture v panogi. Pozorni moramo biti na konsistentnost rasti prihodkov podjetja v okviru panoge oziroma na to, ali je podjetje sposobno, da v konkurenčnih razmerah vzdržuje napovedano rast. Proučiti moramo tudi možne reakcije konkurentov, glede na to, da bodo ti v primeru realiziranih napovedi prihodkov verjetno izgubljali tržni delež. Presoditi moramo tudi konsistentnost ROIC z rastjo prihodkov glede na konkurenčno strukturo v panogi. Nenazadnje je potrebno dati tudi oceno sposobnosti menedžmenta, da izpelje načrtovane investicije.

V zadnjem koraku pri **izračunamo vrednost podjetja oziroma navadnega kapitala**, ter poskušamo interpretirati dobljen rezultat. Sam izračun razdelimo v tri korake, ki smo jih prikazali v tabeli 2.

Tabela 2: Izračun vrednosti navadnega kapitala podjetja

+ Poslovna vrednost podjetja = diskontirani napovedani FCF in TV
+ Vrednost vseh neposlovnih sredstev (njihov denarni tok je bil izločen iz FCF)
- Oblike dolga in ostale oblike financiranja, ki so nad navadnim kapitalom
= Vrednost navadnega kapitala

Potem, ko določimo vrednost kapitala za vsako napoved posebej, je pomembno, da preverimo, kako so izračunane vrednosti skladne z napovedjo gibanja dejavnikov vrednosti, kakšne so izračunane vrednosti v primerjavi s tržno vrednostjo podjetja, pravilnost posebnih predvidevanj

posameznih dejavnikov, ki pomembno vplivajo na izračunano vrednost podjetja in finančni vidik napovedi glede na dosegljivosti in željnost napovedane finančne strukture.

3.3 Model EVA

Ekonomsko dodana vrednost je sodilo, ki v denarju izraža dodano vrednost, ki ga ustvarja podjetje. Izračun začnemo z določitvijo **presežnega donosa**, ki je opredeljen kot razlika med ROIC in WACC podjetja, ki ga pomnožimo s knjigovodsko ugotovljenim **investiranim kapitalom** v osnovni dejavnosti podjetja (Stewart, 1998, str. 136). Ekonomsko dodana vrednost, EVA¹¹ (Economic Value Added) je opredeljena z enačbo 15:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC \quad (15)$$

EVA ekonomsko dodana vrednost
ROIC donos na investiran kapital
WACC stroški kapitala
IC investiran kapital

Iz definicije ekonomske dodane vrednosti EVA (Economic Value Added) izhaja, da potrebujemo za njen izračun **donos na investirani kapital**, **strošek kapitala**, ter **vrednost investiranega kapitala**. Vsi ti podatki so znani dejavniki vrednosti, ki smo jih opisali v okviru DCF modela.

Zapis definicije v nekoliko drugačni obliki razkriva, da ni EVA nič drugega kot NOPLAT, zmanjšan za vrednost vseh stroškov investiranega kapitala podjetja (enačba 16).

$$EVA = NOPLAT - WACC * IC \quad (16)$$

Na tem mestu bomo navedli nekatere poglede, ki jih izpostavljajo zagovorniki modela EVA. V glavnem so ti pogledi posledice omejitev in **pomanjkljivosti računovodskih informacij**, ki so jih pripeljale do tega, da je potrebno pri izračunu IC in NOPLAT bistveno popravljati računovodske informacije. Najpomembnejši potrebni popravki, ki jih je potrebno narediti, se nanašajo na: obravnavanje stroškov raziskav in razvoja, strateških investicij, pripojitev, stroškov, ki so dejansko investicije, stroške prestrukturiranja, upoštevanje odloženih davkov in amortizacijo sredstev (Al Ehrbar, 1998, str. 167). Vse popravke lahko strnemo v naslednjih štirih točkah:

- kapitalizirati je potrebno vse poslovne stroške, katerih namen je ustvarjanje koristi v prihodnosti in so dejansko investicije,
- kapitalizirati je potrebno vse poslovne stroške, ki so dejansko stroški financiranja,

¹¹ EVA je registrirana blagovna znamka podjetja Stern Stewart & Co. EVA ni novo odkritje na področju ekonomsko-poslovne znanosti, ampak ima korenine v že dolgo znanem ekonomskem dobičku, ki ga je utemeljil Alfred Marshal l. 1890.

- izločiti moramo vse postavke, ki nižajo knjižno vrednosti IC, čeprav se ta dejansko ne spreminja in
- upoštevati moramo aktivnosti, ki vplivajo na knjižno vrednost IC, vendar zaradi usmeritev računovodskih standardov na IC ne vplivajo.

V nadaljevanju bomo opisali popravke, ki se nanašajo na poslovne stroške, katerih namen je ustvarjanje koristi v prihodnosti. Pri ostalih se omejujemo samo na njihovo navedbo.

3.3.1 Poslovni stroški, katerih namen je ustvarjati koristi v prihodnosti

Investicije so opredeljene kot izdatki, ki naj bi prinašali koristi v prihodnosti. Običajno pa pod pojmom investicije razumemo le izdatke v stalna sredstva podjetja (zemljišče, zgradbe in oprema). Zagovorniki modela EVA predlagajo, da se kot investicija štejejo tudi vsi poslovni stroški, ki imajo namen ustvarjanja koristi v prihodnosti oziroma so po svoji naravi investicije. Primer so zagotovo stroški, ki jih podjetje namenja za R&D¹². Da so ti stroški dejansko investicije, je seveda samoumevno, saj so investicije v R&D v nekaterih podjetjih (farmacija, informatika), zagotovo bolj dolgoročne investicije, kot pa so investicije v stalna sredstva podjetja. Izdatke v R&D bi morali torej obravnavati kot dolgoročne investicije, vendar pa računovodski standardi¹³ tega ne dovoljujejo.

Prvi korak, ki ga moramo narediti pri popravku računovodskih informacij pri obravnavanju izdatka za R&D je, da ga izločimo iz izračuna NOPLAT in ga prikažemo kot investicijo v sredstvo. Posledica vsakršne investicije je namreč sredstvo in tudi v tem primeru je tako. Imenujemo ga lahko kar **R&D sredstvo**. Kapitalizirati moramo tako izdatke v preteklosti kot tekoče izdatke za R&D. Tako kot kakršnokoli drugo sredstvo tudi to sredstvo v času izgublja svojo uporabnost, zato ga moramo amortizirati.

Obravnavanje R&D kot investicijo ima lahko velik vpliv na ROIC. Vpliv določimo tako, da ugotovimo, kakšen je ta vpliv na velikost IC in NOPLAT. Najbolj se bo IC povečal v starejših podjetjih, ki so v preteklosti imela precejšnje izdatke v R&D. Sicer pa na samo velikost IC vpliva, v nasprotno smer, tudi amortizacija R&D sredstva. Vpliv na NOPLAT je odvisen od trenda izdatkov v R&D in amortizacije obstoječega R&D sredstva. Povečanje oziroma znižanje

¹² Primeri izdatkov, ki so **po naravi investicije**: usposabljanje zaposlenih, plačana premija za blagovno znamko, izdatki za promocijo itd. Madden (1999, str.230-232) navaja zanimiv primer podjetja 3M, ki spodbuja zaposlene, da namenijo 15% svojega delovnega časa za raziskovanje tistega, kar se jim zdi pomembno. 15% stroškov dela prav gotovo predstavlja investicijo.

¹³ Razlog, zakaj računovodski standardi tako obravnavajo izdatke v R&D, lahko iščemo v domnevi, da obstaja velika negotovost, da bodo izdatki v R&D pripeljali do izdelka, ki bo tržno zanimiv. Takšno konzervativno gledanje pomeni, da sredstvo, ki je kreirano z izdatkom v R&D, nima likvidacijske vrednosti, kar pa je izjemno kratkovidno. Če se strinjamo s takšno logiko, potem tudi patente, ki nastanejo zaradi R&D, ne smemo prikazovati med stalnimi sredstvi v bilanci stanja. Protislovje pa postane še večje, ker lahko nakup patenta od tretje osebe obravnavamo kot stalno sredstvo (Damodaran, 2001a, str. 4)

NOPLAT je odvisno od razlike med izdatki za R&D in amortizacijo R&D sredstva (enačba 17 na strani 37).

$$ROIC = \frac{NOPLAT + AM_{R\&D}}{IC + R\&D} \quad (17)$$

NOPLAT prilagojen dobiček iz poslovanja

IC investiran kapital

$AM_{R\&D}$ amortizacija sredstva R&D

$R\&D$ sredstvo R&D

Celoten vpliv na ROIC je odvisen od obsega izdatkov v tekočem obdobju v primerjavi s stroški amortizacije R&D sredstva in same velikosti ROIC pred popravkom.

Pomembno pri tem pa je tudi dejstvo, da spremenjena obravnava izdatkov v R&D ne vpliva na velikost FCF v tekočem obdobju zato, ker nima nobenih davčnih vplivov¹⁴. Podjetja, ki vlagajo predvsem v R&D in obravnavajo izdatke v R&D kot stroške, imajo običajno zelo nizke stopnje reinvestiranja. Takšna podjetja zato izgledajo, kot da imajo zelo majhno pričakovano rast v prihodnosti. Spremenjena obravnava R&D nam omogoča, da ločimo podjetja, ki investirajo v rast podjetja, in tista, ki ne investirajo. Podjetja, ki obravnavajo R&D kot strošek poslovanja, dosegajo višji ROIC, vendar jih spremenjeno obravnavanje R&D izdatkov postavi v enako izhodišče s podjetji, ki obravnavajo R&D kot investicijo. Podjetja se sedaj razlikujejo samo glede na potencialno rast podjetja v prihodnosti, ki pomeni tudi večjo vrednost podjetja.

3.3.2 Vrednosti podjetja z modelom EVA

Model ekonomske dodane vrednosti ne prinaša v teorijo poslovnih financ nič novega. Matematično pomeni model EVA samo drugačen zapis modela NPV (Net Present Value). Neto sedanja vrednost podjetja je namreč enaka neto sedanji vrednosti ekonomskih dodanih vrednosti projekta (enačba 18).

$$NPV = \sum_{t=1}^N \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \quad (18)$$

EVA_t ekonomska dodana vrednost v obdobju t

NPV neto sedanja vrednost podjetja

¹⁴ Vpliv davkov je vključen v izračun NOPLAT, zato popravek ne vpliva na FCF podjetja in s tem ne na vrednost podjetja. Ne glede na to, pa je ločitev izdatkov v R&D koristna, saj dobimo jasnejšo sliko o tem kako podjetje izrablja svoja obstoječa sredstva in koliko investira v rast podjetja.

r diskontni faktor
 N življenjska doba

Povezava med EVA in NPV omogoča povezavo med vrednostjo podjetja in ekonomsko dodano vrednostjo, ki jo podjetje ustvarja. Vrednost podjetja lahko zapišemo kot vsoto vrednosti v eksplicitnem obdobju napovedovanja in vrednosti po eksplicitnem obdobju, pri čemer zadnji člen še naprej razčlenimo na dodano vrednost, ki jo pričakujemo v eksplicitnem obdobju napovedovanja, in vrednost, ki jo pričakujemo v obdobju po eksplicitni napovedi (enačba 19).

$$Vrednost\ podjetja = IC + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=T+1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \quad (19)$$

ICinvestirani kapital
 EVA_tobdobna vrednost ekonomske dodane vrednosti
 r strošek kapitala
 Teksplicitno obdobje napovedovanja

Prvi člen v zgornji enačbi predstavlja začetni investirani kapital, drugi sedanjo vrednost napovedane EVA v eksplicitnem obdobju napovedovanja, tretji pa sedanjo vrednost EVA po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Zadnji člen v zgornji enačbi predstavlja končno vrednost EVA, TV_{EVA} , ki jo izračunamo z enačbo 20 (Copeland et al., 2000, str. 272):

$$CV_{EVA} = \frac{EVA_{T+1}}{r} + \frac{NOPLAT_{T+1} g / ROIC_I (ROIC_I - r)}{r(r - g)} \quad (20)$$

TV_{EVA}končna vrednost ekonomske dodane vrednosti
 EVA_{T+1}ekonomska dodana vrednost v prvem letu po eksplicitnem obdobju
 $NOPLAT_{T+1}$NOPLAT v prvem letu po eksplicitnem obdobju
 gpričakovana rast NOPLAT v neskončnost
 $ROIC_I$ROIC novih investicij po eksplicitnem obdobju napovedovanja
 rstrošek kapitala

Zapis vrednosti podjetja s pomočjo sedanjih vrednosti ekonomskih dodanih vrednosti dokazuje, da maksimiranje sedanje vrednosti EVA pomeni hkrati tudi maksimiranje vrednosti podjetja. Ta posledica je tudi konsistentna s teorijo poslovnih financ. Sedaj vidimo, da trditev, da EVA model zahteva manj informacij kot DCF model, ne drži. Tudi ne drži, da omogoča boljše ocene vrednosti podjetja. ***EVA model daje popolnoma enake rezultat kot DCF model in nasprotno, od trditve njegovih zagovornikov, zahteva več in ne manj informacij kot DCF model. Dodaten podatek, ki je popolnoma nepotreben, je velikost investiranega kapitala.*** Modela EVA in DCF

sta matematično popolnoma enakovredna, saj je model EVA samo spremenjena oblika DCF modela. Bistvo modela EVA je matematični trik, s katerim se vse spremembe pri izračunu, v primerjavi z modelom DCF, izničijo. Rezultat tega trika je, da je povsem nepomembno kakšna je začetna vrednost IC, ker bo rezultat vrednotenja vedno enak¹⁵ (Makelainen, 1998, str.24 – 25).

Zagovorniki modela EVA sicer poudarjajo, da so prednosti modela v novih vidikih ustvarjanja vrednosti, in sicer zato, ker se model osredotoči na presežni donos, ki je opredeljen z donosom na investirani kapital in stroškom kapitala, vendar je očitno, da **DCF model, v katerem je rast opredeljena s stopnjo reinvestiranja in ROIC reinvestiranja, doseže iste cilje in pripelje do enakih rezultatov.**

3.3.3 EVA in vrednost podjetja – potencialni konflikti

O konfliktih govorimo kadar menedžerji sprejemajo odločitve, ki delujejo v smeri povečevanja pričakovane EVA, medtem ko se vrednost podjetja manjša. Stewart opredeli tržno vrednost podjetja kot vsoto investiranega kapitala, IC, in sedanje vrednosti vseh EVA v prihodnosti (enačba 21) (Stewart, 1998, str. 166).

$$\text{Vrednost podjetja} = IC + \sum_{t=1}^N \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \quad (21)$$

EVA_t ekonomska dodana vrednost v obdobju t

IC..... investiran kapital

WACC.....strošek kapitala

N življenjska doba

tobdobje merjenja

r.....strošek kapitala

S pomočjo zgornje enačbe je mogoče analizirati odločitve menedžerjev v zvezi z investiranim kapitalom, rastjo podjetja in vplivanja na poslovno tveganje.

Odločitve v zvezi z **investiranim kapitalom** lahko analiziramo, če se osredotočimo na prvi člen v zgornji enačbi. Zmanjšanje investiranega kapitala, ob enakem NOPLAT, bo namreč povzročilo proporcionalno povečanje drugega člena, ki je opredeljen s perspektivami podjetja v prihodnosti. Če je nagrada menedžerjev odvisna od drugega člena v enačbi, bodo prav gotovo sprejemali aktivnosti, ki bodo ta člen kar najbolj povečevale. Obstaja torej logična podlaga za pobude v

¹⁵ To enakost bomo pri izračunu vrednosti podjetja z modelom EVA, na osnovi izračuna, tudi pokazali.

smeri zniževanja investiranega kapitala (likvidacija obrata, zmanjševanje knjižne vrednosti investiranega kapitala, poslovni lizing in realokacija investiranega kapitala med oddelki). Menedžerji se bodo zato težko uprli skušnjavi, da ne bi delovali v smeri nižanja knjižne vrednosti investiranega kapitala. Njihovi rezultati bodo namreč izgledali precej bolje.

Vrednost podjetja je odvisna od vrednosti sredstev, ki jih podjetje poseduje, in od perspektiv podjetja v prihodnosti. Kadar so menedžerji nagrajevani na osnovi spremembe ekonomske dodane vrednosti v tekočem obdobju ali na osnovi medobdobnih sprememb ekonomskih dodanih vrednosti, je za njih relevantna vrednost EVA samo tista, ki jo generira IC podjetja. Tak način nagrajevanja lahko spodbudi menedžerje, da sprejemajo odločitve, ki gredo **na račun nižje rasti podjetja v prihodnosti**. Če menedžerji z odločitvami lahko povečajo ROIC na račun rasti v prihodnost, se bo vrednost podjetja znižala, čeprav se bo EVA od obstoječih sredstev povečala. Menedžerji bodo v tem primeru nagrajeni, čeprav bodo njihove odločitve zmanjševale vrednost podjetja. Ta problem se v praksi rešuje tako, da je nagrada menedžerjev samo deloma povezana z obdobjnimi rezultati. Podjetja lahko menedžerjem izplačajo samo del nagrade, ki jim pripada na osnovi dobrih obdobjnih rezultatov, del pa obdržijo v posebnem skladu, iz katerega črpajo nagrade v prihodnosti, v primeru, da bodo tudi v prihodnosti rezultati dobri. Menedžerji, ki povečujejo ekonomsko dodano vrednost na račun perspektiv v prihodnosti, bodo na tak način kaznovani.

Zadnji člen v zgornji enačbi je funkcija absolutnih denarnih zneskov in stroškov kapitala. Menedžerji, ki sicer sprejemajo odločitve, ki povečujejo EVA, lahko kljub temu zmanjšajo vrednost podjetja, če so te odločitve takšne, da **povečujejo poslovno tveganje** in s tem višajo stroške kapitala. Take tendence ravnanja so verjetne in pomenijo usmeritev investiranja v tvegane investicije. Te tendence so še bolj izrazite v primerih, ko strošek kapitala ne odraža povečanega tveganja investicij (Damodaran, 2001, str 53).

3.3.4 EVA kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja

Največ podjetij, ki uporablja model EVA kot sodilo uspešnosti poslovanja, nanj običajno tudi veže **sisteme nagrajevanja menedžerjev** in to na vseh ravneh. V večini primerov merijo **vsakoletne spremembe EVA**, bolj redko pa **sedanjo vrednost napovedanih EVA**. Nagrada menedžmenta je pogosto odvisna od tega, koliko je ekonomska dodana vrednost v tekočem obdobju večja od ekonomske dodane vrednosti v preteklem obdobju. Menedžerji so lahko tudi nagrajeni, če presežejo pričakovano vrednost EVA, vendar pa se uporaba pričakovane EVA, po mnenju mnogih, prelahko zlorablja.

Podjetja, ki so se odločila za EVA model so to storila tudi **na najnižjih ravneh v podjetju**. Takšna podjetja pa se srečujejo s precejšnjimi problemi pri oceni EVA na najnižjih ravneh upravljanja v podjetju. Običajno takšna podjetja vežejo na EVA tudi uspešnost zaposlenih.

Skupini zunanjih analitikov in upraviteljev premoženj sta pomemben del zunanje javnosti, ki se zaradi doseganja presežnih donosov tudi vse bolj usmerja v uporabo modela EVA. Ti dve skupini pa sta precej omejeni v aplikaciji modela, saj so jim na voljo samo informacije, ki jih podjetja javno objavljajo zato običajno poskušajo z dodatnimi popravki javno objavljenih informacij priti do pravilnejših ocen. Vsakoletno primerjanje medletnih EVA, ocenjenih na tak način, izgleda preveč preprosto, da bi lahko bilo uporabno. Sklepanje na osnovi tako izračunanih ekonomskih dodanih vrednosti lahko pripelje do zelo napačnih zaključkov.

EVA omogoča preusmeritev pozornosti na presežno dodano vrednost oziroma opozarja na dejstvo, da ni pomembno, koliko dobička realizira podjetje, ampak koliko presežnega dobička realizira. To je dobička, ki je nad stroški financiranja. Uporaba absolutnega namesto odstotnega sodila ekonomske dodane vrednosti omogoča boljši vpogled v projekte, ki prispevajo k ustvarjanju vrednosti podjetja. Podjetje mora realizirati vse projekte, ki zagotavljajo donose, ki so večji od stroškov financiranja, ne glede na to, da so nekateri bolj, nekateri pa manj donosni, saj maksimiranje ekonomske dodane vrednosti pomeni tudi maksimiranje vrednosti podjetja.

V praksi se poskuša s kombinacijo sodobnih finančnih in nefinančnih modelov priti do učinkovitega orodja, s katerim bo menedžment lahko učinkovito povečeval vrednost za lastnika. Tako model EVA kot model BSC sta uporabno orodje menedžmenta za večanje vrednosti za lastnika. EVA je uporaben pri sledenju ustvarjanja vrednosti v podjetju, medtem ko je model BSC zelo močno komplementarno orodje s tem, ko omogoča uresničevanje strateških in operativnih planov, katerih namen je iskanje možnosti, ki bodo večale vrednost za lastnika (2GC Active Management, 2001, str. 7).

V bistvu sta si koncepta EVA in BSC, gledano s finančnega vidika, zelo podobna. Sam izračun EVA vrednosti namreč temelji na elementih, ki so povezani s prihodki, stroški, investiranim kapitalom in stroški, povezanimi z investiranim kapitalom. Pri sami aplikaciji koncepta EVA v celotni organizaciji so definicije teh elementov povezane s strateškimi in operativnimi plani, katerih cilj je ravno izboljšava vrednosti teh elementov in s tem večanje vrednosti za lastnika. Sodila, do katerih pride model BSC, so mnogokrat v praksi zelo podobna ravno tem elementom izračuna modela EVA, zato je priporočljivo, da se s pomočjo modela EVA poveča verodostojnost izboru finančnih sodil v okviru modela BSC.

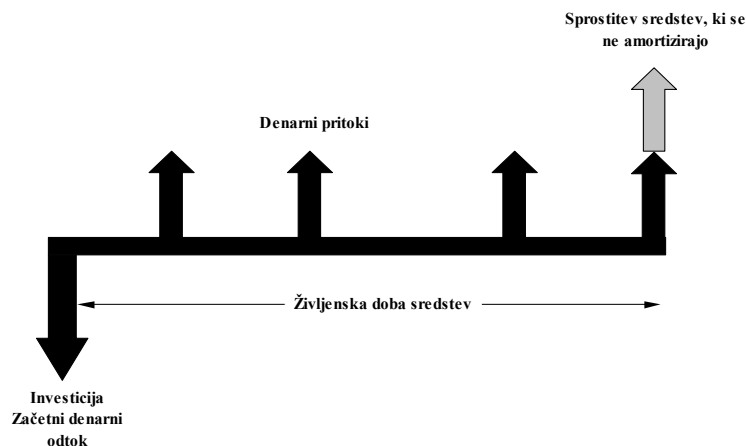
3.4 Model CFROI

Osnova za razumevanje modela CFROI¹⁶ (Cash Flow Return On Investments) je zaključen projekt, ki ga lahko opišemo kot začetni izdatek, ki v svoji življenjski dobi generira enake

¹⁶ CFROI je registrirana blagovna znamka podjetja HOLT Value Associates, L.P.

denarne tokove, v zadnjem obdobju pa se, poleg obdobjnega denarnega toka, sprosti še celotna vrednost obratnega kapitala (slika 2).

Slika 2: Model denarnih tokov podjetja



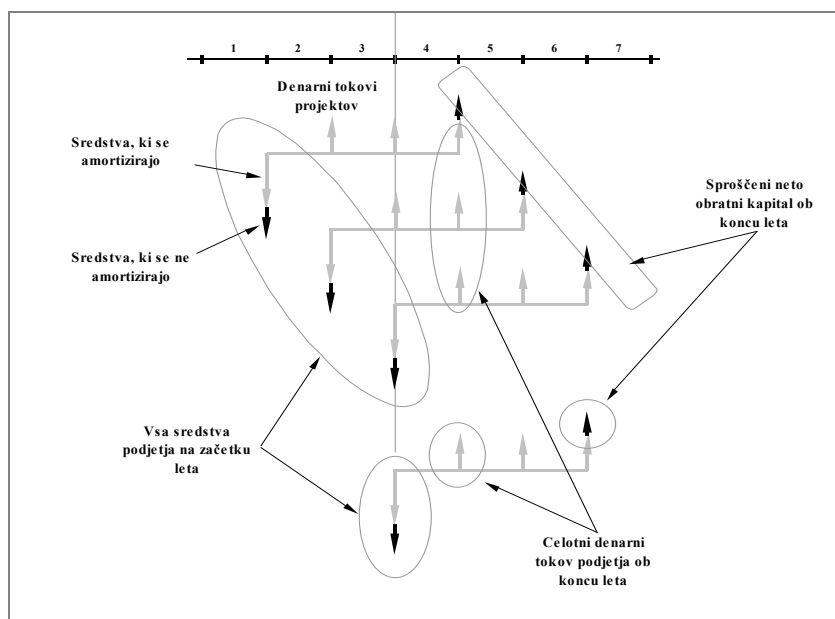
Vir: Madden, 1999, str. 16

Ekonomsko uspešnost takšnega projekta določa interna stopnja donosnosti projekta oziroma tista stopnja donosnosti, ki izenači denarne tokove projekta z začetnim izdatkom.

Model CFROI z denarnimi tokovi, ki jih pričakujemo od začetnih investicij in časovne vrednosti denarja, izmeri pričakovani donos podjetja, ki je enak interni stopnji donosnosti oziroma CFROI. Bistvena predpostavka modela je, da so denarni tokovi podjetja v prihodnosti **določljivi z uspešnostjo podjetja v tekočem obdobju**, zmerjeno s CFROI. Je modificirana verzija modela interne stopnje donosnosti s tem, da upošteva celotne investicije v sredstva podjetja in končno življenjsko dobo teh sredstev. Oblika, v kateri ga predlagajo avtorji, primerja CFROI podjetja s stroškom pridobivanja kapitala podjetja. Strošek kapitala je lahko enak, manjši ali večji od CFROI. Primerjava služi kot kriterij pri presojanju uspešnosti poslovanja podjetja. Vrednost podjetja pa se bo povečevala, če bo razlika med CFROI in stroškom kapitala pozitivna.

Model CFROI predpostavlja, da na podjetje gledamo kot na portfelj različnih projektov, ki se med seboj prepletajo. Donosnost posameznih projektov podjetja sicer ni mogoče določiti, na voljo pa so nam bilance podjetja, ki vsebujejo agregatne podatke vseh poslovnih aktivnosti podjetja. Za vsako obdobje lahko iz bilanc podjetja izdelamo agregatne ocene donosnosti vseh projektov v podjetju in ga primerjamo s stroškom pridobivanja kapitala podjetja. Izračun posameznih elementov iz slike 2 prikazujemo na sliki 3 na strani 43, kjer je podjetje prikazano kot portfelj individualnih projektov.

Slika 3: Podjetje kot portfelj projektov



Vir: Madden, 1999, str. 79

Bilance podjetja nam **nudijo vse štiri potrebne podatke** za izračun interne stopnje donosnosti oziroma CFROI. Za podjetje, ki ga sestavlja veliko število aktivnih projektov, predstavlja CFROI indikacijo o povprečni donosnosti vseh investicij v podjetju. V nadaljevanju bomo opisali, kako iz bilanc podjetja pridobimo potrebne vhodne podatke za izračun CFROI podjetja. Iz slike 2 na strani 42 je razvidno, da potrebujemo za izračun štiri vhodne podatke:

- vrednost **začetne investicije** v sredstva podjetja, *GI* (Gross Investment),
- **obdobni denarni tok**, ki ga generirajo sredstva, *GCF* (Gross Cash Flow),
- **življenjsko dobo** sredstev, *n*, in
- **sproščeno vrednost sredstev** oziroma pričakovano vrednost sredstev na koncu življenjske dobe *SV* (Salvage Value).

Začetno investicijo v sredstva podjetja izračunamo tako, da vrednosti sredstev, *NAV* (Net Asset Value), prištejemo vso obračunano amortizacijo, *CDA* (Cumulated Depreciation on Asset), sredstev, ki je bila obračunana do obdobja merjenja. Tako pridemo do začetne vrednosti sredstev oziroma do ocene začetne investicije v sredstva podjetja, vpliv inflacije pa izločimo tako, da začetne izdatke v investicije pretvorimo v tekoče denarne vrednosti (enačba 22).

$$GI = NAV + CDA + INF \quad (22)$$

GI.....začetna investicija v sredstva podjetja

NAV.....sredstva podjetja

CDA.....akumulirana amortizacija sredstev
INF.....popravek zaradi inflacije

Obdobni denarni tok je vrednost denarnega toka, ki ga pripisujemo sredstvom podjetja. Opredeljen je kot vsota čistega dobička iz poslovanja po davkih in nedenarnih stroškov. Podobno kot pri modelu EVA in DCF, ga je potrebno popraviti zaradi računovodskega prikazovanja informacij. Popravki, ki jih predlagajo avtorji modela CFROI, so enaki kot popravki, ki smo jih opisali, da smo prišli do NOPLAT. Če NOPLAT dodamo obdobjno amortizacijo osnovnih sredstev, pridemo do definicije GCF (enačba 23).

$$GCF = NOPLAT + DA \quad (23)$$

GCF.....obdobni denarni tok
NOPLAT.....čisti dobiček iz poslovanja po davkih
DA.....amortizacija sredstev

Naslednji podatek, ki ga potrebujemo, je **pričakovana življenjska doba, *n***, sredstev podjetja v času začetne investicije in predstavlja dobo, v kateri pričakujemo obdobjne denarne tokove. Pri izračunu ocene življenjske dobe moramo upoštevati samo sredstva, ki se amortizirajo, zato moramo popraviti *GI*. Odšteti moramo vsa sredstva, ki se ne amortizirajo (vrednost zemljišč, opredmetena osnovna sredstva v izgradnji, dani predujmi za osnovna sredstva itd.), tako da pridemo do *AGI* (Adjusted Gross Investment). Življenjsko dobo sredstev ocenimo tako, da njihovo začetno vrednost delimo z obračunano amortizacijo (enačba 24).

$$n = \frac{AGI}{DA} \quad (24)$$

n.....življenjska doba
AGI.....popravljen vrednost sredstev
DA.....amortizacija sredstev

Izračunano življenjsko dobo običajno zaokrožimo na celo število.

V splošnem je **spročena vrednost** sredstev sestavljena iz obratnega kapitala, ki je potreben za poslovanje podjetja. Sem spadajo še vsa ostala opredmetena sredstva, ki so potrebna za generiranje obdobjnih denarnih tokov, in se ob preteku življenjske dobe projekta sprostijo (npr. zemljišče).

3.4.1 Vrednost podjetja z modelom CFROI

CFROI model temelji na modelu IRR. CFROI je tista interna stopnja donosnosti, ki izenači začetno investicijo z obdobjnimi denarnimi tokovi in sproščeno vrednostjo sredstev v prihodnosti (enačba 25).

$$GI = \frac{SV}{(1 + CFROI)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{GCF_t}{(1 + CFROI)^t} \quad (25)$$

GIzačetna investicija v sredstva podjetja

SVsproščena vrednost sredstev

GCF_tobdobni denarni tokovi

nživljenjska doba

$CFROI$interna stopnja donosnosti, ki izenači GCF_t in SV z GI

CFROI model se od modela IRR se razlikuje v tem, da predpostavlja konstantno vrednost napovedanega denarnega toka v času življenjske dobe investicije. Ta predpostavka je nerealna, saj podcenjuje investicije, ki imajo potencial rasti v prihodnosti. Poleg tega se z modelom IRR razlikuje tudi po tem, da model IRR upošteva izključno napovedane denarne tokove v prihodnosti in ne upošteva tistih, ki so nastali v preteklosti. CFROI model nasprotno poskuša rekonstruirati investicije v obstoječa sredstva.

IRR je torej usmerjena izključno v prihodnost, medtem ko je CFROI usmerjen tudi v preteklost. Posledice te razlike so zelo pomembne, saj v primeru, ko CFROI podjetja presega strošek kapitala, to še ne pomeni, da povečuje svojo vrednost. Če je v tem istem primeru IRR manjša od stroška kapitala, bo podjetje uničevalo vrednost.

Vrednost podjetja (Warranted Value) je v okviru CFROI modela opredeljena z enačbo 26 (Madden, 1999, str. 66).

$$\text{Vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NCR_t}{(1+r)^t} \quad (26)$$

NCR_tneto (prosti) denarni tokovi

rdiskontni faktor

Postopek **izračuna vrednosti podjetja** z modelom CFROI lahko povzamemo v treh točkah:

- napoved **CFROI** v prihodnosti,
- napoved **rasti sredstev** ΔGI (investicije v prihodnosti),
- izračun neto denarnih tokov NCR in njihovo **diskontiranje v sedanost** s stroškom kapitala.

Največja težava DCF modela je, kako napovedati prosti denarni tok oziroma NCR v prihodnosti. Tudi najboljši analitiki imajo težave pri napovedovanju denarnih tokov daleč v prihodnost. CFROI ta problem rešuje tako, da so denarni tokovi določeni kot funkcija CFROI in investicij v prihodnosti. Smiselno je pričakovati, da bodo podjetja z visokim CFROI v daljšem obdobju dosegala donose, ki bodo komaj enaki strošku kapitala. Pri podjetju Holt Value Associates objavljajo t.i. *'fade' faktor*, ki omogoča približevanje trenutne vrednosti CFROI stopnje strošku kapitala. Ta faktor je izračunan empirično, in sicer tako, da se skozi čas opazuje in spremlja podjetja, razvrščena v različnih CFROI kategorijah.

Povezavo *modela CFROI z DCF* modelom pa lahko pokažemo tako, da zapišemo vrednost podjetja s pomočjo enačbe za izračun vrednosti podjetja s stabilno rastjo, ki jo približno zapišemo z elementi CFROI modela (enačba 27) (Damodaran, 2001, str. 64).

$$Vrednost\ podjetja = \frac{FCF}{(r - g_n)} = \frac{(CFROI * GI)(1 - \tau) - (\Delta GI - DA - \Delta WC)}{(r - g_n)} \quad (27)$$

GI.....začetna investicija v sredstva podjetja

DA.....amortizacija sredstev

ΔGI.....investicije v sredstva (investicije v prihodnosti)

ΔWC.....sprememba obratnega kapitala

r.....strošek kapitala

g_n.....stabilna stopnja rasti

τ.....davčna stopnja za obdavčitev dobička

Vrednost podjetja je v okviru modela CFROI odvisna od same velikosti CFROI, hitrosti približevanja strošku kapitala ter stopnje približevanja strošku kapitala. Podjetje lahko poveča svojo vrednost tako, da:

- **poveča CFROI** od obstoječih sredstev,
- zmanjša **stopnjo približevanja** CFROI strošku kapitala in
- zmanjša **hitrost približevanja** CFROI strošku kapitala.

Zapis vrednosti podjetja z DCF modelom, ki ga izrazimo z elementi CFROI modela, omogoča primerjavo načinov povečevanja vrednosti podjetja. Zgornje ugotovitve niso **nič novega**, če jih primerjamo z ugotovitvami pri DCF modelu. Prva točka je ekvivalentna ugotovitvi, da je potrebno povečati denarni tok obstoječih sredstev. Druga, da je potrebno podaljšati obdobje visoke rasti in tretja, da je potrebno povečati stopnjo rasti v obdobju visoke rasti.

Vrednost podjetja s CFROI modelom lahko izračunamo kot vsoto vrednosti, ki jo prispevajo obstoječa sredstva, in vrednosti, ki jo prispevajo investicije v prihodnosti (enačba 28) (Damodaran, 2001, str. 65).

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NCR_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFROI_{OS} \cdot GI_{OS}}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFROI_{t,I} \cdot \Delta GI_t}{(1+r)^t} - \Delta GI_t \quad (28)$$

NCR_tneto denarni tokovi

$CFROI_{OS}$CFROI obstoječih sredstev podjetja

GI_{OS}obstoječa sredstva podjetja

$CFROI_{t,I}$CFROI investicij v prihodnosti (napovedan CFROI)

ΔGI_tinvesticije v sredstva (investicije v prihodnosti)

rdiskontni faktor

3.4.2 CFROI in vrednost podjetja – potencialni konflikti

Odvisnost med CFROI modelom in vrednostjo podjetja ni tako samoumevna kot v primeru modela EVA. Povezavo otežuje dejstvo, da je stopnja donosnosti izražena v obliki donosa. Tudi pri presojanju uspešnosti menedžerjev na podlagi CFROI modela so prav tako možne različne manipulacije, ki so precej podobne kot v primeru modela EVA.

Prva možna reakcija menedžerjev je **zmanjševanje GI** na račun večanja CFROI. Vrednost podjetja je odvisna od produkta CFROI in GI. Glede na to, da je možno povečati CFROI tako, da se zmanjšuje GI, lahko takšna aktivnost zmanjšuje celotno vrednost podjetja. Če se GI zmanjšuje z višjo stopnjo, kot se povečuje vrednost CFROI, se bo vrednost podjetja zaradi aktivnosti menedžerjev manjšala. Menedžerji, ki bodo nagrajevani na osnovi CFROI modela, bodo storili vse, da bo GI v podjetju čim manjši. CFROI model se še bolj kot model EVA osredotoči na obstoječa sredstva podjetja.

Vrednost podjetja se bo zaradi aktivnosti menedžerjev zmanjšala za toliko, kolikor bodo lahko povečali vrednost CFROI, **na račun rasti v prihodnosti**. Žrtvovano rast podjetja lahko zaznamo v 'fade' faktorju. Če ta faktor ne moremo natančno oceniti, je zelo verjetno, da bodo menedžerji žrtvovali prihodnjo rast na račun višje stopnje CFROI v tekočem obdobju.

Vrednost podjetja je še vedno sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov. Podjetje, ki povečuje CFROI, lahko kljub temu zmanjšuje svojo vrednost, če ob tem povečuje **tveganje** in s tem strošek kapitala in bo ta prevladal nad višanjem CFROI. Če bodo menedžerji dosegli večji

CFROI na račun manjše rasti v prihodnosti in/ali večjega tveganja, se bo vrednost podjetja zmanjšala.

3.4.3 CFROI kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja

Modeli, ki izražajo dodajanje vrednosti v denarno izraženih vrednostih, naj bi vodili v slabšo alokacijo kapitala podjetja, ker predpostavljajo, da je na voljo dovolj kapitala za vse projekte s pozitivno sedanjo vrednostjo. Z donosom izraženo sodilo pa podjetju nasprotno omogoča, da doseže največji donos z omejenim obsegom kapitala. CFROI model se, v primeru omejenega obsega kapitala podjetja, pokaže za boljše sodilo.

Tradicionalna sodila uspešnosti podcenjujejo ali precenjujejo uspešnost poslovanja, ker so opredeljena na preostali, računovodski vrednosti sredstev. CFROI model se osredotoči na začetne investicije v sredstva, zato je kot sodilo uspešnosti boljše od tradicionalnih sodil, vključno s sodilom EVA. V primeru kapitalno intenzivnih podjetjih je ta prednost še bolj izrazita.

CFROI model predpostavlja končno življenjsko dobo sredstev, zato je boljše sodilo. S tem, ko predpostavlja končno življenjsko dobo, odpade potreba po izračunavanju končne vrednosti podjetja in sprejemanju predpostavk o podjetju v zelo oddaljeni prihodnosti.

V nasprotju s tradicionalnimi sodili, in celo modelom EVA, se CFROI model osredotoči na denarne tokove. Mnenja o tem so v literaturi sicer deljena, saj nedenarni stroški, ki jih prištevamo k NOPLAT, niso na razpolago lastnikom podjetja, ker so to denarni tokovi pred investicijami in v realnih denarnih vrednostih (Damodaran, 2001, str. 68).

Model CFROI je po mnenju zagovornikov primernejši za uporabo na najvišjih ravneh vodenja podjetja, kjer je še posebej pomembna natančnost izračunane vrednosti podjetja. Na nižjih ravneh vodenja podjetja pa je model manj primeren, saj je prehod na operativne dejavnike vrednosti, ki omogočajo izboljšanje poslovnih procesov v podjetju, precej zapleten (Madden, 1999, str.210-211).

4 Vloga kontrolinga pri doseganju temeljnega cilja poslovanja

4.1 Menedžment in kontroling

Menedžment je proces usmerjanja k realizaciji postavljenih ciljev organizacije z delom ljudi in koriščenjem razpoložljivih resursov. Je najpomembnejša človekova aktivnost, odkar so se ljudje organizirali v skupine, da bi dosegli cilje, ki jih ne bi mogli doseči kot posamezniki. Tako kot je

naraščala odvisnost družbe od skupinsko organiziranega dela, tako je postajala vloga menedžmenta vse pomembnejša.

Sodobna podjetja so zelo kompleksne organizacije. Njihova osnovna značilnost pa je v tem, da celotna organizacija podjetja predpostavlja obstoj vodstvenih in izvajalnih funkcij. Takšna funkcionalna delitev omogoča koriščenje prednosti specializacije, po drugi strani pa postaja koordinacija poslovnih aktivnosti zaradi specializacije vedno bolj zahtevno opravilo. V sodobnih pogojih poslovanja podjetja se za cilj menedžmenta smatra oblikovanje notranjih in zunanjih pogojev za ustvarjalno skupinsko delo. Menedžment je po Lipovcu organizacijska funkcija in proces, ki omogoča, da ločene operacije posameznih izvajalcev ostanejo člen enotnega procesa uresničevanja cilja gospodarjenja in jo izvaja s pomočjo drugih ljudi v procesu planiranja, delegiranja, uresničevanja, usklajevanja in kontroliranja (Rozman et al., str. 42).

Odgovornost menedžmenta za uspeh podjetja je postala v zadnjem času za vodstva podjetij veliko breme. Podjetja v razvitih tržnih gospodarstvih zato vse bolj pogosto uvajajo **aktivnost kontrolinga**. Prvenstveno zaradi razbremenitve vodstev podjetij v celotnem procesu določanja ciljev, planiranja, predračunavanja in kontrole na finančnem in poslovno-ekonomskem področju¹⁷ (IGC, 2000, str. 24). Običajno se v praksi ločuje **strateški** in **operativni** (izvajalni) kontroling. V praksi se je kontroling najbolj uveljavil kot operativni kontroling, kar tudi potrjuje dejstvo, da se pojavlja najpogosteje v okviru računovodstva, finančnega sektorja, računovodsko-finančnega sektorja, sektorja za finance in kadre. Z razliko od operativnega kontrolinga naj bi se strateški kontroling ukvarjal z zagotavljanjem dolgoročnega obstoja podjetja, primarno z zunanjim okoljem, zagotavljanjem heterogenih informacij in dolgim rokom. Sicer pa so razčlenjevanja, kaj je to strateški kontroling, na samem začetku, zato je danes težko soditi, kakšne so sploh razlike med strateškim kontrolingom, strateškim planiranjem in strateško kontrolo oziroma strateškim menedžmentom pri pogoju, da vse omejujemo na štabne funkcije (Pučko, 1993, str. 314).

Področje odgovornosti menedžmenta in kontrolinga je ločeno: **menedžer** je v podjetju odgovoren za uspeh, medtem ko je **kontroler** odgovoren za transparentnost uspeha. Brealey in Mayers opredeljujeta finančnega direktorja v podjetju kot nekoga, ki je odgovoren za finančne in investicijske odločitve v podjetju, vloga katerega se v večjih podjetjih običajno deli na naloge zakladnika (treasurer) in kontrolerja (controller). Zakladnik je odgovoren za financiranje (pridobivanje kapitala, odnose z bankami, lastniki in ostalimi, ki financirajo poslovanje podjetja), kontroler pa je odgovoren za učinkovito uporabo pridobljenega kapitala (izdelava izkazov uspeha, analiza poslovanja podjetja za notranje potrebe in skrbi za plačilo davkov) (Brealey, Mayers, 2000, str. 7). Podobno razmejuje naloge kontrolinga Deyhle, ki vidi zakladnika kot

¹⁷ O tem, kaj je predmet proučevanja kontrolinga in kaj so njegove naloge v podjetju, obstajajo velika razhajanja. Nekateri ga enačijo z računovodstvom, drugi z upravljalnim računovodstvom, spet tretji pa kritizirajo takšno omejevanje kontrolinga na računovodstvo, češ da je to degeneracija zasnove kontrolinga. V literaturi se sicer uveljavlja širše gledanje na kontroling kot na delno funkcijo, ki obsega nekaj več kot zgolj pojem kontrole (Pučko, 1993, str. 313).

vodjo financ in zunanjega poročanja v skladu z računovodskimi predpisi (za nadzorni svet, skupščino lastnikov, ...), kontrolerja pa vidi v vlogi 'kontrolorja letenja' za interno ekonomiko, ki je pooblaščen za upravljanje z dobičkom, planiranje in upravljanje strateškega položaja podjetja (Deyhle, 1997, str. 183).

Kontroling deluje preko določenih postopkov in tehnik, ki omogočajo prilagajanje podjetja, tako spremembam v podjetju kot tudi okolju, v katerem podjetje deluje. Te postopke in tehnike imenujemo *instrumente kontrolinga*. Razlikujemo operativne in strateške instrumente. Cilj uporabe strateških instrumentov je povečevanje transparentnosti pri izgradnji novih potencialov uspeha podjetja, medtem ko operativni povečujejo transparentnost pri koriščenju obstoječih potencialov podjetja. Instrumente kontrolinga lahko obravnavamo skozi posamezna področja, ki sestavljajo vsebino vodenja (Bedenik, str. 1998, str. 67):

- instrumenti v področju opredeljevanja ciljev – poslanstvo, vizija in kvalitativni cilji (Kaj se želi doseči?),
- kvantifikacije ciljev (Koliko se želi doseči?),
- izdelave strategije podjetja (Kako se želi to doseči?).

Vloga kontrolinga v podjetju je v strokovni *pomoči vodstvu* pri iskanju odgovorov na zgoraj postavljena vprašanja, kot tudi opredeljene *cilje podjetja* razčleniti na parcialne cilje posameznih področij, tako da so integrirani v *temeljni cilj* podjetja. Odgovoren je torej za to, da se v podjetju uporablja takšne metode, instrumente in postopke, ki omogočajo doseganje ciljev podjetja.

Danes je *naloga kontrolinga*, da razvija in uporablja nove metode, ki lahko prispevajo k povečanju notranje in zunanje usklajenosti delovanja. V zadnjem času se je pojavilo kar nekaj novih konceptov za povečanje uspešnosti podjetij: TOM (Total quality management), ABC (Activity based costing), Business reengineering, Benchmarking itd. Nekateri so bili uspešno uporabljeni, nekateri pa v praksi niso povsem zaživel. Pogost razlog neuspeha je bil v tem, da sodila uspešnosti niso bila usklajena s temeljnim ciljem poslovanja, povečevanjem vrednosti podjetja (Koller, 1994, str. 87). Danes lahko to povezavo dajejo VBM koncepti upravljanja. V nasprotju s prej omenjenimi koncepti, postavljajo VBM koncepti v ospredje problem ustvarjanja vrednosti in predpostavlja vrednost podjetja kot nedvoumno sodilo uspeha, okrog katerega je potrebno izgraditi celotno organizacijo podjetja.

4.2 VBM koncept kot instrument delovanja kontrolinga

Temeljna predpostavka VBM koncepta je torej vrednost podjetja, ki je določena z diskontiranjem denarnih tokov v podjetje. Vrednost podjetja se povečuje samo v primeru, ko podjetje investira kapital v investicije, katerih donosi presegajo stroške kapitala. VBM koncept razširja te temeljne predpostavke tako, da se osredotoči na to, kako jih podjetje uporablja, tako

pri najpomembnejših strateških odločitvah, kot pri vsakodnevnih operativnih odločitvah. Kot **instrument kontrolinga** ga lahko uporabimo tako, da se v podjetju uskladijo aktivnosti podjetja s **strateškimi** in **operativnimi** cilji, in sicer z usmerjanjem pozornosti menedžmenta na ključne dejavnike, ki določajo vrednost podjetja. Motiss (1998, str.1) definira VBM koncepte kot način, kako narediti eksplicitno povezavo med strateškimi in operativnimi odločitvami v podjetju in učinki teh odločitev na vrednost za lastnika. Z razvitimi sodili uspešnosti omogoča sprejemanje odločitev na vseh ravneh organizacije podjetja. S tem, ko zahteva upravljanje tako bilance stanja kot izkaza uspeha, uravnava tako **kratkoročne** kot **dolgoročne cilje** podjetja. **VBM se spušča v področje organizacije podjetja, pri čemer uporabi vrednotenje podjetja kot podlago pri sprejemanju odločitev.** Preko vrednotenja zagotavlja informacije, ki omogočajo kvantifikacijo in primerjavo različnih alternativnih strategij. Na te informacije predvideva vezavo sistema nagrajevanja, katerega naloga je, da stimulira izbor tistih strategij, ki povečujejo vrednost podjetja. Koncept VBM lahko uporabimo na vseh ravneh organizacije v podjetju. Na najvišji ravni upravljanja podjetja zagotavlja najvišjemu menedžmentu podjetja informacije o vrednosti njihovih strategij. Sistem nagrajevanja predvideva na tej ravni upravljanja finančne cilje, preko katerih se izvaja proces ustvarjanja vrednosti podjetja. Na nižjih ravneh upravljanja pa so cilji prilagojeni okoliščinam, v katerih se sprejemajo odločitve, vendar pa morajo biti vpeti v splošno strategijo podjetja. Pomembno pri tem je, da sistem nagrajevanja upošteva tako kratkoročne kot dolgoročne cilje podjetja.

Dejavniki vrednosti v podjetju predstavljajo samo pol poti do cilja, ki ga želi doseči koncept VBM. Menedžment mora namreč poleg tega določiti še procese, ki bodo spoznanje o temeljnem cilju poslovanja podjetja, ustvarjanju vrednosti, realizirali. Dnevne aktivnosti v podjetju je potrebno vezati na dejavnike vrednosti, ki morajo zaobjeti vse, ki v podjetju sprejemajo odločitve. Obstajajo **štirje temeljni procesi**, ki so pogoj za vpeljavo VBM koncepta (Koller, 1994, str. 96):

- **oblikovanje strategije**, ki bo maksimirala vrednost podjetja,
- pretvorba strategije **v kratkoročne in dolgoročne cilje**,
- **planiranje aktivnosti** za realizacijo postavljenih ciljev in
- **vzpostavitev sistema nagrajevanja**, ki bo temeljil na osnovi merjenja doseganja postavljenih ciljev.

Ti štiri procesi morajo tvoriti celoto, od najvišje do najnižje ravni upravljanja. Strategija in cilji morajo biti konsistentni v celotni organizaciji, saj je le tako mogoče doseči temeljni cilj, izražen v povečevanju vrednosti podjetja.

4.2.1 Proces oblikovanja strategije

Proces *oblikovanja strategij* imenujemo tudi *proces strateškega planiranja*, ki ga je mogoče predstaviti na več načinov, odvisno od tega kako podrobno ga želimo predstaviti. Zelo grobo lahko ta proces razčlenimo na fazo izdelave planskih izhodišč, na proces strateškega planiranja v ožjem smislu in fazo uresničevanja ter kontrole uresničevanja strateških planov (Možina et al, 1994, str 299). Sicer pa kot proces strateškega planiranja v ožjem smislu, ki izhaja iz planskih izhodišč, razumemo celovito oceno podjetja oziroma SWOT analizo, postavljanje planskih ciljev ter razvijanje korporacijskih, poslovnih in funkcijskih strategij ter ocenjevanje in izbiranje strategij. Deyhle (1997, str.84) definira strateško planiranje v petih točkah: poslanstvu, opredeljenem cilju, strategijah za doseg ciljev, predvidevanju in ukrepih za doseganje ciljev.

VBM koncepti predpostavljajo, da oblikovanje oziroma razvoj strategije podjetja temelji na povečevanju vrednosti podjetja, medtem ko je sama aplikacija strategije odvisna od posamezne ravni v organizaciji. V praksi deluje VBM kot učinkovita povezava med izbrano strategijo, fazo kontrole oziroma merjenja uspešnosti izvajanja in procesi, na katerih temelji ustvarjanje vrednosti (URL: <http://www.valuebasedmanagement.com>).

Razvoj celovite *korporacijske strategije* vsebuje prvenstveno odločitve o področju delovanja, odločitve o tem, kako izkoristiti sinergijske efekte med posameznimi poslovnimi enotami ter kako razporediti resurse med posameznimi dejavnostmi. Pučko imenuje korporacijsko tudi celovito strategijo oziroma strategijo na najvišji ravni v organizaciji, ki se nanaša na celotno, diverzificirano organizacijo (Možina et al., 1994, str. 314). VBA koncept predpostavlja, da bo razvoj korporacijske strategije temeljil na maksimiranju vrednost celotne korporacije. Izbrana strategija na tej ravni vključuje tudi prodajo in nakup poslovnih enot korporacije ter temelji na dobrem razumevanju strategij posameznih poslovnih enot (Koller, 1994, str. 96).

Razvoj strategije *na ravni poslovne enote* v splošnem pomeni identifikacijo različnih alternativnih strategij, njihovo ovrednotenje in izbor tiste, ki ima največjo vrednost. Izbrana strategija mora pokazati, kako bo poslovna enota izkoristila konkurenčno prednost, ki ji bo omogočala povečati vrednost podjetja. Ta del strategije mora temeljiti na analizah trga, konkurentov ter sredstvih in znanju, ki ga poseduje podjetje. Elementi VBM, ki igrajo pomembno vlogo pri razvoju strategije, so sledeči:

- rezultati vrednotenja in ključne predpostavke, ki določajo vrednost strategije,
- preverjanje vrednosti alternativnih strategij,
- določitev potrebnih resursov,
- izdelava projekcij strateškega plana, s poudarkom na dejavnikih vrednosti, in
- analiza alternativnih scenarijev.

Pogoj, da pride do večanja vrednosti podjetja, je jasno izražena želja oziroma zahteva po večanju vrednosti podjetja s strani lastnikov. Takšna želja se kaže v posebni strategiji, ki jo imenujemo **žetvena strategija** (Tajnikar, 2000, str. 22). Bistvo te strategije je, da investitorji, ob predpostavki, da se obnašajo racionalno (želijo povečati vrednost svojega premoženja), zahtevajo od menedžmenta večanje vrednosti podjetja, ki je sicer njihovo premoženje. Razumeti jih je mogoče kot prevlado interesa lastnika nad interesi menedžmenta. Oblikovanje žetvenih strategij v okviru strateškega planiranja je sicer dejavnost, ki je neposredno povezana z večanjem učinkovitosti in konkurenčnosti podjetja. Osrednja žetev, na katero se morajo vezati interesi vseh ostalih v podjetniškem podvigu, je interes investitorja, da dobi iz posla čim bolj oplojen denar, ki ga je vanj vložil (Tajnikar, 2000, str. 114).

4.2.2 Pretvorba strategije v cilje

Strategija je vsaka možna poslovna usmeritev, ki obeta, če bo uresničena, da bo organizacija z njo dosegla svoje strateške cilje, ki so sicer središčne točke, okoli katerih se suče razvijanje planov in alokacija resursov v organizacij (Možina et al. 1994, str. 312). Strateški cilji v podjetjih pogosto temeljijo na sodilih, kot so rast prihodka ali računovodskega dobička, rast tržnega deleža itd. Končni rezultat takšnih nekonsistentnih sodil, ciljev in terminologije je ponavadi nepovezano načrtovanje, slabe strategije in slabi procesi sprejemanja najpomembnejših odločitev v podjetjih (Gruban, 1999, str.46). VBM koncept predpostavlja, da sprejeto strategijo maksimizacije vrednosti podjetja izrazimo v obliki **postavljenih strateških ciljev**, ki morajo temeljiti na dejavnikih vrednosti. Sledenje tem ciljem namreč omogoča povečevanje vrednosti podjetja. Menedžment preko tako postavljenih ciljev sporoča organizaciji, da želi povečati vrednost podjetja. Pravilno postavljeni cilji imajo praviloma tudi veliko motivacijsko moč za vse člane organizacije. Prenizko postavljeni cilji bodo verjetno z lahkoto doseženi, uspešnost poslovanja podjetja pa bo povprečna, medtem ko previsoko postavljeni ne bodo nudili pravilne motivacije. Pri postavljanju ciljev se v okviru VBM koncepta morajo upoštevati sledeča načela:

- Cilji morajo temeljiti na dejavnikih vrednosti (lahko so tako finančni kot nefinančni).
- Cilji morajo biti prilagojeni različnim ravnam upravljanja v organizaciji.
- Obstajati mora povezava med kratkoročnimi in dolgoročnimi cilji.

Vloga **nefinančnih ciljev** je, da preprečujejo izigravanje dolgoročnih strateških ciljev na račun doseganja kratkoročnih in pomenijo kvalitativno pojasnjevanje postavljenih finančnih ciljev. Prilagojenost ciljev posamezni ravni upravljanja v organizaciji pomeni, da moramo menedžerjem na najvišjih ravneh upravljanja postaviti splošne **finančne cilje** poslovanja podjetja, medtem ko moramo menedžmentu na nižjih ravneh, operativnim menedžerjem, postaviti **operativne cilje**, na katere lahko vplivajo.

V idealnem primeru bi morali biti vsi cilji izraženi v obliki vrednosti, vendar je težava v tem, da je vrednost izražena z diskontiranjem denarnih tokov v prihodnosti, ti pa so neprimerni kot sodilo doseganja cilja. Kratkoročni cilji potrebujejo namreč bolj neposredno sodilo, ki izhaja iz uspešnosti tekočega poslovanja.

4.2.3 Planiranje aktivnosti – usklajevanje strateških planov z operativnimi

Z izoblikovanjem strategije se mora pozornost preusmeriti k procesu uresničevanja strategije. Proces uresničevanja strategije je tesno prepleten s procesoma *planiranja in kontroliranja*. S planiranjem prevedemo strategijo v točno določene korake, ki jih organizacija lahko realizira. Plani identificirajo aktivnosti, ki jih mora organizacija narediti tako, da lahko na sistematičen način doseže postavljene strateške cilje. S *taktičnim planiranjem* pa nato pretvarja dolgoročne strateške planske naloge v specifične kratkoročne naloge, ki organizaciji omogočajo doseganje ciljev na kratki rok. Taktično planiranje se v praksi običajno imenuje *letno planiranje*. Rezultat procesa taktičnega planiranja je vrsta delnih in zbirnih planov, ki pomenijo celoviti taktični (letni) plan organizacije (Možina et al. 1994, str. 364).

Kontroliranje je zbiranje in sporočanje informacij o uspešnosti in učinkovitosti delovanja organizacije tistim, ki sprejemajo odločitve, da primerjajo dosežene izide z načrtovanimi ter odločajo o morebitnih ukrepih (Možina et al. 1994, str. 677). Kontroliranje *je predvsem presojanje*, za to pa potrebujemo ustrezna sodila. V okviru VBM konceptov so sodila uspešnosti izražena v obliki ciljev poslovanja, ki se odlikujejo po tem, da jih je mogoče objektivno izmeriti, ker temeljijo na vrednosti podjetja. Sodila, ki jih danes ponujajo različna svetovalna podjetja, pa so lahko bolj ali manj razumljiva.

VBM sodila uspešnosti omogočajo zapis strategije podjetja v točno določenih, planskih korakih, ki vodijo k večanju vrednosti podjetja. Zgodovinsko gledano so podjetja izbirala sodila uspešnosti bolj intuitivno oziroma na osnovi osebnih preferenc tistih, ki so v podjetju sprejemali odločitve. VBM koncepti dajejo alternativo takšnemu načinu s tem, da ponujajo sodila, ki zaobjemajo vse dejavnosti v podjetju in obenem usmerjajo pozornost na povečevanje vrednosti podjetja. V splošnem je potrebno sodila uspešnosti prilagajati v vsakem konkretnem primeru podjetja. Sodobna sodila sicer omogočajo strukturiran pristop tako, da jih je mogoče prilagoditi okoliščinam v podjetju in potrebam menedžmenta.

Danes je na voljo več VBM sodil uspešnosti, vendar pa njihov izbor, uvedba in uporaba v praksi ni preprosta. V idealnem primeru morajo sodila uspešnosti imeti sledeče lastnosti (URL: <http://www.valuebasedmanagement.com>):

- Verodostojno morajo odražati poslovanje podjetja.
- Biti morajo natančna in preprosta za razumevanje.

- Dajati morajo prave signale menedžmentu.
- Omogočati morajo maksimiranje vrednosti podjetja tako v dolgoročni kot v kratkoročni perspektivi.
- Sodila morajo odražati koristi lastnikov podjetja.
- Izboljšati morajo komunikacijo in sistem poročanja v podjetju.

Največja dilema pri izbiri VBM sodil uspešnosti je izbira – 'tradeoff' – med natančnostjo in kompleksnostjo sodila. Pri uvajanju sodobnih sodil uspešnosti pa moramo poiskati pravo ravnotežje med želeno natančnostjo ter možnostjo izračuna oziroma kompleksnostjo sodila uspešnosti.

Velik vpliv na vrednost podjetja imajo nefinančni vidiki uspešnosti, za katere je nujno, da se odražajo v kratkoročnih finančnih rezultatih podjetja. Te vidike spremljamo z nefinančnimi sodili in so zelo odvisna od podjetja in od panoge, v kateri podjetje deluje. Namen nefinančnih sodil je zajeti nefinančni vidik poslovanja podjetja. Nekatera zahodna podjetja uporabljajo različne kombinacije finančnih in nefinančnih sodil uspešnosti (BSC). VBM sodila uspešnosti lahko učinkovito kombiniramo z nefinančnimi sodili uspešnosti. VBM sodila odkrivajo in merijo dejavnike vrednosti v podjetju, BSC sodila pa so lahko zelo uporabno komplementarno orodje, ki vodi menedžment pri izdelavi strateških in taktičnih planov (2GC Active Management, 2001, str. 5 – 6).

Sodila VBM delimo na sodila, ki *vrednostno izražajo uspešnost*, in sodila, ki merijo *uspešnost s stopnjo donosa*, za vsa sodila pa je značilno, da temeljijo na diskontiranju denarnih tokov v podjetje. Značilno za vrednostno izražena sodila je, da v denarju izražajo ustvarjeno oziroma uničeno vrednost. Tipično, obdobjno, vrednostno izraženo sodilo je EVA, oziroma ekonomski dobiček podjetja. Najbolj popularno sodilo, ki dodaja ekonomski uspešnosti podjetja dimenzijo stopnje donosa, pa je CFROI, ki odraža povprečno interno stopnjo donosnosti vseh obstoječih investicij podjetja.

4.2.4 Sistem nagrajevanja

VBM koncepti še posebej poudarjajo povezavo med presojanjem uspešnosti poslovanja in sistemom nagrajevanja, saj sam koncept presojanja uspešnosti in sistem sledenja doseganju ciljev vzpodbuja menedžment in zaposlene, da dosegajo postavljene cilje.

Uspešnost poslovanja podjetja in s tem menedžmenta ni nikdar odvisna samo od njegovega delovanja, ampak tudi od razmer v celotnem gospodarstvu in panogi, v kateri deluje podjetje. Cilj sistema nagrajevanja mora biti motivacija menedžmenta in zaposlenih, da dajo svoj maksimalen doprinos v danih pogojih poslovanja. Brealey in Mayers (2000, str 323) opozarjata, da presojanje uspešnosti poslovanja ne more biti nikdar dovolj natančno, zato je še posebej

pomembno, da je sistem nagrajevanja koncipiran tako, da pravilno motivira menedžerje in vse zaposlene k sprejemanju pravih odločitev. Sistemi nagrajevanja morajo izločiti vplive, ki niso direktno pod nadzorom menedžmenta oziroma zaposlenih. Idealen sistem nagrajevanja mora biti odvisen samo od aktivnosti menedžmenta, ne pa od nihanja tržne vrednosti podjetja, na katero menedžment ne more vedno vplivati. Dobri sistemi nagrajevanja zato težijo k temu, da izločijo vplive, ki niso pod vplivom menedžmenta in se osredotočajo samo na tiste vidike uspešnosti podjetja, ki so pod njihovim nadzorom.

Prvi pogoj **VBM sistema nagrajevanja** je, da zagotavlja motivacijo za ustvarjanje vrednosti podjetja na vseh ravneh organizacije, uspešnost menedžmenta pa ovrednoti z ustreznimi VBM sodili uspešnosti, v kombinaciji z njihovimi odgovornostmi ter možnostjo nadzora nad razpoložljivimi resursi podjetja. Bistvena prednost VBM sistemov nagrajevanja je, da se osredotočajo na vidike uspešnosti, ki so neposredno pod nadzorom menedžmenta. Koncept VBM zato sili podjetje v to, da postane tudi dejansko upravljano od menedžmenta. Vzpostavitev sistema presojanja uspešnosti je lahko preprosto, če vsi v podjetju razumejo ključne dejavnike vrednosti in imajo postavljene kratkoročne in dolgoročne cilje poslovanja. Ključna načela VBM, ki jih moramo upoštevati pri uvajanju sistema nagrajevanja, lahko povzamemo v naslednjih štirih točkah:

- prilagoditi presojanje uspešnosti posameznim poslovnim enotam,
- povezati presojanje uspešnosti kratkoročnih in dolgoročnih ciljev podjetja,
- kombinirati finančno in operativno presojanje uspešnosti poslovanja in
- določiti sodila uspešnosti za zgodnje opozarjanje.

Pogoj za uveljavitev VBM konceptov v podjetju so torej opredeljena sodila uspešnosti poslovanja, katerim mora slediti sprememba sistema nagrajevanja. Ob tem je potrebno poudariti, da morajo ta sodila zaobjeti celotno organizacijo, ob strani pa morajo pustiti dele, ki niso pod direktnim nadzorom menedžmenta oziroma zaposlenih (Mottis, 2001, str.3).

4.3 Vrednostno usmerjeno vodenje podjetja

Lastniki podjetja razumejo kapital v podjetju kot svoje premoženje, vsak posameznik pa si želi, da se mu njegovo premoženje, ki je hkrati njegovo bogastvo, maksimalno povečuje. Premoženje v podjetju se povečuje tako, da se maksimizira vrednost podjetja. ***Z vidika žetvenih strategij večanja vrednosti podjetja lahko dodamo, da je za lastnika še posebej pomembna najvišja vrednost podjetja ob pravem času (v času žetve) in da lahko v določeni obliki pridobi svoje premoženje.***

Vrednost podjetja je mogoče povečevati z realizacijo vseh investicij, katerih neto sedanja vrednost je večja od nič. Povedano z drugimi besedami, podjetje poveča svojo vrednost tako, da

maksimira prosti denarni tok tekočega poslovanja, poveča pričakovano rast in v obdobju višje rasti **zmanjša stroške financiranja**. Na vrednost podjetja torej vplivajo tri vrste odločitev: na področju tekočega poslovanja, investiranja in financiranja. Tudi brez odločitev na področju investiranja in financiranja je sicer mogoče povečevati vrednost podjetja, vendar so na dolgi rok učinki na področju investiranja in financiranja zdaleč večji kot učinki na področju tekočega poslovanja. Učinke odločitev investiranja in financiranja je potrebno načrtovati v okviru strategije rasti in pri tem **upoštevati žetveno strategijo**, ker so le ti zamaknjeni v času in v času sprejemanja odločitev na teh področjih prej negativno kot pozitivno vplivajo na vrednost podjetja (Tajnikar, 2000, str. 232 – 233).

4.3.1 Maksimizacija prostega denarnega toka iz tekočega poslovanja

Najpogostejši način žetve je maksimizacija tekočega prostega denarnega toka v posameznem časovnem obdobju (Tajnikar, 2000, str. 236). Rezerva vrednosti se v obstoječih sredstvih podjetja skriva v toliko, v kolikor ROIC ne dosega stroškov kapitala WACC. Ta razlika predstavlja priložnost, da z boljšim upravljanjem povečamo vrednost podjetja. Priložnosti so lahko v iskanju rešitev za nedonosne investicije podjetja, večanju poslovne učinkovitosti, zmanjšanju davčnih obremenitev, optimalnem vzdrževanju sredstev in zmanjšanju obratnega kapitala.

Za **nedonosne investicije** podjetja je možna rešitev likvidacija ali dezinvestiranje. Običajna praksa je, da se ravnamo po tem, koliko kapitala lahko z določenim ukrepom povrnemo, vendar je takšno presojanje preveč poenostavljeno. Upoštevati moramo namreč tri različna sodila obstoječe investicije: končno vrednost, likvidacijsko vrednost in vrednost dezinvestiranja. Končna vrednost pomeni vrednost investicije, če bi le-ta trajala do konca svoje življenjske dobe, likvidacijska vrednost sedanjo vrednost denarnih tokov v podjetje, če bi investicijo zaključili danes, vrednost dezinvestiranja pa je cena, ki jo je najboljši ponudnik pripravljen plačati. Odgovor na vprašanje, kaj storiti z investicijo, dobimo z odgovorom na vprašanje, katera od treh vrednosti je najvišja.

S povečanjem dobičkonosnosti prihodkov lahko podjetje poveča **poslovno učinkovitost** in s tem generira dodatno vrednost. Najboljši kazalec, koliko je možno izboljšati dobičkonosnost prihodkov, nam da primerjava z najboljšimi podjetji v panogi. Podjetje, katerih dobičkonosnost prihodkov je v panogi močno pod povprečjem, morajo seveda ukrepati. Za večino podjetij predstavlja izboljševanje poslovne učinkovitosti prvi korak k povečevanju vrednosti in se pojavlja v obliki nižanja stroškov in tudi odpuščanju delavcev. Pomembno dejstvo pri tem je, da bo podjetje povečalo svojo vrednost samo v primeru, če okleščeni resursi ne prispevajo k FCF oziroma rasti podjetja. Podjetja namreč lahko brez večjih težav poveča FCF s tem, da zniža poslovne stroške kot, so npr. stroški za R&D in izobraževanja, katerih namen je ustvarjati rast podjetja v prihodnosti, vendar pa je vprašanje ali je to za podjetje dolgoročno dobro.

Vrednost podjetja je opredeljena kot sedanja vrednost FCF, ki je sicer opredeljen po plačilu davkov, zato bo vsaka aktivnost, ki bo vplivala na **zmanjšanje davčnih bremen**, pri ostalem nespremenjenem, povečala vrednost podjetja. Pri tem lahko samo omenimo, da gre pri nižanju davčnih bremen za prerazporejanje vrednosti od davkoplačevalcev na vrednost podjetja, ki z vidika celotne družbe ni ekonomsko upravičeno (Booth, 1998, str.4). Čeprav je davčna stopnja določena od države in ne omogoča fleksibilnosti, pa obstajajo načini, ki omogočajo podjetjem, da davčno stopnjo dejansko znižajo. Multinacionalna podjetja lahko to storijo s prenašanjem dobička iz področij z visoko davčno stopnjo v področja z nižjo. Z glajenjem prihodkov je mogoče narediti prihodke bolj stabilne in s tem zmanjšati izpostavljenost progresivnim davčnim stopnjam.

Del izdatkov v obstoječa sredstva ima namen ustvarjati denarne tokove v prihodnosti, del pa je namenjen vzdrževanju obstoječih sredstev. V primeru, da uspe podjetje **znižati del, ki je namenjen vzdrževanju obstoječih sredstev**, se bo vrednost podjetja povečala. V splošnem se je potrebno odločiti med vzdrževanjem sredstev in življenjsko dobo sredstva. Podjetje, ki ne vzdržuje obstoječih sredstev, generira večji FCF, vendar bodo takšna sredstva imela krajšo življenjsko dobo. Po drugi strani pa bo podjetje, ki bo vse, kar dobi od amortizacije, vložilo v obstoječa sredstva, lahko znatno povečalo njihovo življenjsko dobo. Podjetje, ki bo na račun investicij v obstoječa sredstva povečalo FCF v tekočem obdobju, lahko izgubi vrednost zaradi iztrošenosti sredstev.

Obratni kapital podjetja je določen kot razlika med gibljivimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Obratni kapital veže denar, ki ga ne moremo uporabiti nikjer drugje. Povečanje obratnega kapitala predstavlja odtok denarja, medtem ko zmanjšanje pomeni pritok denarja. **Zmanjšanje obratnega kapitala** bo povečalo FCF in s tem tudi vrednost podjetja samo v primeru, če ne bo negativnih posledic. Podjetja običajno vzdržujejo zaloge in odobravajo kredite zato, da prodajo več. Zmanjšanje ene ali druge postavke lahko povzroči padec prodaje, kar pa lahko negativno vpliva na vrednost podjetja. Razvoj informacijske tehnologije je omogočil, da lahko podjetja hitro pridejo do zanesljivih podatkov, kar omogoča preprostejše planiranje in posledično zmanjšanje potrebnih zalog.

4.3.2 Povečanje pričakovane rasti

Podjetje z majhnim ali celo negativnim FCF ima prav tako lahko veliko vrednost, če je sposobno hitre rasti. Kot smo že omenili, je rast podjetja določena s produktom med stopnjo reinvestiranja in ROIC. Visoke stopnje rasti pa še ne pomenijo tudi večanja vrednosti podjetja, ker višje stopnje reinvestiranja običajno povzročijo pričakovanja o višjih stopnjah rasti v prihodnosti, vendar na račun manjšega tekočega FCF. Povečanje ROIC novih investicij prav tako lahko povzroči višjo

pričakovano rast, vendar bo vrednost podjetja kljub temu lahko padla, če bo učinek povečanja nevtraliziran s povečanjem tveganja novih investicij in višjih stroškov kapitala WACC.

Če ROIC investicij podjetja ne dosega stroškov kapitala WACC, je najbolje, da podjetje sploh ne gre v nove investicije oziroma, da nameni denar lastnikom. Likvidacija oziroma delna likvidacija utegne biti še boljše strategija za povečevanje vrednosti takšnega podjetja.

Na pričakovano rast lahko vplivamo s *cenovno politiko* podjetja. Vpliv cenovnih odločitev podjetja na ROIC in na vrednost podjetja analiziramo s členitvijo ROIC v produkt donosnosti prihodkov in obračanja kapitala. Podjetja s povečevanjem cen svojih proizvodov povečujejo dobičkonosnost prihodkov, vendar pa se z višanjem cen zmanjšuje obseg prihodkov in z njim obračanje investiranega kapitala. Obseg padca prihodkov od prodaje je odvisen od cenovne *elastičnosti povpraševanja* po proizvodih podjetja in od tega, kako je proizvod konkurenčen na trgu proizvodov. Obstajata dve osnovni cenovni strategiji, ki jih podjetje lahko izbere. Prva je, da podjetje postane vodja v obsegu prodaje proizvodov s tem, da zniža ceno in upa, da bo obseg prodaje kompenziral izpad prihodkov. Ta strategija bo delovala, če ima podjetje stroškovne prednosti pred konkurenti, ki onemogočajo cenovne vojne. Druga strategija pa je, da postane cenovni vodja. Poviša ceno in upa, da bo vpliv na obseg prodaje majhen. Z vidika povečanja vrednosti podjetja lahko analiziramo, katera strategija bo dala boljši rezultat, in jo uporabimo.

Na pričakovano rast podjetja lahko vplivamo s *spojitvami, pripojitvami, prevzemi in strateškimi zvezami*). Z vidika vrednotenja podjetja so te operacije samo *večja investicija*, za katere ravno tako veljajo pravila neto sedanje vrednosti. Pripojitev bo povečala vrednost podjetja samo v primeru, če bo sedanja vrednost FCF v pripojeno podjetje, skupaj s sinergijskimi in pozitivnimi učinki upravljanja, večja od stroškov pripojitve. Takšne operacije so primerne zato, ker se z njimi hkrati uresniči žetev in nov odnos nekdanjega lastnika do združenega podjetja ter strateški cilj, ki je povezan z rastjo podjetja (Tajnikar, 2000, str. 237).

4.3.3 Podaljševanje obdobja visoke rasti

Kot smo že rekli, bo vsako podjetje v določeni točki svojega razvoja verjetno postalo podjetje s stabilno rastjo, ki bo bolj ali manj enaka stopnji rasti celotnega gospodarstva v katerem deluje. Podjetje bo v obdobju visoke rasti ustvarjalo vrednost samo v primeru, če bo ROIC večji, kot bodo stroški kapitala WACC. Daljše kot bo obdobje rasti, večja bo vrednost podjetja. V vse bolj zaostrenem konkurenčnem okolju, v katerem danes poslujejo podjetja, pa je zelo verjetno, da nobeno podjetje ne bo sposobno dolgo dosegati presežne donose, ker bo panoga prej ali slej pritegnila konkurente. Za obdobje visokih stopenj rasti in presežnih donosov predpostavljamo, da obstajajo določene vstopne ovire, ki ostalim podjetjem onemogočajo vstop v panogo.

Podaljševanje obdobja doseganja presežnih donosov s povečevanjem vstopnih ovir daje podjetju možnost povečevanja vrednosti. Podjetja lahko torej povečajo vrednost s tem, da povečajo obstoječe vstopne ovire in tako uspejo zadržati presežne donose. Ključ do povečevanja vrednosti je ohranjanje in povečevanje konkurenčnih prednosti, ki jih poseduje podjetje. Na splošno velja, da bodo podjetja, ki zadržijo konkurenčno prednost, pridobila vrednost na račun ostalih udeležencev na trgu. Izvori konkurenčnih prednosti so v razpolaganju s posebnimi resursi in sposobnostmi ali v mehanizmi, ki izolirajo delovanje podjetij pred konkurenco. Posebni resursi podjetja lahko nastopajo v obliki blagovne znamke ali patenta, posebne sposobnosti pa so vsebovane v organizaciji in posebnem znanju, s katerim konkurenti ne razpolagajo. Posnemanje preprečujejo izolacijski mehanizmi, med katere štejemo zakonske omejitve, prednostni dostop do distribucijskih kanalov, velikost trga in tržni delež, posebna neopredmetena sredstva in strateško skladje v podjetju (Prašnikar, 2002, str.13).

Vrednotenje podjetja omogoča, da lahko na različne načine upoštevamo učinke **blagovne znamke**. Ustvarjati blagovno znamko je dolgoročen in zelo drag proces. Menadžment blagovne znamke, skupaj s promocijo, igra zelo pomembno vlogo pri ustvarjanju vrednosti. Podjetja z dobro blagovno znamko dosegajo običajno ugodnejše cene in/ali realizirajo večje prihodke kot konkurenti. Ponavadi taka podjetja dosegajo tudi višji ROIC in s tem večjo vrednost.

Legalne zaščite so lahko v ekskluzivni pravici podjetja za proizvodnjo in prodajajo določenih proizvodov, kar imenujemo **patent**. Patenti so zelo pogosti v farmacevtskih in biotehnoloških podjetjih. Alternativa je **licenčna pravica**, ki je pravica za opravljanje določenih storitev. Če je konkurenčna prednost podjetja v patentih, potem mora podjetje vedno znova prihajati na dan z novimi patenti, ki bodo omogočali zadržanje konkurenčnih prednosti v prihodnosti. Taka podjetja so prisiljena ogromno vlagati v raziskave in razvoj. To pa vedno ne deluje, saj vlaganje v raziskave samo po sebi še ne pomeni, da se bo vrednost podjetja povečala. Vrednost bodo namreč povečevala samo tista podjetja, ki imajo najbolj produktivne razvojne oddelke, in tista, ki uspejo aplicirati patente v komercialno zanimive proizvode. Konkurenčna prednost, ki jo zagotavlja licenčna pravica, ne vodi vedno do povečevanja vrednosti podjetja. Običajno si namreč ustanova, ki podeljuje licenco, pridržuje pravico do nadzora nad cenami. Osnovno vodilo takšnih ustanov pri določanju cen je, da onemogočajo presežne donose. V takšnih okoliščinah podjetja pridobivajo vrednost samo v primeru, če ohranijo tudi svobodo pri določanju cen.

Obstajajo panoge, v katerih tako blagovna znamka kot patenti ne zagotavljajo zadostne zaščite pred konkurenco. Proizvodi imajo kratko življenjsko dobo, konkurenca je huda, potrošniki pa po drugi strani niso lojalni do podjetij oziroma do njihovih proizvodov. **Koncept stroškov zamenjave** lahko uporabimo v različnih poslovnih okoljih. S tem problemom se danes ukvarjajo internetna podjetja, katerih proizvod oziroma storitev so internetni iskalci. Njihova prihodnost je v nevarnosti, če ne bodo sposobna razviti načinov, kako povečati stroške zamenjave.

Podjetje lahko uporabi *stroškovne prednosti* pred svojimi konkurenti kot vstopno oviro morebitnim konkurentom. Z *ekonomijo obsega* lahko podjetje doseže odločilne prednosti pred manjšimi podjetji. Efekt ekonomij obsega se lahko še poveča, če je za vstop v panogo potreben velik začetni kapital. V odsotnosti novih konkurentov se ROIC obstoječih podjetij v panogi poveča. Z *ekskluzivno pravico do distribucijskega sistema* prav tako lahko pridobi stroškovno prednost. Stroškovno prednost lahko predstavlja tudi *poceni delovna sila*. Stroškovne prednosti se pri vrednotenju odražajo na dva načina: podjetje s stroškovno prednostjo lahko postavlja isto ceno kot konkurenca in ima kljub temu večjo donosnost, lahko pa postavi tudi nižjo ceno kot konkurenti, in prav tako realizira večje obračanje investiranega kapitala. Učinka povečanja donosnosti prihodkov in obračanja kapitala se tako odražata v ROIC in v pričakovani rasti podjetja.

4.3.4 Zmanjšanje stroška kapitala

Vrednost podjetja določa s stroškom kapitala WACC diskontiran napovedan FCF. Če predpostavimo nespremenljive FCF v prihodnosti, bomo z zmanjšanjem stroškov kapitala povečali vrednost podjetja. Načini, kako lahko zmanjšamo stroške kapitala so vsebovani v sami definiciji WACC in se nanašajo na spremembo *finančne strukture* podjetja in *oblik financiranja*.

Poslovno tveganje podjetja je neposredno odvisno od proizvodov in storitev, ki jih podjetje zagotavlja na trgu. Po Rappaportu (1986) je odvisno predvsem od spremenljivosti povpraševanja, prodajnih cen, zmožnosti prilagajanja cen ponudbe spremembi cen proizvodnih tvorcev, dinamike cen proizvodnih tvorcev in poslovnega vzvoda (Giacomelli, 1998a, str. 35). Večja kot je zamenljivost proizvodov, večje je poslovno tveganje podjetja, ki vpliva na stroške financiranja tako s kapitalom kot z dolgom. Podjetje lahko zmanjša svoje poslovno tveganje tako, da naredi proizvode oziroma storitve takšne, da so za kupce težje zamenljivi.

Delež fiksnih stroškov podjetja v celotnih stroških predstavlja *poslovni vzvod* podjetja. Večji kot je poslovni vzvod, bolj bo spremenljiv (volatile) dobiček podjetja, kar povečuje stroške financiranja s kapitalom. Zmanjšati poslovni vzvod pomeni zmanjšati tveganost poslovanja podjetja in s tem manjši strošek kapitala WACC. Podjetje lahko zmanjša poslovni vzvod tako, da veže stroške na prihodke in da zaupa določene storitve zunanjim izvajalcem.

Stroške kapitala je možno znižati s *spremembo finančne strukture* podjetja. Dolg je vedno cenejši kot kapital, deloma zato, ker nosijo upniki manjše tveganje, deloma pa zaradi davčnih olajšav, ki so povezane z dolgom. Povečevanje dolga pa po drugi strani povečuje tveganje zaradi povečane možnosti stečaja, kar sicer povečuje stroške financiranja. Neto efekt teh dveh dejavnikov določa, kakšen je vpliv povečanja dolga, ali se bo torej sestavljeni strošek kapitala zvečal ali zmanjšal.

S *spremenjenim načinom financiranja* lahko podjetje zmanjša tveganje stečaja in poveča sposobnost za najemanje novega dolga. Z ustreznim načrtovanjem virov financiranja morajo biti denarni tokovi v podjetje kar se da usklajeni z denarnimi tokovi na dolg. Takšno financiranje z dolgom znižuje stroške kapitala in povečuje vrednost podjetja. Podjetja, ki ne skrbijo za usklajenost denarnih tokov na sredstva in denarnih tokov na dolg (kratkoročno financiranje dolgoročnih sredstev, dolg v eni valuti za financiranje sredstev v različnih valutah...), so obremenjena z večjim tveganjem stečaja, večjim stroškom kapitala in manjšo vrednostjo podjetja. Podjetja lahko do določene mere z ustrezno uporabo finančnih instrumentov reducirajo to neusklajenost in s tem povečajo svojo vrednost.

5 Sodobni modeli uspešnosti poslovanja podjetij-primer podjetja HIT

5.1 Predstavitev podjetja HIT

Dejavnost igralništva je imela v zgodovini vedno negativen predznak. Še danes prevladuje mnenje, da je igranje iger na srečo nesprejemljivo vedenje, ki preusmerja pozornost ljudi z dela na igranje oziroma k lahkemu zaslužku. Prav gotovo moramo v tem dejstvu iskati razloge, zakaj je ta dejavnost danes povsod po svetu tako strogo nadzirana in regulirana. Pogosto se z dejavnostjo igralništva povezuje različne oblike kriminala: pranje denarja, prostitucija, itd. Če je bilo nekoč prirejanje iger na srečo mogoče res na robu med legalnim in kriminalom, se danes ta dejavnost prav gotovo ne razlikuje od katerekoli druge gospodarske dejavnosti. Razvija se igralniški know-how, visoko usposobljeni menedžerji igralniških kompleksov pa si znanje izposojajo pri ostalih gospodarskih dejavnostih, kot je zavarovalništvo, bančništvo, trgovina, zabaviščne dejavnosti idr. Vodenje igralniških kompleksov sloni danes na strateškem planiranju, analizah donosnosti, zasledovanju potreb kupcev, kvantitativnih analizah itd.

Z naraščanjem konkurenčnosti in liberalizacijo gospodarstev se konkurenčne prednosti igralništva ohranjajo čedalje krajši čas. *Življenjska doba igralniškega produkta* je tudi sicer zelo kratka, zato so v tej dejavnosti nujne stalne investicije. Izdatki za investicije so običajno visoki, prav tako visoki so običajno tudi donosi. Zelo huda konkurenca stalno zahteva nove in nove inovacije ter stalno prilagajanje tržnim potrebam. Potrebno je neprestano strateško obnašanje ter predvidevanje aktivnosti konkurentov in temu ustrezno odzivanje.

V zadnjem času se igralniška industrija sooča z novimi izzivi, ki jih zaznavamo v vse večji zahtevnosti igralniških gostov. Pojavljajo se zahteve po storitvah, ki nudijo vse več zabave. Z razvojem interneta se je pojavila tudi alternativna ponudba iger na srečo, v obliki virtualnih igralnic. Velika prednost virtualnih igralnic so vsekakor nižji stroški poslovanja. Takšna oblika prirejanja iger na srečo je prav gotovo izziv, tako za igralniško industrijo, za državo in za same

igralce. Razvoj tehnologije je tudi družbam, ki se ukvarjajo s prirejanjem klasičnih iger na srečo (loterije), omogočil, da so se bolj agresivno vključile v konkurenčni boj.

Igralniška industrija bo v prihodnosti morala precej vložiti v zabavno komponento integriranega igralniškega produkta. Preživela bo namreč le kot zabaviščna atrakcija. Investirati bo potrebno tudi v *spremljajoče dejavnosti, ki ne bodo tako visoko donosne*, kot je sama dejavnost prirejanja iger na srečo. Njihov namen pa bo moral biti pritegnitev širokega kroga obiskovalcev. Donosnost poslovanja v igralniški industriji bo zaradi takšne usmeritve prav gotovo padala.

Nastanek igralništva na slovenskem je povezan z odprtjem igralnic v Portorožu, leta 1964, in leto kasneje na Bledu, odločilen premik k sodobnim oblikam igralništva pa je pomenilo odprtje prve goriške igralnice v letu 1984. **Podjetje HIT** je tega leta, tik ob italijanski meji, odprlo svojo prvo igralnico Park. Odprtju je sledila izjemna rast, za katero gre zasluga predvsem dobro izbranemu *ameriškemu konceptu* zabaviščno-igralniške ponudbe (igralnica kot odprt zabaviščni prostor). HIT je v kasnejšem obdobju veliko investiral in v obdobju do leta 1993 dosegel vrhunec z odprtjem igralnice Perla. Po zaslugi HIT-a je postalo igralništvo najbolj razvit slovenski turistični proizvod.

Od tedaj pa smo bili priča zastoju v razvoju, kateremu je prav gotovo botroval neprimeren in dolgotrajen postopek lastninskega preoblikovanja. HIT in na sploh igralniška dejavnost na slovenskem sta v tem obdobju stagnirala. Ob dejstvu, da ni bilo dovoljeno posodabljanje, dopolnjevanje in širiti ponudbe, je lahko samo izgubljal konkurenčno prednost pred konkurenti, ki so postajali vse agresivnejši. Konkurenca se je večala tako doma kot v tujini. Za obdobje do sprejetja igralniške zakonodaje je bil v Sloveniji značilen izreden porast igralniških salonov, ki so delovali s precej nižjimi davčnimi obremenitvami in povsem izven vsakršnega nadzora države. Poleg tega pa so se v tem obdobju precej razširile tudi klasične igre na srečo (Loterija Slovenije, Športna loterije, itd.).

HIT se je v preteklosti razvil v vodilno podjetje v evropski igralniški industriji, zaradi dogodkov v preteklosti pa je še vedno na slabem glasu. Danes se na trgu srečuje s precejšnjo zaostritvijo konkurence. Največjo zaostritev je pomenilo odprtje prenovljene igralnice Ca'Noghera v Benetkah leta 1999. Prenovljena konkurenčna igralnica je uveljavila enak, ameriški koncept igranja, kot se ga izvaja v podjetju HIT. HIT je takoj po odprtju zabeležil precejšen padec obiska. Kljub temu je HIT v letu 2000 ustvaril 75 % vseh prihodkov v igralniški dejavnosti v Sloveniji, od tega pretežni del na tujem trgu. Podjetje je v tem letu plačalo državi okrog 10 mrd SIT davkov, kar je blizu 1 % državnega proračuna (Prašnikar, 2002, str.14). Zaradi zamisli o odprtju novih igralnic ob meji pa postaja nevarnost italijanske konkurence še večja.

Tako za HIT, kot za večino podjetij danes velja, da je globalizacija zaostrila boj za potrošnika in njegov proračun. Podjetja si zato poskušajo zagotoviti svoj tržni položaj na podlagi ubranljivih konkurenčnih prednosti. Tudi HIT bo moral, če bo želel ohraniti tržni delež, poiskati in izkoristiti

svoje konkurenčne prednosti, ki jih še ima. Glavne prednosti, ki jih ima podjetje HIT, so naslednje (Kofol, 2000, str. 127):

- je edino, ki v Evropi ponuja celovit igralniško-zabaviški produkt,
- ima ugodno lego ob emitivnih trgih,
- kakovostno in usposobljeno delovno silo, opremo ter know-how na svetovni ravni,
- dober ugled in dobre odnose z javnostmi in
- je dobro poznano v severni Italiji, kjer ima še precejšen tržni potencial.

Po Prašnikarju (2002, str.14) ostajajo sicer HIT-u predvsem stroškovne prednosti, ki pa se s širjenjem ponudbe in kvaliteto storitev zmanjšujejo.

Zelo verjetno je, da odprtje novih konkurenčnih igralnic ob meji z Italijo ne bo za HIT pomenilo nič dobrega. Sprostitev igralniške zakonodaje v Italiji in vstop Slovenije v EU sta zelo verjetni in predstavljata za HIT precejšnjo nevarnost. Še vedno progresivna davčna obremenitev igralniške dejavnosti in druge zakonske razvojne omejitve ob večji aktivnosti konkurence povzročajo, da HIT hitro izgublja konkurenčne prednosti.

Prodornost konkurence bi bilo mogoče zmanjšati z investicijo, ki bi jo le ta težko ponovila. Razmišljanja gredo v smer odpiranja novega zabavišnega centra, ki bi ga odprli v bližini Nove Gorice (HIT Nova Gorica, 2001). Sicer pa tudi Strategija slovenskega turizma povezuje razvojni odgovor slovenskega igralništva z izgradnjo velikega igralniškega centra, relativnim znižanjem davčnih bremen in privatizacijo igralniške dejavnosti z nadaljnjo sprostitevijo finančnih naložb v igralništvu (Kovač, 2002, str. 33).

Podjetje HIT realizira okrog 90 % vseh letnih prihodkov z igralniško dejavnostjo. Prirejanje iger na srečo je glavna dejavnost podjetja in prinaša podjetju večino prihodkov. S spremljajočimi dejavnostmi realizira podjetje le manjši del prihodkov. Te so tudi sicer, bolj ali manj, subvencionirane s strani igralniškega dela. Podjetje je tipično evropsko igralniško podjetje, kjer prevladuje igralniška dejavnost. Nasprotje temu konceptu so igralnice kot jih lahko zasledimo v Las Vegasu. Tam neigralniške dejavnosti predstavljajo tudi do polovice prihodkov podjetja, včasih lahko tudi več.

Sama igralniškega dejavnost spada med storitvene dejavnosti in je s finančnega vidika precej specifična. V nadaljevanju bomo opisali nekatere značilnosti poslovanja podjetja HIT, ki jih moramo vedeti, da lahko razumemo objavljene bilance podjetja.

Bilanca stanja podjetja razkriva visok delež stalnih sredstev, med njimi pa še posebej visok delež osnovnih sredstev kar je značilnost panoge, v kateri podjetje deluje. Gibljiva sredstva predstavljajo manjši del sredstev in jih pretežno sestavljajo kratkoročne finančne investicije. V preteklem obdobju je podjetje ohranjalo relativno konstanten delež kratkoročnih finančnih

investicij. Te so pretežno posledica presežnih sredstev, ki jih podjetje ohranja predvsem z namenom financiranja investicij v prihodnosti.

Podjetje ima relativno velik delež sredstev vezan v denarju. Ker posluje pretežno z gotovino, mora zaradi ohranjanja zaupanja igralcev imeti na voljo vedno dovolj denarnih sredstev, ki služijo za plačilo morebitnih večjih dobitkov.

Igralniška dejavnost posluje skoraj izključno v gotovini in zato tudi brez zalog. Podjetje izkazuje zanemarljivo vrednost zalog, ki so posledica spremljajočih dejavnosti, predvsem dejavnosti gostinstva. To je tudi sicer značilnost podjetij, ki poslujejo v storitveni dejavnosti.

Prihodki se v igralniški dejavnosti realizirajo kot razlika med vplačanimi stavami in izplačanimi dobitki (igralec proti igralnici), kot provizija (igralec proti igralcu) ter kot napitnine osebju. V podjetju prikazujemo svoje prihodke s t.i. **bruto in neto realizacijo**. To sta pojma, ki ju lahko štejemo kot posebnost obračunavanja prihodka v igralništvu. V poslovnih poročilih podjetja HIT namreč prikazujemo delitev celotnega prihodka tako, da vedno začnemo z **bruto realizacijo**, ki je v igralništvu enaka vrednosti prejetih vplačil, zmanjšanih za vrednost izplačil dobitkov, ter vrednosti napitnin in vstopnin v igralnice. V gostinski dejavnosti podjetja je to neto realizacija, povečana za prometni davek (do sredine leta 1999) oziroma izstopni DDV. **Neto realizacija** podjetja pa je bruto realizacija, zmanjšana za davke (prometni davek ter posebni davek od iger na srečo do sredine leta 1999 oziroma davek od iger na srečo in izstopni DDV od druge polovice leta 1999 dalje). Tako prikazana **neto realizacija** je vsebinsko **enaka kosmatemu donosu iz poslovanja** iz računovodske bilance uspeha.

Glede na to, da se bomo pri analizi preteklega poslovanja in napovedi poslovanja v prihodnosti opirali na objavljene bilance podjetja HIT, je potrebno opozoriti še na nekatere posebnosti, ki jih moramo upoštevati, če želimo objavljene bilance podjetja HIT pravilno interpretirati. Največje sprememba, ki je vsebinsko močno vplivala na objavljene bilance uspeha podjetja HIT, je bila **sprememba obračunavanja prihodkov** v letu 1999 zaradi spremenjene davčne zakonodaje v dejavnosti igralništva. Pred to spremembo je prihodke podjetja predstavljala bruto realizacija, zmanjšana za vse davke, ki so izhajali iz opravljanja dejavnosti (prometni davek in posebni prometni davek od iger na srečo), po spremenjeni davčni zakonodaji pa koncesijska dajatev ne zmanjšuje več prihodkov, ampak je vključena med druge odhodke poslovanja. Na čisti donos iz poslovanja to sicer ne vpliva, sta pa v objavljenih bilancah za koncesijsko dajatev večja kosmati donos iz poslovanja in odhodki iz poslovanja. V kolikor se analizira preteklo poslovanje podjetja HIT, je potrebno zagotoviti primerljivost objavljenih bilanc, saj navedena sprememba bistveno spreminja razmerja med posameznimi postavkami v bilanci izkaza uspeha. Primerljivost smo pri analizi preteklega poslovanja zagotovili tako, da smo v obdobju do prve polovice leta 1999 posebni prometni davek od iger na srečo prišteli kosmatemu donosu iz poslovanja in drugim odhodkom iz poslovanja.

5.2 Model DCF na primeru podjetja HIT

Proces vrednotenja podjetja smo izvedli tako, kot smo ga opisali v poglavju 3.2. Najprej smo analizirali preteklo in tekoče poslovanje podjetja, ocenili strateško perspektivo podjetja, razvili scenarij razvoja podjetja, napovedali bilance stanja in izkaze uspeha, ocenili stroške kapitala in izračunali vrednost podjetja.

5.2.1 Analiza preteklega in tekočega poslovanja

Vrednost kapitala je odvisna od diskontiranih denarnih tokov v podjetje. Čeprav je DCF analiza uporabna za strateško analizo, je ne moremo uporabiti za analizo preteklega poslovanja. Preteklo poslovanje smo zato analizirali s pomočjo ROIC in rastjo prihodkov. Členitev ROIC nam je omogočilo vpogled v poslovanje podjetja in bi moralo biti osnova za napoved različnih scenarijev. Poudariti pa moramo, da naša napoved poslovanja podjetja ne bo temeljila na analizi preteklega poslovanja, ampak smo jo naredili izključno zaradi primerjave z izdelano napovedjo poslovanja podjetja¹⁸. Napoved poslovanja, ki jo bomo vrednotili, ni bila narejena na osnovi gibanja dejavnikov vrednosti v preteklih obdobjih poslovanja podjetja.

V nadaljevanju bomo prikazali izračune dejavnikov vrednosti, zato smo podatke podjetja HIT zapisali na način, da so iz njih razvidni: IC, NOPLAT in FCF. Za izračun bomo uporabili javno objavljene podatke podjetja od leta 1997 do 2000, ki smo jih popravili zaradi sprememb v davčni zakonodaji dejavnosti igralništva¹⁹. Dejavniki vrednosti nam bodo služili za primerjavo s samo napovedjo poslovanja podjetja. V tabeli 3 na strani 67 prikazujemo izračun IC v obdobju od leta 1997 do leta 2000.

¹⁸ Napoved poslovanja se naslanja na korporacijsko strategijo podjetja HIT in na Projekciji HIT-a 2001-2011.

¹⁹ Pri tem smo uporabili interne podatke službe Kontroling in podatke iz poslovnih poročil podjetja HIT za obdobje od leta 1996 do leta 2000.

Tabela 3: Izračun investiranega kapitala IC v obdobju od leta 1997 do leta 2000

	v mrd SIT			
	1997	1998	1999	2000
Gibljiva sredstva	2,4	2,7	3,0	4,1
Obveznosti	(3,7)	(4,1)	(4,6)	(6,0)
Poslovni obratni kapital	(1,3)	(1,4)	(1,6)	(1,8)
Stalna sredstva	8,5	9,5	16,3	17,2
IC	7,2	8,1	14,6	15,4
Neposlovna sredstva	5,0	5,9	3,2	4,0
Sredstva	12,2	14,0	17,8	19,4
Kapital	12,1	13,9	15,3	17,4
Dolgoročne rezervacije	0,1	0,1	0,1	0,1
Dolg	0,0	0,0	2,4	1,9
Obveznosti	12,2	14,0	17,8	19,4

Vir: Lastni izračuni

Iz tabele 3 je razvidno, koliko IC je bilo investiranega v poslovne in koliko v neposlovne aktivnosti. Posebnost pri določitvi IC so precejšnje finančne investicije podjetja (kratkoročne in dolgoročne), ki smo jih obravnavali kot *presežne finančne investicije* in smo jih zato upoštevali med neposlovnimi sredstvi podjetja.

Vrednost IC se v praksi izkazuje na dva načina: kot povprečje med vrednostjo na začetku obdobja in končno vrednostjo IC ter kot vrednost na začetku obdobja. Uporabljata se sicer oba načina, vendar smo mi zaradi primerljivosti vrednotenij z DCF in EVA modelom upoštevali vrednost IC na začetku obdobja. Samo v tem primeru dajeta namreč oba načina vrednotenja enak rezultat. S stališča lastnikov oziroma investorjev v podjetje je ta pristop tudi pravilnejši. Potencialne investitorje v podjetje namreč bolj zanima donos na vložena sredstva, kot pa donos na povprečje teh sredstev oziroma, kako uspešen je menedžment pri uporabi sredstev.

NOPLAT smo izračunali tako, da smo od EBIT odšteli davke na EBIT. Davki na EBIT predstavljajo davke, ki bi jih podjetje plačalo, če ne bi imelo dolga, presežnih finančnih investicij in prihodkov, ki niso povezani s poslovanjem podjetja. Podjetje HIT je v letih 1998 in 2000 plačalo davek na dobiček, zato je bilo potrebno za ti dve leti prilagoditi plačilo davkov. Doseženi davčni stopnji za plačilo davka iz dobička sta bili v obeh letih 5,8 %. V tabeli 4 na strani 68 smo prikazali izračun davka iz EBIT in izračun NOPLAT. V letih 1998 in 2000 smo plačilu davka na dobiček prišteli davčni ščit zaradi obresti in odšteli davek na prihodke iz obresti in davek na prihodke, ki niso povezani s poslovanjem podjetja.

Tabela 4: Izračun NOPLAT v obdobju od leta 1997 do leta 2000

	v mrd SIT			
	1997	1998	1999	2000
EBIT	1,19	0,90	0,61	1,44
Davki iz EBIT		0,05		0,08
NOPLAT	1,19	0,85	0,61	1,35
Davek iz dobička		0,08		0,11
Davčni ščit zaradi obresti		0,00		0,04
Davek na prihodke iz obresti		-0,02		-0,06
Davek na neoperativne prihodke		0,00		0,00
Davki iz EBIT		0,05		0,08

Vir: Lastni izračuni

Ko smo določili NOPLAT in IC, smo lahko izračunali tudi ROIC za posamezna leta poslovanja do leta 2000. Pri samem izračunu ROIC smo posebej pazili na konsistentnost izračuna, kar sicer pomeni, da je bilo potrebno denarni tok na sredstva, ki smo jih upoštevali pri določitvi IC, vključiti v izračun NOPLAT. V tabeli 5 prikazujemo rezultate izračuna ROIC.

Tabela 5: Izračun ROIC za obdobje od leta 1997 do leta 2000

	v mrd SIT			
	1997	1998	1999	2000
NOPLAT	1,2	0,9	0,6	1,4
Investirani kapital (na začetku leta)	4,0	7,2	8,1	14,6
ROIC	29,8%	11,8%	7,5%	9,3%

Vir: Lastni izračuni

V tabeli 5 je prikazan potek ROIC v obdobju do leta 2000. Vidimo lahko, da ima ROIC, v obdobju do leta 2000, padajoč trend. To je povsem v skladu z ugotovitvami iz poglavja 5.1, kjer smo omenili *trende donosnosti igralniške dejavnosti pri nas in v svetu*. Igralniška industrija mora vedno več vlagati v zabavno komponento integriranega igralniškega produkta, ki pa ni tako donosna, kot je sama dejavnost igranja. To dejstvo se, v obdobju do leta 2000, potrjuje tudi v primeru podjetja HIT. Če bi napoved poslovanja podjetja v prihodnosti delali na osnovi analize preteklega poslovanja, bi morali upoštevati trende upadanja donosnosti panoge in ob tem upoštevati možnost podjetja, da ohrani oziroma pridobi nove konkurenčne sposobnosti za realizacijo presežnih donosov.

Ekonomski dobiček je sodilo, ki kombinira razliko med ROIC in WACC (stroške kapitala bomo določili kasneje) in velikostjo podjetja v sodilo uspešnosti, ki je izraženo v denarni vrednosti in predstavlja v denarju izraženo, ustvarjeno ekonomsko vrednost.

Ekonomski dobiček smo prikazali v tabeli 6 na strani 67 na dva enakovredna načina: kot produkt razlike med ROIC in WACC in IC ter kot razliko med dobičkom iz poslovanja in denarnim stroškom kapitala.

Tabela 6: Izračun ekonomskega dobička za obdobje od leta 1997 do leta 2000

	v mrd SIT			
	1997	1998	1999	2000
ROIC	29,8%	11,8%	7,5%	9,3%
WACC	8,0%	8,0%	9,0%	8,5%
Razlika	21,7%	3,8%	-1,4%	0,7%
IC (na začetku leta)	4,0	7,2	8,1	14,6
Ekonomsk dobiček	0,9	0,3	(0,1)	0,1
NOPLAT	1,2	0,9	0,6	1,4
Strošek kapitala	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(1,2)
Ekonomsk dobiček	0,9	0,3	(0,1)	0,1

Vir: Lastni izračuni

Zadnji način prikaza še posebej opozarja na dejstvo, da moramo pri izračunu ekonomskega dobička upoštevati celoten strošek kapitala, in ne samo strošek obresti na dolg, kot pri računovodskem ugotavljanju dobička. Prav tako je iz tabele 6 viden padajoč trend ekonomskega dobička podjetja HIT v obdobju do leta 2000. Podjetje je v letu 1999, ko se je soočilo z ostro konkurenco, celo realiziralo negativen ekonomski dobiček v višini 0,1 mrd SIT.

Prosti denarni tok, FCF, daje informacijo o tem, koliko denarja podjetje ustvari oziroma troši. FCF je sicer tisti denarni tok, ki je na razpolago vsem, ki v podjetje investirajo. Ker je opredeljen pred stroški financiranja, način financiranja ne vpliva na njegovo velikost. FCF smo izračunali tako, da smo od NOPLAT odšteli investicije podjetja. V tabeli 7 smo prikazali gibanje prostega denarnega toka do leta 2000.

Tabela 7: Izračun FCF za obdobje od leta 1997 do leta 2000

	v mrd SIT			
	1997	1998	1999	2000
NOPLAT	1,2	0,9	0,6	1,4
Amortizacija	1,2	1,3	1,3	1,9
Bruto denarni tok	2,4	2,2	1,9	3,2
Povečanje poslovnega obratnega kapitala	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Investicije v stalna sredstva	4,4	2,4	8,0	2,9
Bruto investicije	4,4	2,2	7,8	2,6
FCF	(2,0)	(0,1)	(5,9)	0,6

Vir: Lastni izračuni

Ugotovimo lahko, da je denar v tem obdobju predvsem pritekal, podjetje pa ga je rabilo predvsem za investicije v stalna sredstva. Podjetje je sicer največ investiralo v letu 1999, takrat je tudi odprlo prenovljeno igralnico v Kranjski Gori.

V tabeli 8 smo prikazali velikost neto investicij in stopnje investiranja v obdobju do leta 2000. Običajno se stopnje investiranja ameriških podjetij v igralniški dejavnosti gibljejo okrog 200%²⁰. Sicer pa lahko v tabeli 8 vidimo povečano investicijsko dejavnost v letih 1997 in 1999.

Tabela 8: Izračun kazalnikov investiranja za obdobje od leta 1997 do leta 2000

	1997	1998	1999	2000
Neto investicije v mrd SIT	3,2	0,9	6,5	0,8
Neto investicije / NOPLAT	271%	109%	1062%	56%

Vir: Lastni izračuni

Analizo preteklega poslovanja podjetja smo zaključili s členitvijo ROIC, ki jo prikazujemo v tabeli 9. Členitev ROIC nam je omogočila vpogled v gibanje ključnih kazalnikov vrednosti podjetja v preteklem štiriletnem obdobju. Davčni vpliv smo izločili tako, da smo izračunali ROIC pred davki (členitev na osnovi EBIT).

Tabela 9: Členitev ROIC v obdobju od leta 1997 do leta 2000

	1997	1998	1999	2000
Rast prihodkov	18,1%	11,5%	3,3%	2,7%
ROIC	29,8%	11,8%	7,5%	9,3%
ROIC pred davki	29,8%	12,6%	7,5%	9,8%
Dobičkonosnost prihodkov = EBIT / Prihodki	4,8%	3,3%	2,2%	4,9%
Stroški blaga, materiala in storitev / Prihodki	27,8%	28,0%	29,3%	28,5%
Stroški dela / Prihodki	38,1%	37,4%	37,7%	39,0%
Amortizacija / Prihodki	4,8%	4,8%	4,6%	6,4%
Drugi odhodki poslovanja / Prihodki	24,4%	26,5%	26,1%	21,2%
Obračanje investiranega kapitala = Prihodki / IC	6,2	3,8	3,5	2,0
Operativna gibljlj. sredstva / Prihodki	-5,1%	-5,2%	-5,7%	-6,3%
Neopr. dolg. sredstva / Prihodki	1,4%	1,4%	1,3%	1,1%
Opr. dolg. sredstva / Prihodki	32,9%	33,4%	56,1%	58,3%

Vir: Lastni izračuni

Dobičkonosnost prihodkov prikazuje uspešnost podjetja pri pretvarjanju prihodkov v dobiček, medtem ko kazalec **obračanja investiranega kapitala** prikazuje učinkovitost izrabe investiranega kapitala. Ta dva osnovna kazalca smo še naprej členili. Vrednost posameznih kazalcev je odvisna od panoge, v kateri posluje podjetje in se za podjetja v določeni panogi običajno giba v nekih določenih mejah. Vrednost kazalcev lahko odražajo strategijo podjetja glede na konkurenco, vendar ponavadi najboljša podjetja izstopajo od konkurence v vseh dejavnostih.

V tabeli 9 lahko vidimo, da so se vsi kazalci v obdobju do leta 2000 precej znižali. Najbolj se je zmanjšala učinkovitost uporabe investiranega kapitala. Obračanje investiranega kapitala se je od

²⁰ Vir: Damodaran On-Line (URL: <http://equity.stern.nyu.edu/~adamodar/data.html>)

leta 1997 poslabšal kar za trikrat. Izstopa delež opredmetenih dolgoročnih sredstev podjetja v prihodkih podjetja, ki se je do leta 2000 povečal z 32,9 % na 58,3 %. To dejstvo kaže predvsem na manj donosne investicije podjetja v tem obdobju, kar je povsem v skladu z gibanjem donosnosti igralniške dejavnosti, tako v svetu kot pri nas. Potrebna so namreč vse večja vlaganja v manj donosne, spremljajoče dejavnosti. Dobičkonosnost prihodkov se, z izjemo leta 1999, giblje okrog 4 %. Vzrok za znižanje kazalcev v letu 1999 je počasnejša rast prihodkov, ki je bila posledica aktivnosti konkurence. V letu 2000 se je dobičkonosnost prihodkov ponovno izboljšala. Izboljšanje gre na račun precejšnjega zmanjšanja deleža drugih odhodkov v prihodkih podjetja, kamor spada tudi koncesijska dajatev. V letu 2000 je ta delež padel na 21,2 %.

5.2.2 Strateška perspektiva podjetja HIT d.d.

Trendi v razvoju igralniško-zabaviščne dejavnosti kažejo na vedno večjo družbeno sprejemljivost te dejavnosti. Danes se v svetu vedno bolj uveljavlja ameriški model igre in zabave. Novejše študije WTO-ja potrjujejo domnevo, da se bo ta panoga v svetovnem merilu najhitreje razvijala. Razvitost igralniško zabaviščne dejavnosti v Sloveniji pa po zaslugi HIT-a, predstavlja veliko priložnost za Slovenijo. Postane lahko generator gospodarskega in turističnega razvoja.

HIT predstavlja danes glavnino slovenskega igralništva, njegov razvoj in perspektiva pa sta v veliki meri odvisna od države, ki lahko omogoči razvoj igralniške dejavnosti, z znižanjem davčnih obremenitev. Razvoj podjetja je namreč usodno povezan z znižanjem davčnih obremenitev igralniške dejavnosti.

Podjetje HIT nudi igralniško-zabavišni produkt, ki je po izdelanih tržnih raziskavah²¹ zelo privlačen in ima v severni Italiji še precejšen neizkoriščen tržni potencial. Možnosti podjetja so v investiranju v atraktivno in spremembam prilagodljivo ponudbo, ki se bo zgledovala po ameriškem Las Vegasu. Ponudba mora sicer omogočiti zabavo za ljudi vseh starosti, socialnih slojev in narodnosti. Za doseganje tega cilja so potrebne tudi *investicije v manj donosne dejavnosti* in tudi večji izdatki za *oglaševanje oziroma promocijo*. Bodočnost igralniško-zabaviščne dejavnosti je torej v investiranju v igralniško-zabaviščne dejavnosti, ki same po sebi niso več tako donosne kot samo igralništvo, vendar pripeljejo v igralnice oziroma zabaviščne centre množice igralcev in omogočajo izkoriščanje ekonomij obsega (Kofol, 2001, str. 133-134).

Obstajajo različne ideje, kako bi lahko podjetje izkoristilo neizkoriščen tržni potencial. Glede na različne možnosti so bili v podjetju izdelani različni *scenariji razvoja* podjetja v prihodnosti. Ena od možnosti je, da se še pred vstopom Slovenije v EU zgradi nov zabavišni center v okolici Nove Gorice s celovito ponudbo. Z izgradnjo takega centra bi prehiteli konkurenco v Italiji in se izognili možnosti, da bi nas EU po našem vstopu z bolj restriktivno igralniško zakonodajo

²¹Vir: Interni podatki službe tržne raziskave in analize, HIT, 2002.

zavrila. Naslednja možnost je manjše investiranje v nove objekte in preurejanje obstoječih po zgledu podjetij v Las Vegasu. Možnosti so tudi v pogostejšem spreminjanju ponudbe in prilagajanju le-te povpraševanju in pričakovanjem gostov. Pojavljajo pa se tudi zanimive priložnosti investiranja v tujini (trgi bivše Jugoslavije).

Priložnosti podjetja je potrebno presoјati ob dejstvu, da imata tako stopnja rasti prihodkov kot ROIC podjetja trend padanja. Podjetje je v letu 1999 celo poslovalo z ROIC, ki je bil manjši od stroškov kapitala. Razlogi za to so padajoči trendi prihodkov in splošni trendi gibanja donosnosti v igralniški dejavnosti. V tem obdobju se je že začela kazati potreba po vedno večjem investiranju v manj donosne dejavnosti (zabava in gostinstvo). Podjetje se v obdobju do leta 2000 ni odzivalo na spreminjajoče tržne razmere oziroma se ni prilagajalo z novimi investicijami in spremembami v ponudbi. V veliki meri je za takšno stanje kriva zelo omejevalna igralniška zakonodaja, ki je veljala do leta 1999. V letu 1999 sprejete spremembe pa so pomenile samo delno davčno razbremenitev. Koristne so bile predvsem zato, ker so sploh omogočile razvoj igralniške dejavnosti. Kljub delnemu znižanju davčnih bremen so igralniški davki ostali še vedno previsoki in predstavljajo veliko oviro za razvoj HIT-a.

Zaključimo lahko z ugotovitvijo, da ima HIT pred konkurenti še vedno določene konkurenčne prednosti. Poleg *stroškovnih prednosti*, ki dolgoročno sicer vodijo v podrejen položaj in izgubo tržnega deleža, in se tudi s širjenjem dodatne ponudbe in kakovostjo storitve zmanjšujejo, še prednosti v pridobljenem *znanju* na področju igralniške dejavnosti, boljše *promocijsko* dejavnost in *skrb za gosta*. Ker so te prednosti, razen stroškovnih prednosti, težje ubranljive, lahko HIT dolgoročno konkurira samo z dodatno ponudbo in večjo kakovostjo storitev (Prašnikar, 2002, str. 14).

5.2.3 Razvoj scenarijev

Podjetje HIT je skupaj z ostalimi podjetji v panogi v začetku letu 2001 začelo obsežno akcijo prepričevanja Vlade RS za znižanje igralniških davkov. Namen je bil prepričati Vlado, da bo država z znižanjem pretirane obdavčitve tudi sama pridobila. Razbremenitev naj bi igralniškimi podjetjem omogočila nov investicijski cikel, ki bi dolgoročno koristil tako državi kot HIT-u. V ta namen so bili izdelani različni scenariji razvoja podjetja, ki so vključevali različne razvojne možnosti podjetja, in to z vidika različnih davčnih obremenitev podjetja.

V projekciji razvoja HIT-a do leta 2011 so v glavnem scenariju razvoja, ki upoštevajo prej omenjene možnosti razvoja oziroma njihovo kombinacijo, pri različnih možnih davčnih obremenitvah igralniške dejavnosti. Vsi scenariji razvoja so bili narejeni ob predpostavkah, da bo podjetje HIT v obdobju do leta 2006 ohranilo konkurenčne prednosti, ne glede na dejstvo, da poskuša konkurenca v vseh pogledih posnemati HIT-ov produkt in ji to tudi uspeva. Scenariji

torej predvidevajo, da je mogoče v naslednjih šestih letih realizirati donose na investirani kapital, ki bodo presegali stroške financiranja.

5.2.4 Napoved izkaza uspeha in bilance stanja

V nadaljevanju bomo opisali, kako smo napovedali posamezne postavke izkaza uspeha in bilance stanja. Napoved posameznih postavk izkaza uspeha in bilanc stanja smo začeli z **napovedjo bruto realizacije** podjetja v obdobju do leta 2006. Bruto realizacija je v igralništvu enaka vrednosti vseh prejetih vplačil, zmanjšanih za vrednost izplačil dobitkov, vrednosti napitnin in vstopnin v igralnice; v gostinski dejavnosti podjetja pa je to neto realizacija, povečana za izstopni DDV. Neto realizacija podjetja, ki je vsebinsko enaka kosmatemu donosu iz poslovanja, pa je bruto realizacija zmanjšana, za davke (davek od iger in izstopni DDV). Copeland (2000, str. 252) navaja različne modele napovedovanja rasti prihodkov, ki pa so v primeru dejavnosti igralništva, po našem mnenju, manj uporabni. Napoved prihodkov običajno temelji na preteklih izkušnjah. Pri napovedi bruto realizacije nam je sicer v pomoč že znana poraba na obiskovalca v obstoječih zmogljivostih in predvideno število obiskovalcev v novih zmogljivosti ter primerljivost novih zmogljivosti z obstoječimi. Na osnovi tako napovedane bruto realizacije in načrtovane ponudbe iger na srečo so bile izračunane davčne obremenitve (različne davčne stopnje za različne igre na srečo) za posamezna leta poslovanja. Podobno je bila napovedana bruto realizacija v gostinski dejavnosti.

Pri napovedi smo predpostavili, da bodo **stroški poslovanja**, z izjemo amortizacije in koncesijske dajatve (v okviru drugih odhodkov iz poslovanja), v obdobju do leta 2006 dosegali enake deleže v prihodkih, kot so bili doseženi v letu 2000. Osnova za izračun **amortizacije** so bila obstoječa sredstva podjetja in načrtovana vlaganja v prihodnosti. V obdobju napovedovanja smo predpostavili reinvestiranje amortizacije, kar pomeni, da se vrednost sredstev podjetja v obdobju napovedovanja ne zmanjšuje. **Koncesijska dajatev** predstavlja izračunano davčno obremenitev in je izračunana na osnovi napovedane bruto realizacije ter načrtovane ponudbe iger na srečo.

Stroške financiranja bomo podrobneje opisali v okviru izračuna stroška kapitala. Na tem mestu naj samo omenimo, da smo napoved stroškov financiranja poenostavili tako, da smo predpostavili odplačilo, v letu 2000 obstoječega dolga, v naslednjih desetih letih po 11 % realni obrestni meri. Za najemanje novih kreditov pa smo predpostavili 8 % realno obrestno mero. Predpostavili smo tudi 9 % realen **donos na finančne naložbe** podjetja (tako kratkoročne kot dolgoročne).

HIT v letih 1997 in 1999 ni plačal davka od dobička, v letih 1998 in 2000 pa je bila mejna stopnja za obdavčitev dobička enaka 5,8 %. Kljub temu smo pri napovedi predpostavili, da bo **mejna stopnja za obdavčitev dobička** v obdobju do leta 2006 enaka predpisani davčni stopnji 25 %, kar je v praksi pogosta predpostavka pri napovedovanju poslovanja.

Pri **napovedi sredstev** podjetja smo upoštevali predviden vrednostni obseg investiranja podjetja, ki ga predvideva scenarij razvoja podjetja do leta 2011. Predpostavili smo, da se bo v eksplicitnem obdobju napovedi ohranjal 14,2 % delež gibljivih sredstev podjetja v prihodkih podjetja delež, kot je bil sicer dosežen v letu 2000 (razen postavke kratkoročnih finančnih investicij, ki naj se ne bi v prihodnjih letih vrednostno spreminjala). Projekcija HIT-a torej predvideva investicije v ohranjanju stalnega deleža gibljivih sredstev v prihodku in investicijam v stalna sredstva podjetja.

Obratni kapital je v letu 2000 dosegel delež – 2 %. Negativni obratni kapital kaže neugodno sliko finančne stabilnosti, ki pa na donosnost ne vpliva. Ukrepi za izboljšanje so lahko večanje navadnega kapitala, financiranje poslovanja iz zadržanega dobička in reprogramiranje kratkoročnih dolgov. Napoved obratnega kapitala smo tudi poenostavili in predpostavili, da bo le-ta v letih eksplicitne napovedi enak 0. Vrednostno so zato tekoče obveznostih iz poslovanja enake gibljivim sredstvom, posamezne postavke pa smo določili glede na delež, ki ga dosega posamezna postavka med gibljivimi sredstvi v letu 2000.

Po projekciji razvoja podjetja predvideva, da bo HIT namenjal za **dividende** najmanj eno tretjino dobička, ostalo pa bo reinvestiral. V primeru, da bo nerazdeljeni dobiček presegal potrebna sredstva za investicije, se bodo izplačevale dodatne dividende. V tabelah od 10 do 14 na straneh 74 do 76 prikazujemo napovedi izkazov uspeha, bilanc stanja in izračune dejavnikov vrednosti, ki jih bomo potrebovali pri izračunu vrednosti podjetja.

Tabela 10: Izkazi uspeha v obdobju od leta 2000 do leta 2006

	v mrd SIT						
	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
Donos iz poslovanja	29,0	28,7	31,3	35,1	37,8	38,4	37,6
Stroški blaga, materiala in storitev	(8,3)	(8,2)	(8,9)	(10,0)	(10,8)	(10,9)	(10,7)
Stroški dela	(11,3)	(11,2)	(12,2)	(13,7)	(14,7)	(15,0)	(14,7)
Amortizacija	(1,9)	(2,2)	(2,7)	(3,2)	(3,4)	(3,5)	(3,6)
Drugi odhodki poslovanja od tega koncesijska dajatev	(6,2) (5,9)	(4,6) (4,4)	(4,0) (3,7)	(2,9) (2,6)	(3,1) (2,8)	(3,2) (2,9)	(3,1) (2,8)
Ostalo	(0,0)						
Dobiček iz poslovanja - EBIT	1,4	2,5	3,5	5,3	5,8	5,8	5,5
Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	(0,3)	(0,7)	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,2)	(1,1)
Dobiček pred plačilom davkov	1,7	2,1	2,5	4,4	4,9	5,0	4,7
Davki iz dobička	0,1	0,5	0,6	1,1	1,2	1,2	1,2
Dobiček pred izrednimi postavkami	1,5	1,6	1,9	3,3	3,7	3,7	3,5
Izredni prihodki	0,3						
Izredni odhodki	(1,1)						
Čisti dobiček	0,8	1,6	1,9	3,3	3,7	3,7	3,5

Vir: Lastni izračuni

Tabela 11: FCF v obdobju od leta 2000 do leta 2006

	v mrd SIT						
	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
NOPLAT	1,4	1,9	2,6	4,0	4,4	4,4	4,1
Amortizacija	1,9	2,2	2,7	3,2	3,4	3,5	3,6
Bruto denarni tok	3,2	4,1	5,3	7,2	7,7	7,9	7,7
Povečanje obratnega kapitala	(0,2)	0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	(0,0)
Investicije	2,9	9,5	10,4	4,3	4,0	4,4	4,8
Bruto investicije	2,6	10,0	10,5	4,3	4,0	4,4	4,7
FCF	0,6	(5,9)	(5,1)	2,9	3,7	3,4	3,0

Vir: Lastni izračuni

Tabela 12: NOPLAT v obdobju od leta 2000 do leta 2006

	v mrd SIT						
	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
EBIT	1,4	2,5	3,5	5,3	5,8	5,8	5,5
Davki iz EBIT	0,1	0,6	0,9	1,3	1,5	1,5	1,4
NOPLAT	1,4	1,9	2,6	4,0	4,4	4,4	4,1
Davek iz dobička	0,1	0,5	0,6	1,1	1,2	1,2	1,2
Davečni ščit zaradi obresti	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Davek na prihodke iz obresti	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Davek na neposlovne prihodke	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Davki iz EBIT	0,1	0,6	0,9	1,3	1,5	1,5	1,4

Vir: Lastni izračuni

Tabela 13: Bilance stanja v obdobju od leta 2000 do leta 2006

	v mrd SIT						
	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
Denarna sredstva	1,3	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	1,7
Terjatve iz poslovanja	1,7	1,7	1,9	2,1	2,2	2,3	2,2
Zaloge	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktivne časovne razmejitev	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9
Gibljiva sredstva	4,1	4,1	4,4	5,0	5,4	5,4	5,3
Stalna sredstva	17,2	24,5	32,2	33,3	33,9	34,8	35,9
Dobro ime							
Finančne naložbe	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Sredstva	25,4	32,6	40,7	42,3	43,3	44,3	45,3
Obveznosti iz poslovanja	5,0	4,5	4,8	5,2	5,5	5,5	5,5
Pasivne časovne razmejitev	1,0	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1
Obveznosti iz poslovanja	6,0	5,4	5,7	6,2	6,6	6,6	6,5
Dolg	1,9	8,6	15,1	14,4	13,9	13,3	12,5
Dolgoročne rezervacije	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kapital	17,4	18,5	19,8	21,6	22,7	24,3	26,1
Obveznosti	25,4	32,6	40,7	42,3	43,3	44,3	45,3

Vir : Lastni izračuni

Tabela 14: IC v obdobju od leta 2000 do leta 2006

	v mrd SIT						
	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
Gibljiva sredstva	4,1	4,1	4,4	5,0	5,4	5,4	5,3
Obveznosti iz poslovanja	(6,0)	(5,4)	(5,7)	(6,2)	(6,6)	(6,6)	(6,5)
Obratni kapital	(1,8)	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)
Stalna sredstva	17,2	24,5	32,2	33,3	33,9	34,8	35,9
Investirani kapital	15,4	23,2	30,9	32,1	32,7	33,6	34,7
Neposlovna sredstva	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Sredstva	19,4	27,2	35,0	36,1	36,8	37,7	38,8
Kapital	17,4	18,5	19,8	21,6	22,7	24,3	26,1
Dolgoročne rezervacije	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dolg	1,9	8,6	15,1	14,4	13,9	13,3	12,5
Obveznosti	19,4	27,2	35,0	36,1	36,8	37,7	38,8

Vir : Lastni izračuni

5.2.5 Izračun stroška kapitala WACC

Za izračun WACC smo morali izračunati strošek dolga in strošek navadnega kapitala, medtem ko je strošek prednostnega kapitala znan²². Izračun stroškov dolga, v obdobju do leta 2000, smo poenostavili. Leto 2000 je zadnje leto pred eksplicitno napovedjo poslovanja, stanje dolga v tem letu pa smo poimenovali obstoječi dolg. Predpostavili smo odplačilo obstoječega dolga v naslednjih desetih letih, kar dejansko pomeni, da smo ustvarili novo obliko dolga. Realno obrestno mero tega dolga smo ocenili, in sicer na osnovi stroškov obresti v l. 2000 in stanja dolga (kratkoročnega in dolgoročnega) konec leta l. 1999 (Copeland et al., 2000, str. 255). Za obdobje do leta 2000 smo predpostavili realno obrestno mero, ki je enaka ocenjeni realni obrestni meri v letu 2000²³. Ocenjena realna obrestna mera, v obdobju do leta 2000, je torej 11%. V tabeli 15 na strani 77 prikazujemo stanje dolga za obdobje napovedovanja, stroške obresti in ponderirano obrestno mero dolga.

²² Osnovni kapital družbe HIT je razdeljen na 6.788.634 delnic, od tega:

- 4.073.180 navadnih delnic z nominalno vrednostjo 1.000 SIT, ki skupaj pomenijo 60% vrednosti celotnega osnovnega kapitala družbe;
- 2.715.454 prednostnih delnic, vsaka prav tako z nominalno vrednostjo 1.000 SIT, skupaj pomenijo 40% vrednosti celotnega osnovnega kapitala družbe.

Prednostne delnice so brez pravice do upravljanja, njihovim imetnikom pa zagotavljajo **donos 1%** knjigovodske vrednosti delnice (Poročilo neodvisnega revizorja o računovodskih izkazih za leto 2000, ki se je končalo 31.12.2000, 2001, str.8).

²³ To zadnjo poenostavitev smo naredili zato, ker se je podjetje v obdobju do leta 1999 samo v manjšem obsegu financiralo z dolgom in bi bolj natančna ocena zanemarljivo vplivala na celoten strošek kapitala.

Tabela 15: Stanje dolga in stroški obresti v obdobju od leta 2000 do leta 2006

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Stanje dolga	1.888.011	8.033.077	14.465.265	13.749.160	12.357.376	10.849.607	9.216.063
Stroški obresti	207.808	745.563	1.302.579	1.252.324	1.145.357	1.029.372	903.598
Obrestna mera*	11,0%	8,7%	8,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

* Ponderirana obrestna mera dolga

Vir: Lastni izračuni

Naslednja predpostavka je, da bo podjetje vse investicije v obdobju napovedovanja financiralo z dobičkom in najemanjem dolgoročnega desetletnega dolga. Podjetje se bo v tem obdobju, zadolževalo po 8 % realni obrestni meri. To predpostavko smo naredili na osnovi podatkov Gospodarske zbornice Slovenije (Konjunktorni trendi – februar 2000, str 4), kjer navajajo, da je bila decembra leta 1999 povprečna realna obrestna mera 8 %. Dolg se bo najemal v začetku leta, amortiziral pa se bo z desetimi letnimi plačili, ki se bodo izvršila konec leta. V tabeli 15 smo prikazali stanje dolga, obstoječega v letu 2000 in najetega v eksplicitnem obdobju napovedovanja.

Zahtevano donosnost kapitala smo izračunali s pomočjo CAPM modela. CAPM model predvideva, da investitorji pričakujejo za investicijo v podjetje dodaten donos, ki presega stopnjo netvegane investicije. Za izračun potrebujemo podatek o donosu *netvegane investicije*, *vrednost beta* in *višino tržnega tveganja*.

Tržno tveganje je opredeljeno s stopnjo donosa delnic. Vsebinsko to pomeni donos nad donosom varne investicije, ki ga investitor pričakuje na trgu kot nagrado zaradi večjega tveganja vlaganja v delnice. Ker je v Sloveniji kapitalski trg še nerazvit, je običajna praksa, da se uporabi podatke s trga vrednostnih papirjev v ZDA. Dejavnost igralništva je v Sloveniji dokaj nova, vendar so pogoji njenega delovanja precej podobni ameriškim, zato je primerjava z razmerami na ameriškem trgu lahko smiselna. Za izračun tveganja bomo upoštevali, da je zahtevan letni donos kapitala enak vsoti zahtevanega donosa kapitala na ameriškem trgu, ki je v letu 2000 znašal 6,8%²⁴, in deželnega tveganja Slovenije 6,5%²⁵. Skupaj torej 13,3%.

Beta vrednost meri tveganje, ki izhaja iz tega, da imamo pri investiciji opraviti z delnicami samo določenega podjetja. To tveganje je sestavljeno iz dveh tveganj: tveganje zaradi investicije v samo eno podjetje in dejstva, da podjetje financira svoja sredstva tudi z dolgom. Pri tem smo še predpostavili, da je tveganje podjetja tudi proporcionalno deželnemu tveganju. Podobno kot pri izračunu ocene tržnega tveganja si tudi pri izračunu bete pomagamo s podatki z ameriškega trga. Vrednost bete smo vzeli za hotelsko in igralniško dejavnost (Hotel/Gaming) in jo priredili za podjetje HIT.

²⁴ Damodaran On-Line (URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

²⁵ Damodaran On-Line (URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Beta za hotelsko in igralniško dejavnost v ZDA znaša $0,90^{26}$. Podatek vsebuje vpliv povečanega tveganja zaradi finančnega vzvoda, ki je za hotelsko in igralniško dejavnost razmeroma visok 90,1%. Ta vpliv je bilo potrebno najprej odpraviti in neobremenjen beta prilagoditi podjetju HIT. Upoštevali smo različne stopnje davka na dobiček ter razmerje med vrednostjo dolga in kapitala. Popravljen vrednost beta je v letu 2000 enaka 0,61 in kaže na to, da je variabilnost donosov hotelske in igralniške dejavnosti manjša od gibanja donosov trga kot celote, zato je tudi stopnja tržnega tveganja manjša.

Za donos *netvegane investicije* smo uporabili povprečen donos ameriških državnih obveznic (T.Bonds), v obdobju od leta 1928 do leta 2000, ki je $5,2\%^{27}$. V tabeli 16 prikazujemo rezultate izračuna WACC.

Tabela 16: Izračun WACC v obdobju od leta 1996 do leta 2006

	1996	1997	1998	1999	2000*	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Kapital	7.691.523	12.498.785	14.310.532	15.818.297	18.531.234	19.486.541	20.804.374	22.692.491	23.919.126	25.477.090	27.306.577
Donos netvegane naložbe (T.Bonds)	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Beta (z vplivom vzvoda podjetja)	0,59	0,56	0,56	0,64	0,61	0,74	0,86	0,83	0,80	0,78	0,75
Tržno tveganje	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Zahtevana donosnost kapitala	13,1%	12,7%	12,7%	13,8%	13,3%	15,1%	16,7%	16,2%	15,9%	15,6%	15,2%
Dolg	420.889	18.819	43.213	2.367.909	1.888.011	8.618.093	15.085.756	14.423.268	13.901.409	13.268.912	12.513.798
Strošek dolga*	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	8,7%	8,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Strošek prednostnega kapitala	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	0,0%	0,0%	5,8%	0,0%	11,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Dejanska obrestna mera	11,0%	11,0%	10,4%	11,0%	9,7%	6,5%	6,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Dolg + kapital	8.112.412	12.517.604	14.353.745	18.186.207	20.419.245	28.104.634	35.890.130	37.115.759	37.820.535	38.746.002	39.820.375
Delež navadnega kapitala	56,9%	59,9%	59,8%	52,2%	54,5%	41,6%	34,8%	36,7%	37,9%	39,5%	41,1%
Delež dolga	5,2%	0,2%	0,3%	13,0%	9,2%	30,7%	42,0%	38,9%	36,8%	34,2%	31,4%
Delež prednostnega kapitala	37,9%	39,9%	39,9%	34,8%	36,3%	27,7%	23,2%	24,5%	25,3%	26,3%	27,4%
WACC	8,4%	8,0%	8,0%	9,0%	8,5%	8,6%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%

*Do l. 2000 predpostavljamo 11 % obrestno mero, to je efektivno obrestno mero l. 2000.

Vir: Lastni izračuni

5.2.6 Ocena končne vrednosti

V prejšnjih korakih smo določili vse potrebne parametre za določitev končne vrednosti podjetja: NOPLAT, FCF in ROIC. Preostane nam, da ocenimo parametre enačbe tako, da bodo verodostojno odražali stanje, v katerem se bo podjetje in panoga nahajalo v prihodnosti. Predpostavili smo, da bo HIT po končanem eksplicitnem obdobju popolnoma izgubil konkurenčne prednosti in da bo ROIC enak WACC. Predpostavljamo, da bo ROIC dolgoročno enak 8,5 %. Upoštevali smo, da bo podjetje po eksplicitnem obdobju raslo s stopnjo 3,3 %, ki je tudi enaka stopnji rasti podjetja v zadnjem letu eksplicitne napovedi.

Predpostavke o končni vrednosti podjetja bistveno vplivajo na izračun vrednosti podjetja. Pri modelu CFROI pa, kot smo že dejali, jih ni potrebno sprejemati. Rezultat, ki smo ga dobili pri vrednotenju z modelom CFROI, se pri izračunu vrednosti podjetja razlikuje za približno 1,3 mrd

²⁶ Damodaran On-Line (URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

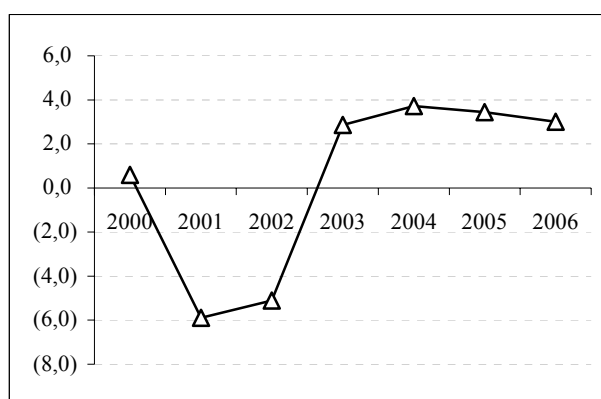
²⁷ Damodaran On-Line (URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

SIT. Rezultat vrednotenja z modeli DCF in EVA na eni strani se izenači z rezultatom, ki ga dobimo s CFROI modelom, če pri prvih dveh sprejmemo predpostavko, da je ROIC v obdobju po eksplicitni napovedi enak 9 %.

5.2.7 Vrednost podjetja z DCF modelom

Zadnji korak pri vrednotenju podjetja je izračun ter preverjanje in testiranje vrednosti podjetja v okviru izbranega scenarija razvoja podjetja. V grafikonu 1 smo prikazali gibanje prostega denarnega toka podjetja, v tabeli 17 pa smo še enkrat prikazali prosti denarni tok v eksplicitnem obdobju napovedovanja in vrednost podjetja po eksplicitnem obdobju napovedovanja ter izračun poslovne vrednosti podjetja.

Grafikon 1: Prikaz gibanja FCF (v mrd SIT) v obdobju od leta 2000 do leta 2006



Vir: Lastni izračuni

Tabela 17: Izračun poslovne vrednosti podjetja z modelom DCF

v mrd SIT			
Leta	Prosti denarni tok FCF	Diskontni faktor	Sedanja vrednost prostega denarnega FCF
2001	(5,9)	0,9215	(5,4)
2002	(5,1)	0,8488	(4,3)
2003	2,9	0,7811	2,2
2004	3,7	0,7198	2,7
2005	3,4	0,6634	2,3
TV	50,4	0,6634	33,4
Poslovna vrednost podjetja			30,9

Vir: Lastni izračuni

Poslovna vrednost podjetja je enaka vsoti sedanje vrednosti prostega denarnega toka v podjetje in sedanje vrednosti končne vrednosti podjetja TV. Diskontni faktor pri izračunu sedanje

vrednosti je enak strošku kapitala WACC za posamezna leta napovedi. Vrednost podjetja, pri izbranem scenariju razvoja podjetja HIT, znaša torej 29,6 mrd SIT.

V tabeli 18 prikazujemo izračun kapitala podjetja. Celotno vrednost podjetja smo določili tako, da smo poslovni vrednosti podjetja dodali neposlovna sredstva. Neposlovna sredstva (pretežno finančne naložbe podjetja) so enaka 4,0 mrd SIT. Celotna vrednost podjetja, z diskontiranjem prostega denarnega toka v podjetje, torej znaša 33,6 mrd SIT.

Vrednost kapitala smo nato izračunali tako, da smo od celotne vrednosti podjetja odšteli vrednost dolga in prednostnega kapitala. Vrednost navadnega kapitala je tako enaka 19,0 mrd SIT, navadne delnice pa 4.674 SIT.

Tabela 18: Izračun vrednosti kapitala z modelom DCF

	v mrd SIT
Poslovna vrednost podjetja	30,9
Presežne finančne naložbe	4,0
Vrednost podjetja	34,9
Dolg	1,9
Vrednost prednostnega kapitala	13,2
Vrednost navadnega kapitala	19,8
Število izdanih navadnih delnic po 1000 SIT	4.073.180
Knjižna vrednost delnice	2.730
Vrednost navadne delnice v SIT	4.863

Vir: Lastni izračuni

Glede na to, da scenarij predvideva višji ROIC v eksplicitnem obdobju napovedovanja, kot bodo stroški kapitala, smo višjo izračunano vrednost navadne delnice podjetja, kot je knjižna vrednost, tudi pričakovali. Dobljeni rezultat nam zato potrjuje pravilnost izračuna.

5.2.8 ROIC sodilo uspešnosti poslovanja podjetja

V tabeli 19 na strani 81 prikazujemo pretekle in napovedane kazalce, kjer lahko vidimo, da gre napovedano povečanje ROIC predvsem na račun pričakovane povečane donosnosti prihodkov, medtem ko kaže obračanje investiranega kapitala na vse slabšo učinkovitost investiranega kapitala. Scenarij predvideva povečanje donosnosti prihodkov s 4,9 % v letu 2000 na 14,5 % v letu 2006 in zmanjšanje obračanja kapitala na vsega 1,1.

Tabela 19: Členitev ROIC v obdobju od leta 1997 do leta 2006

	1997	1998	1999	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
Rast prihodkov	18,1%	11,5%	3,3%	2,7%	-1,0%	8,8%	12,4%	7,6%	1,6%	-2,1%
ROIC	29,8%	11,8%	7,5%	9,3%	12,2%	11,3%	12,9%	13,6%	13,3%	12,2%
ROIC pred davki	29,8%	12,6%	7,5%	9,8%	16,3%	15,1%	17,3%	18,2%	17,8%	16,3%
Dobičkonosnost prihodkov = EBIT / Prihodki	4,8%	3,3%	2,2%	4,9%	8,7%	11,2%	15,2%	15,4%	15,1%	14,5%
Stroški blaga, materiala in storitev / Prihodki	27,8%	28,0%	29,3%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%
Stroški dela / Prihodki	38,1%	37,4%	37,7%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%
Amortizacija / Prihodki	4,8%	4,8%	4,6%	6,4%	7,8%	8,7%	9,1%	8,9%	9,1%	9,7%
Drugi odhodki poslovanja / Prihodki	24,4%	26,5%	26,1%	21,2%	16,0%	12,7%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Obračanje investiranega kapitala = Prihodki / IC	6,2	3,8	3,5	2,0	1,9	1,3	1,1	1,2	1,2	1,1
Operativna giblj. sredstva / Prihodki	-5,1%	-5,2%	-5,7%	-6,3%	-4,6%	-4,1%	-3,5%	-3,2%	-3,1%	-3,2%
Neopr. dolg. sredstva / Prihodki	1,4%	1,4%	1,3%	1,1%	1,5%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%
Opr. dolg. sredstva / Prihodki	32,9%	33,4%	56,1%	58,3%	83,7%	101,1%	93,0%	88,0%	89,0%	93,7%

Vir: Lastni izračuni

Lahko vidimo, da se dobičkonosnost prihodkov povečuje predvsem na račun vse manjšega deleža drugih odhodkov v prihodkih podjetja. Glede na to, da med druge odhodke spada tudi koncesijska dajatev podjetja, je očitno, da se dobičkonosnost prihodkov povečuje na račun nižanja davčnih obremenitev podjetja. Scenarij predvideva precejšnje znižanje davkov v letu 2001 in njihovo nadaljnje nižanje vse do leta 2006. Kar se tiče nižanja učinkovitosti investiranega kapitala, lahko ponovimo že prej omenjeno dejstvo, da so trendi v igralniški dejavnosti taki, da bo v prihodnosti potrebno vedno več vlagati v manj donosne spremljajoče dejavnosti. To dejstvo je vidno tudi v deležu opredmetenih dolgoročnih sredstev v prihodkih, ki strmo narašča, in sicer od 58,3 % v letu 2000, pa vse do 93,7 % v letu 2006.

5.3 Model EVA na primeru podjetja HIT

5.3.1 Vrednost podjetja z modelom EVA

Za izračun vrednosti podjetja z modelom EVA potrebujemo tri podatke: vrednost investiranega kapitala IC, NOPLAT in presežni donos na investirani kapital (ROIC – WACC). Vse tri podatke smo določili v okviru vrednotenja z DCF modelom, v tabeli 20 smo jih samo še enkrat prikazali tako, da je iz njih razviden izračun EVA.

Tabela 20: Izračun napovedane EVA v obdobju od leta 2000 do 2006

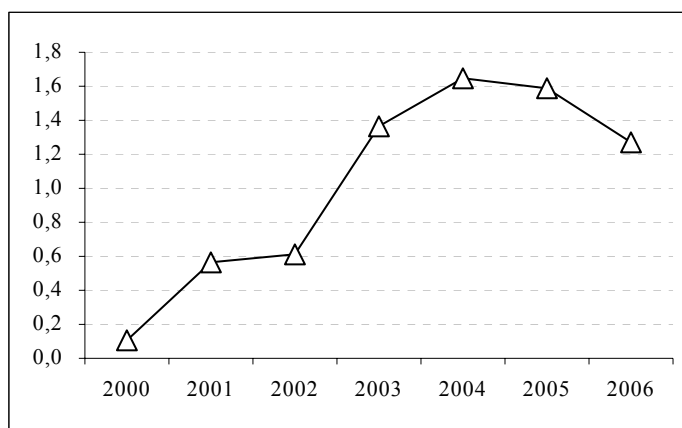
	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
ROIC	9,3%	12,2%	11,3%	12,9%	13,6%	13,3%	12,2%
WACC	8,5%	8,6%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%
Razlika	0,7%	3,6%	2,6%	4,4%	5,1%	4,9%	3,8%
IC (na začetku leta)	14,6	15,4	23,2	30,9	32,1	32,7	33,6
EVA - ekonomski dobiček	0,1	0,6	0,6	1,4	1,6	1,6	1,3
NOPLAT	1,4	1,9	2,6	4,0	4,4	4,4	4,1
Strošek kapitala	(1,2)	(1,3)	(2,0)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,8)
EVA - ekonomski dobiček	0,1	0,6	0,6	1,4	1,6	1,6	1,3

Vir: Lastni izračuni

Vidimo, da EVA ni nič drugega, kot v okviru DCF modela izračunani ekonomski dobiček. S tem tudi *potrjujemo Copelandovo ugotovitev, da je EVA samo sinonim za ekonomski dobiček* (Copeland et al., 2000, str. 55).

V grafikonu 2 smo še enkrat prikazali gibanje napovedane EVA za posamezna leta napovedi. Vidimo lahko, da scenarij razvoja podjetja HIT predvideva precejšnje povečanje vrednosti EVA v eksplicitnem obdobju napovedovanja.

Grafikon 2: Prikaz gibanja napovedane EVA (v mrd SIT) od leta 2000 do leta 2006



Vir: Lastni izračuni

V tabeli 21 smo prikazali rezultat izračuna poslovne vrednosti podjetja z modelom EVA. Vrednost podjetja smo zapisali kot vsoto investiranega kapitala v obstoječa sredstva podjetja in sedanje vrednosti pričakovanih EVA.

Tabela 21: Izračun vrednosti podjetja z modelom EVA

v mrd SIT			
Leta	EVA	Diskontni faktor	Sedanja vrednost EVA
2001	0,6	0,9215	0,5
2002	0,6	0,8488	0,5
2003	1,3	0,7811	1,0
2004	1,6	0,7198	1,2
2005	1,6	0,6634	1,0
Preostala vrednost EVA	16,8	0,6634	11,1
Sedanja vrednost EVA			15,5
Investirani kapital na začetku eksplicitnega obdobja			15,4
Poslovna vrednost podjetja			30,9

Vir: Lastni izračuni

Sedanja vrednost EVA je vsota sedanje vrednosti EVA v obdobju eksplicitne napovedi in sedanje vrednosti končne EVA. Končno vrednost EVA smo izračunali z enačbo 20, na strani 38 kjer smo

upoštevali že v okviru DCF modela sprejete predpostavke o strošku kapitala in rasti v obdobju po eksplicitnem obdobju napovedovanja.

V tabeli 21 na strani 82 lahko vidimo, da je rezultat vrednotenja z modelom EVA popolnoma enak kot pri vrednotenju z DCF modelom. **Rezultat vrednotenja je pričakovan, kar sicer potrjuje, da je model EVA, za izračun same vrednosti podjetja popolnoma enakovreden modelu DCF.** Za enak rezultat pa smo potrebovali več in ne manj podatkov, kot sicer trdijo zagovorniki modela EVA. Obseg investiranega kapitala v posameznih letih napovedi, ki nam je služil za izračun denarno izraženega stroška kapitala, za izračun vrednosti podjetja, je popolnoma nepotreben, saj nima nobenega vpliva na vrednost podjetja.

5.3.2 EVA kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja

Največja prednost koncepta EVA je, da na jasn način pokaže, da je **kvaliteta prostega denarnega** toka tista, ki v resnici nekaj velja in ne sama velikost prostega denarnega toka (Stewart, 1998, str.280). Ta trditev ima podlago v dejstvu, da prostih denarnih tokov med podjetji ni mogoče primerjati. S tem, ko pokaže, koliko vrednosti je bilo ustvarjene ali uničene z alokacijo kapitala, je model EVA boljše oziroma bolj jasno sodilo za presojanje uspešnosti menedžmenta in s tem uspešnosti poslovanja podjetja. Ta prednost je nesporna, vendar pa v tem ni nič posebno novega oziroma izvirnega, saj ni EVA nič drugega kot že dolgo poznan ekonomski dobiček. Koller, iz svetovalnega podjetja McKinsey, tudi sicer predlaga uporabo ekonomskega dobička kot kratkoročnega sodila uspešnosti poslovanja podjetja (Koller, 2001, str. 101). Model DCF sicer res ne daje denarno izražene, kratkoročne informacije, omogoča pa povsem verodostojno presojanje uspešnosti preko členitve ROIC, kar smo prikazali v tabeli 20. Po mnenju mnogih je presojanje uspešnosti na podlagi členitve ROIC preveč zapleteno in tudi podvrženo manipulacijam. Prav zato naj bi bilo manj primerno (Damodaran, 2001, str. 30).

Bistvena prednost koncepta EVA je torej ta, da je sodilo, ki omogoča **kratkoročno presojanje uspešnosti** menedžmenta. Napovedane vrednosti EVA v grafikonu 2 na strani 82 lahko uporabimo kot kratkoročne cilje v okviru sprejete strategije podjetja, doseganje postavljenih ciljev pa lahko služi kot sodilo za presojanje uspešnosti in osnova za sistem nagrajevanja menedžmenta.

5.3.3 Obravnavanje promocije podjetja kot investicijo

Pokazali smo, da sta oba koncepta vrednotenja, EVA in DCF, enakovredna. V tem poglavju se bomo osredotočili na obravnavo poslovnih stroškov, ki imajo namen ustvarjanja koristi v prihodnosti oziroma investicij, ki se obravnavajo kot poslovni stroški obdobja. Zagovorniki koncepta EVA še posebej poudarjajo neprimernost knjigovodskih informacij pri obravnavanju

takšnih investicij. Investicije v R&D so tipičen oziroma šolski primer neprimerne računovodske prakse in jih običajno dajejo za zgled. Glede na to, da računovodski standardi zahtevajo, da se investicije v R&D obravnavajo kot stroški poslovnega obdobja, je potrebno računovodske informacije, pri izračunu IC in NOPLAT, popraviti. Mi smo v nadaljevanju obravnavali **stroške promocije** podjetja HIT kot investicije v sredstvo, ki smo ga imenovali **promocijsko sredstvo**.

Stroški storitev predstavljajo v HIT-u najpomembnejši delež postavke stroškov blaga, materiala in storitev. V letu 2000 so storitve predstavljale kar 22 % delež v prihodkih podjetja. V okviru stroškov storitev pa so zelo velik delež predstavljali stroški promocije, in to predvsem HIT-ovih igralnic. Stroški promocije so v letu 2000 imeli kar 8,2 % delež v prihodkih podjetja. V podjetju prevladuje prepričanje, da so stroški promocije v takšnem obsegu nujni za ohranjanje tržnega deleža podjetja, zato smo pri napovedi poslovanja do leta 2006 predpostavili, da bo podjetje ta delež ohranjalo tudi v prihodnosti. Po drugi strani pa menimo, da so ti stroški dejansko investicije. Glede na to, da je posledica investicije sredstvo podjetja, smo investicijo v promocijo imenovali **promocijsko sredstvo**. Računovodski standardi sicer zahtevajo, da se izdatki za promocijo obravnavajo kot stroški obdobja. Logika takšne obravnave stroškov promocije je v bistvu ta, da večji, kot so, manj je donosno poslovanje podjetja. To pa seveda nima nobenega ekonomskega smisla. Menimo, da je stroške promocije primerneje obravnavati kot investicijo podjetja. Stroške od leta 1996 do leta 2000 smo zato kapitalizirali. Izračun prikazujemo v tabeli 22.

Tabela 22: Izračun kapitalizacije izdatkov v promocijo

	1996	1997	1998	1999	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
Prihodki	20,8	24,6	27,4	28,3	29,0	28,7	31,3	35,1	37,8	38,4	37,6
Stopnja amortizacije (v letih)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Investicija v promocijsko sredstvo	1,7	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,6	2,9	3,1	3,2	3,1
Kapitalizirana vrednost pr.sredstva	1,7	3,3	4,6	5,4	5,7	5,9	6,1	6,6	7,1	7,6	7,7
Amortizacija pr.sredstva	0,4	0,9	1,5	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,9	2,9

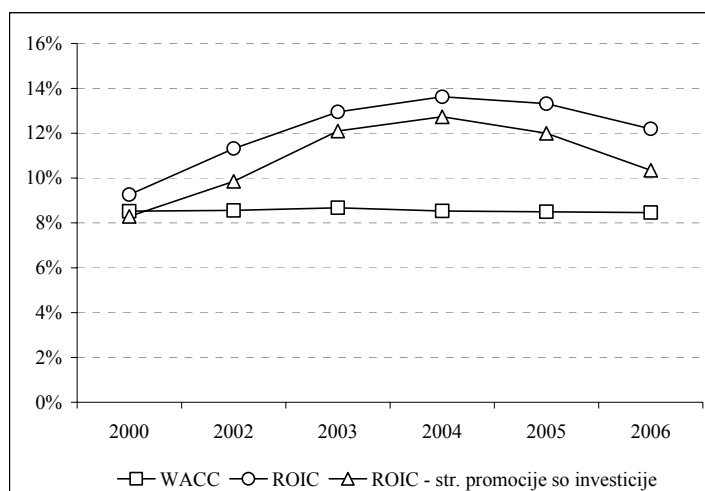
v mrd SIT

Vir: Lastni izračun.

Izračun amortizacije promocijskega sredstva zahteva oceno njegove življenjske dobe, kar pa je zelo težavna naloga. Menimo, da je življenjska doba investicij v promocijo kratka. Intuitivno smo se odločili, da jo bomo amortizirali v 4 letih. Damodaran (2001, str 35) v primeru podjetja Boeing, ki proizvaja sodobna letala, z dolgo dobo uporabnosti predlaga 10-letno amortizacijo investicij v R&D. Izdatki v promocijo prav gotovo nimajo tako dolgotrajnih učinkov, zato je verjetno bolje, da jih amortiziramo v krajšem obdobju. Copeland (2001, str. 181) navaja primer 4-letnega amortiziranja izdatkov promocije za podjetje Hersey Foods.

Sprememba obravnavanja stroškov promocije ima posledice tako na NOPLAT kot na velikost investiranega kapitala IC ter v končni fazi tudi na donosnost poslovanja oziroma na ROIC. Potek popravljenega ROIC smo izračunali z enačbo 17 na strani 37. V grafikonu 3 na strani 85 smo prikazali gibanje ROIC po spremembi obravnavanja stroškov promocije v primeru podjetja HIT.

Grafikon 3: Vpliv spremenjene obravnave stroškov promocije na ROIC od leta 2000 do 2006



Vir: Lastni izračuni

Računovodski standardi jasno narekujejo, da so poslovni stroški tekočega obdobja tisti stroški, katerih namen je generiranje koristi v tekočem obdobju, medtem ko so investicije namenjene koristim v prihodnjih obdobjih. Menili smo, da računovodsko obravnavanje izdatkov v promocijo krši ta načela, zato smo te stroške obravnavali kot investicije. Iz grafikona 3 je razvidno, da se je donosnost poslovanja ROIC, s spremembo obravnavanja stroškov promocije poslabšala. To se je zgodilo zaradi tega, ker je HIT v preteklih letih precej vlagal v promocijo, s kapitalizacijo teh stroškov pa se je investirani kapital, imenovalec pri izračunu ROIC precej povečal, števec pa se, z razliko med amortizacijo stroška promocije in investicijo v promocijsko sredstvo, ni dovolj povečal.

5.4 Model CFROI na primeru podjetja HIT

5.4.1 CFROI kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja

Sodilo CFROI je interna stopnja donosnosti izračunana iz agregatnih podatkov podjetja v določenem obdobju. Za izračun CFROI potrebujemo štiri podatke, ki jih sicer dobimo iz bilanc podjetja: vrednost sredstev, bruto denarni tok, ki ga generirajo ta sredstva, življenjsko dobo sredstev in sproščeno vrednost sredstev ob koncu življenjske dobe. CFROI smo določili tako za preteklo obdobje kot za obdobje napovedi v scenariju, torej za obdobje od leta 1997 do leta 2006.

Vrednost sredstev, ki jih poseduje podjetje smo izračunali tako, da smo vrednosti sredstev na začetku obdobja opazovanja prišteli v obdobju obračunano amortizacijo. Tako smo prišli do začetne vrednosti sredstev oziroma do začetne investicije tega obdobja. **Bruto denarni tok**

podjetja, kot ga definirajo zagovorniki modela CFROI, je enak vsoti NOPLAT in amortizacije. **Življenjsko dobo osnovnih sredstev** smo ocenili tako, da smo vrednost sredstev, ki se amortizirajo, delili z obračunano amortizacijo v opazovanem obdobju. Izračunano življenjsko dobo smo nato zaokrožili na celo število. Predpostavili smo, da sestavljajo **končno vrednost podjetja** obratni kapital in zemljišča. To so sicer sredstva, ki se po preteku življenjske dobe sprostijo. Izračun CFROI za posamezna leta napovedi smo prikazali v tabeli 23.

Tabela 23: Izračun CFROI v obdobju od leta 2000 do leta 2006

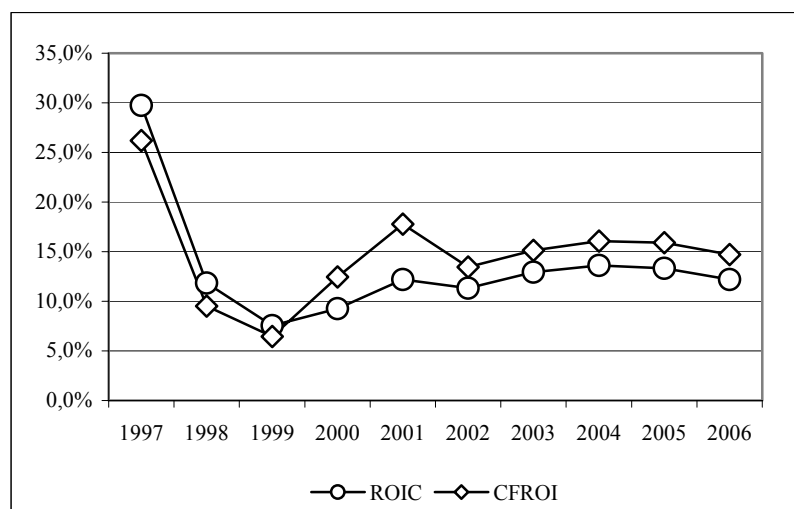
	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
Sredstva, ki se amortizirajo	15,6	17,7	25,8	34,0	35,2	36,0	37,0
Amortizacija	1,9	2,2	2,7	3,2	3,4	3,5	3,6
Življenska doba sredstev v letih	9	9	9	9	9	9	9
Sproščena vrednost	-0,9	-1,0	0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Stalna sredstva	17,4	18,7	26,4	34,6	35,8	36,6	37,7
Obdobni denarni tok	3,2	4,1	5,3	7,2	7,7	7,9	7,7
CFROI	12,5%	17,8%	13,5%	15,1%	16,1%	15,9%	14,7%

v mrd SIT

Vir: Lastni izračuni

Iz grafikona 4 lahko sklepamo, da sta trenda gibanja ROIC in CFROI enaka. Če pa primerjamo oba izračuna lahko ugotovimo, da je izračun ROIC precej enostavnejši.

Grafikon 4: Prikaz gibanja CFROI in ROIC v obdobju od leta 1997 do leta 2006



Vir: Lastni izračuni

Izračun ROIC sicer vsebuje vplive življenjske dobe sredstev preko načina amortiziranja sredstev, ki vpliva na vrednost dobička in sredstev podjetja, izračun CFROI pa zahteva eksplicitno oceno

življenjske dobe sredstev. Na izračun življenjske dobe pa prav tako zelo vpliva način amortizacije. Uporaba pospešene amortizacije sredstev povzroči napačno oceno življenjske dobe sredstev in s tem napačen izračun CFROI. Pri svetovalnem podjetju HOLT Value Associates posvečajo posebno pozornost izračunu življenjske dobe sredstev. V pomoč uporabnikom sodila CFROI objavljajo življenjske dobe sredstev za posamezne panoge in celo države.

Po mnenju Copelanda (2000, str. 183) je sodilo CFROI sicer boljše kot ROIC, vendar je precej bolj zapleteno in precej manj razumljivo nefinančnikom. Uporabo sodila CFROI predlaga v naslednjih primerih:

- če ima podjetje sredstva z zelo dolgo življenjsko dobo (nad 15 let),
- če je vrednost stalnih sredstev precej večja, kot je vrednost neto obratnih sredstev,
- če so sredstva podjetja zelo stara ali pa nova in
- če podjetje investira v sredstva zelo neenakomerno.

Za podjetje HIT bi lahko ugotovili, da veljata druga in četrta točka. Podjetje HIT ima namreč precej velik delež stalnih sredstev v primerjavi z neto obratnimi sredstvi (v obdobju eksplicitne napovedi smo predpostavili, da so enaka 0). Prav tako bi lahko rekli, da so investicije v sredstva podjetja dokaj neenakomerna (večje investicije v prvih dveh letih napovedi, kasneje pa precej manj). Vidimo, da se vrednost CFROI do leta 2000 ne razlikuje pretirano od ROIC. Razlika postane precejšnja v letu 2001 (razlikuje se za 5,6%) in se v kasnejših obdobjih napovedovanja spet zmanjšuje. Podjetje v tem letu precej investira in ima zato precej novih osnovnih sredstev, kar povzroča podcenjenost ROIC. CFROI je v tem primeru boljše sodilo.

5.4.2 Vrednost podjetja z modelom CFROI

Vrednost podjetja je določena z napovedanimi CFROI in rastjo sredstev oziroma investicijami v prihodnosti. Vrednosti CFROI smo za izdelan scenarij izračunali v prejšnji točki, predvidene investicije podjetja pa so nam prav tako znane. Enačba 27 na strani 46 prikazuje, kako izračunamo vrednost podjetja s CFROI modelom. V tabeli 24 na strani 88 prikazujemo izračun vrednosti podjetja, v tabeli 25 na strani 88 pa izračun vrednosti kapitala.

Tabela 24: Izračun vrednosti podjetja z modelom CFROI

v mrd SIT

Leta	Dodana vrednost investicij	Diskontni faktor	Sedanja vrednost dodane vrednosti investicij
2000	24,7	1,0000	24,7
2001	4,5	0,9215	4,18
2002	1,6	0,8492	1,39
2003	0,3	0,7819	0,26
2004	0,2	0,7204	0,14
2005	0,3	0,6641	0,20
Poslovna vrednost podjetja (warranted value)			30,9
Vrednost obstoječih sredstev			24,7
Vrednost investicij v prihodnosti			6,2

Vir: Lastni izračun

Izračunana poslovna vrednost podjetja je 30,9 mrd SIT in je za 1,3 mrd SIT večja kot vrednost, ki smo jo dobili z modeloma DCF in EVA. Eden od razlogov za to razliko so predpostavke o poslovanju po eksplicitnem obdobju, ki smo jih morali sprejemati pri vrednotenju z modeloma DCF in EVA.

Tabela 25: Izračun vrednosti podjetja z modelom CFROI

	v mrd SIT
Poslovna vrednost podjetja	30,9
Neposlovne naložbe	4,0
Celotna vrednost podjetja	34,9
Dolg	1,9
Vrednost prednostnega kapitala	13,2
Vrednost kapitala	19,8
Število izdanih navadnih delnic po 1000 SIT	4.073.180
Knjžna vrednost delnice	2.730
Vrednost navadne delnice v SIT	4.863

Vir: Lastni izračuni

Pri DCF in EVA modelu smo predpostavili, da bo podjetje po obdobju eksplicitne napovedi, izgubilo konkurenčne prednosti, kar je pomenilo, da bo ROIC v tem obdobju komaj še enak strošku kapitala. Če bi, ob vsem ostalem nespremenjenem, pri vrednotenju z modeli DCF in EVA, za obdobje po eksplicitni napovedi, predpostavili 9 % ROIC, bi dobili enak rezultat kot z modelom CFROI.

Bistvena razlika med modelom CFROI in modeloma DCF in EVA je v tem, da ni potrebno sprejemati predpostavk o poslovanju po eksplicitnem obdobju. Te predpostavke so namreč že vsebovane v napovedanih vrednostih CFROI in obsegu investicij v prihodnosti.

Prednost CFROI modela je še, da loči neto denarne tokove NCR od obstoječih sredstev podjetja in od investicij v prihodnosti. Celotna vrednost podjetja je vsota sedanje vrednosti denarnih tokov obeh komponent denarnega toka v podjetje.

5.5 Primerjava VBM sodil uspešnosti poslovanja podjetja na primeru podjetja HIT

V prvem delu tega poglavja bomo najprej naredili primerjavo VBM sodil z dvema tradicionalnima sodiloma ROA in ROE, v nadaljevanju pa bomo opozorili še na razlike med sodiloma EVA in CFROI. Omenili smo, da so tradicionalni koncepti presojanja uspešnosti poslovanja podjetja lahko zelo uporabna sodila, če jih uporabimo za primerjavo posameznih podjetji ali pa za analizo poslovanja določenega podjetja v izbranem časovnem obdobju. Pokazali bomo, da ta sodila ne odražajo vrednosti podjetja in zato niso primerna sodila za presojanje uspešnosti podjetja in menedžmenta z vidika lastnikov podjetja.

V nadaljevanju bomo na osnovi izdelanega scenarija poslovanja podjetja pogledali, kako tradicionalna sodila uspešnosti odražajo koristi lastnikov oziroma vrednost podjetja. Njihovo uporabnost bomo presojali tako, da ju bomo primerjali z VBM sodiloma, ki sicer temeljita na vrednosti podjetja. V tabeli 26 smo poleg ROIC in CFROI prikazali še gibanje ROA in ROE, ki spadata med tradicionalna sodila uspešnosti.

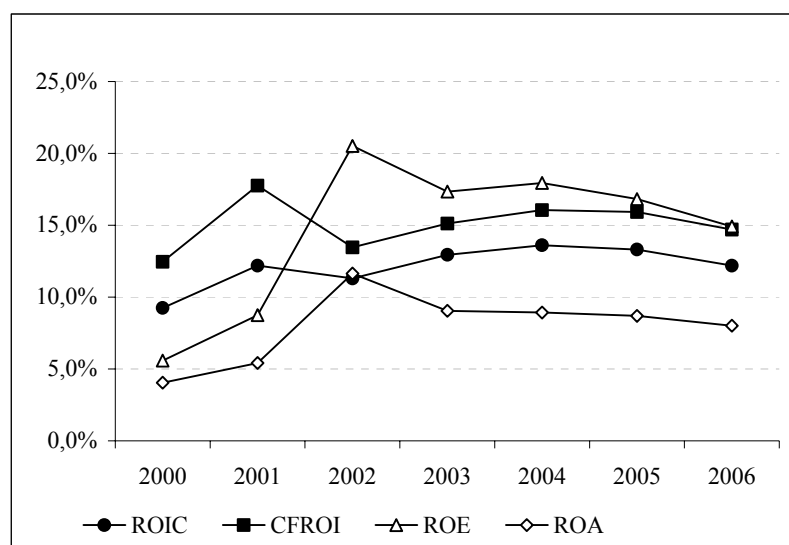
Tabela 26: Prikaz gibanja tradicionalnih sodil v primerjavi z dvema VBM sodiloma

	2000	Napoved 2001	Napoved 2002	Napoved 2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006
ROIC	9,3%	12,2%	11,3%	12,9%	13,6%	13,3%	12,2%
CFROI	12,5%	17,8%	13,5%	15,1%	16,1%	15,9%	14,7%
ROE	5,6%	8,7%	20,5%	17,3%	17,9%	16,8%	14,9%
ROA	4,0%	5,4%	11,6%	9,0%	8,9%	8,7%	8,0%

Vir: Lastni izračuni

Sodilo **ROA** je kazalec donosnost sredstev podjetja, izračunali pa smo ga kot razmerje med čistim dobičkom in povprečnimi sredstvi podjetja v obdobju merjenja. ROA nam pove, kako uspešen je bil menedžment podjetja pri upravljanju s sredstvi podjetja. Čim večji je ROA, tem uspešnejše je podjetje. Sodilo **ROE** je kazalec donosnost kapitala, izračunali pa smo ga kot razmerje med čistim dobičkom in povprečnim kapitalom. Sodilo naj bi izražalo uspešnost poslovanja podjetja z vidika lastnika podjetja. Tudi pri tem sodilu velja, da večji kot je ROE, uspešnejše je podjetje. V grafikonu 5 na strani 90 smo grafično prikazali gibanje ROA in ROE.

Grafikon 5: Prikaz gibanja tradicionalnih sodil z VBM sodiloma



Vir: Lastni izračuni

ROIC in CFROI odražata temeljni cilj poslovanja podjetja in se tudi sicer gibljeta v isto smer. Povečanje ROIC oziroma CFROI pomeni tudi večjo korist za lastnike podjetja. Vidimo lahko, da ROA in ROE nimata enakih trendov kot VBM sodili. V letu 2002 dajeta tudi napačen signal za koristi lastnikov. Sodili namreč kažeta, da se bo korist za lastnike v letu 2002 povečala, kar pa sta napačna signala. Vzrok za napačen signal je povečan obseg financiranja z dolgom in s tem povečan finančni vzvod. Ugotovimo lahko, da sodili ROA in ROE nista primerna za presojanje uspešnosti poslovanja s stališča koristi lastnikov podjetja.

EVA in CFROI sta danes v praksi najbolj poznani VBM sodili (Davis, 1996, str. 19). Kot že rečeno, EVA ne prinaša v sam koncept DCF modela nič novega. Je samo v denarju izražen presežni donos nad stroški kapitala oziroma že dolgo poznani ekonomski dobiček. DCF model, v katerem je rast opredeljena s stopnjo reinvestiranja in ROIC reinvestiranja, doseže iste cilje in pripelje do enakih rezultatov, kot koncept EVA. Ne glede na to pa je EVA v praksi najbolj uporabljeno sodilo. Razlog zakaj je verjetno v tem, da je kot sodilo najbolj razumljivo in preprosto. Kljub temu se v praksi pogosto dogaja, da ga v organizaciji vsi ne razumejo. To je tudi največji razlog, zakaj bolj komplicirana sodila, kot je recimo sodilo CFROI, v praksi ne zaživijo, čeprav so lahko boljše oziroma natančnejša.

Bistvena razlika med sodilom EVA in CFROI je, da je prvo **računovodsko sodilo**. EVA se osredotoči na knjigovodsko vrednost sredstev oziroma na še neodpisano vrednost sredstev, ne pa na začetni izdatek v sredstva. Popolnoma je namreč odvisna od prikaza dobička in investiranega kapitala, ki sta oba računovodski kategoriji. Posledice so, da odločitve, ki imajo pozitivno EVA, niso nujno dobra poslovna odločitve, to še posebej velja takrat, ko je ta vrednost bistveno različna od tržne vrednosti sredstev. Donosi na amortizirana sredstva pa so lahko sicer

nenormalno visoki in ne spodbujajo novih investicij. CFROI model poskuša odpraviti pomanjkljivosti računovodskih sodil s tem, da upošteva vse izdatke in inflacijske vplive.

5.6 Možnost in koristi uvedbe sodobnih modelov uspešnosti v podjetje HIT

V poglavju 3 smo dejali, da nastopa *vrednotenje v modelih uspešnosti kot način pridobivanja informacij* za poslovno odločanje. *Ključno vlogo pri tem imajo sodila*, ki izhajajo iz samih modelov vrednotenja. Vrednotenje pa je tudi v razvitih tržnih gospodarstvih bolj umetnost kot znanost. Njegova narava je namreč taka, da zahteva pogled daleč v prihodnost in sprejemanje predpostavk, ki naj bi veljale v negotovi prihodnosti. Napovedi poslovanja podjetij so že zaradi tega zelo negotove. Negotovost v slovenskem okolju pa še povečuje dejstvo, da imajo slovenska podjetja dokaj kratko zgodovino poslovanja v tržnih razmerah, ki običajno ni v veliko pomoč. Posledica korenitega prestrukturiranja slovenskih podjetij in okolja, v katerem poslujejo je, da imamo na voljo precej kratko preteklo obdobje poslovanja. Prav tako se ne moremo nasloniti na sorodna slovenska podjetja, saj je teh zaradi majhnosti slovenske ekonomije malo. Podjetju HIT recimo ne moremo najti primerljivega v slovenskem prostoru.

Večji problem predstavlja ocenjevanje zahtevane donosnosti navadnega kapitala, za katerega tudi sicer sodobna teorija poslovnih financ še ni našla dokončne rešitve. Problem je velik, ker je vrednotenje zelo občutljivo na spremembe v diskontnem faktorju. Do velikih odstopanj vrednosti pride celo na razvitih trgih kapitala, v primeru slovenskih podjetij so ta odstopanja zaradi posebnosti slovenskega prostora in neučinkovitega trga kapitala samo še večja. Deželan (1999, str. 25) ugotavlja, da zaenkrat naš trg kapitala ni učinkovit in, da znotraj slovenskega finančnega sistema igra dokaj nepomembno vlogo kot vir kapitala za podjetja. Kljub temu so tečajji, ki jih delnice slovenskih podjetij dosegajo na slovenskem trgu kapitala, najbolj oprijemljiva ocena vrednosti kapitala v Sloveniji. Če podjetje ne kotira na borzi, kot je to v primeru podjetja HIT, pa so težave samo še večje.

Posebnosti slovenskega prostora še dodatno, odločilno vplivajo na zahtevano donosnost kapitala slovenskih podjetij. Običajno se za njeno oceno uporabljajo primerljiva ameriška podjetja, kar smo sicer storili tudi mi pri vrednotenju HIT-a, vendar se moramo pri tem zavedati, da je kapital kateregakoli slovenskega podjetja bolj tvegan od primerljivih podjetij, ki poslujejo v razvitih tržnih gospodarstvih. Slovensko gospodarstvo je bolj tvegano od razvitih tržnih gospodarstev, kar smo upoštevali z deželnim tveganjem Slovenije. Naslednji vir prubitka na zahtevano donosnost kapitala, ki ga sicer nismo upoštevali, bi moral biti zaradi majhne likvidnosti delnic slovenskih podjetij. Vsa slovenska podjetja spadajo med majhna podjetja, ki so zaradi majhne likvidnosti delnic pri vrednotenju dodatno kaznovana.

Izračun zahtevane donosnosti navadnega kapitala in s tem WACC je lahko zelo zapleten, vendar pa je sama tehnika izračuna stroškov kapitala pri uvajanju VBM konceptov v podjetje manj

pomembna od spoznanja, da strošek kapitala sploh obstaja in da je nagrada menedžmenta odvisna od tega, kako uspešni so pri pokrivanju tega stroška. Vprašanje ali bo strošek kapitala enak 11,5 % ali 13,2 %, je manj pomembno od dejstva, da vsi razumejo, da je kapital drag in se temu primerno obnašajo (Al Ehrbar, 1998, str. 181). Podjetje Coca-Cola na primer, uporablja 12 % strošek kapitala preprosto zato, ker to pomeni 1 % na mesec.

Pri vrednotenju slovenskih podjetij predstavljajo težave tudi posebnosti Slovenskih računovodskih standardov. Velik vpliv na poslovni izid ima **koncept revalorizacije**, ki sicer nima nobene zveze z denarnim tokom, ki pripada lastnikom. Je čista računovodska kategorija. Mednarodni računovodski standardi tudi dovoljujejo prilagajanje inflaciji, vendar na popolnoma drugačen način kot v Sloveniji. Naša ureditev dejansko pomeni indeksacijo, pri čemer se običajno ne preverja, če se je vrednost sredstev povečala z enako stopnjo kot inflacija. Revalorizacijski presežek se upošteva kot prihodek financiranja, primanjkljaj pa kot odhodek financiranja. Večina slovenskih podjetij ima zaradi visokih deležev kapitala na pasivni strani revalorizacijski primanjkljaj, ki povečuje odhodke od financiranja in zmanjšuje prikazani dobiček. HIT je v obdobju od leta 1996 do leta 2000 izkazoval revalorizacijski presežek, kar je bilo za slovensko podjetje neobičajno. Sicer pa revalorizacijski izid v primeru HIT-a ni zelo pomemben (0-15 % čistega dobička), poleg tega pa zaradi velikih investicij podjetje plačuje malo ali skoraj nič davka od dobička.

Večina podjetij v Sloveniji v praksi uporablja linearno metodo **obračunavanja amortizacije**, ki povzroča podcenjenost donosov na začetku življenjske dobe sredstev. Velikokrat uporabljajo maksimalne stopnje, ki jih dovoljuje država za davčne namene, kar jim omogoča, da zmanjšujejo dobiček, ki se upošteva kot davčna osnova in s tem tudi obveznost davka. V marsikaterem podjetju je amortizacija uporabljena kot sredstvo za izkazovanje želene višine dobička. Drugi razlog za višji strošek amortizacije je revalorizacija osnovnih sredstev, ki nenehoma povečuje amortizacijsko osnovo in s tem vsakoletno obračunano amortizacijo.

Kar se tiče same **aplikacije VBM konceptov** v podjetje HIT in na sploh v slovensko okolje, menimo, da je kljub vsem največja težava v tem, da sami koncepti VBM niso skladni s cilji poslovanja slovenskih podjetij. Podjetje HIT je recimo po našem mnenju primer delavskega podjetja, in to kljub temu, da ga v celoti obvladujejo zunanji lastniki (menedžment in zaposleni niso lastniki podjetja). To sklepamo na osnovi velikih stroškov dela na zaposlenega, glede na doseženo produktivnost dela v slovenskem prostoru²⁸, ki so sicer posledica zelo velike pogajalske moči delavcev (nadzorni svet, svet delavcev in sindikat igralniških delavcev) pri vladanju v podjetju. VBM koncepti izhajajo iz logike neoklasičnega pogleda na svet, kjer so lastniki temeljna interesna skupina, njihov v podjetje investirani kapital pa nosi celotno poslovno

²⁸ Z uporabo vrednostno približno enake količine sredstev so HIT-ovi zaposleni v letu 2000 ustvarili manj čistih prihodkov od prodaje (prihodki, na katere zaposleni lahko vplivajo) z enakimi sredstvi kot reprezentativno podjetje (upoštevana sredstva 25% najboljših slovenskih podjetij in stroški dela na zaposlenega v teh podjetjih), hkrati pa so bili stroški dela 2,6-krat večji (vir: interni podatki podjetja HIT).

in finančno tveganje. VBM koncepti so v nasprotju z razumevanjem temeljnega cilja poslovanja v podjetju HIT, zato je vprašanje, v kolikšni meri lahko zaživijo.

V podjetju HIT pa sicer vedno bolj prevladuje prepričanje, da je prihodnost podjetja v veliki večini odvisna od tega, kako se bodo v prihodnosti sprejemale **odločitve na vseh ravneh v podjetju**, od **vplivov okolja** in **delovanja konkurence**. Sam način izdelave in implementacija korporacijske strategije ima vrsto pomanjkljivosti. Za doseganje postavljenih ciljev podjetja je v večini primerov premalo precizna, zato se v podjetju pojavljajo **zahteve po jasneje določeni strategiji podjetja**, ki bi omogočala kvalitetnejše odločanje na vseh ravneh, in doseganje postavljenih ciljev. **Ne glede na neskladnost VBM konceptov s cilji slovenskega podjetja, vidimo rešitev v aplikaciji VBM konceptov v podjetje HIT. Tako bi bistveno izboljšali sprejemanje odločitev na vseh ravneh v podjetju, v kratkoročni in dolgoročni perspektivi.** Z vzpostavitvijo sistema vrednostno usmerjenega vodenja podjetja oziroma VBM konceptov v podjetju HIT si lahko obetamo spremembe na področju vrednotenja strategije podjetja, operativnem spremljanju uspešnosti poslovanja in vzpostavitvi VBM sistema nagrajevanja menedžmenta.

Podlaga za **vrednotenje strategije podjetja** je izdelan finančni načrt strategije podjetja. Z modelom EVA lahko potem na jasen način prikažemo, koliko vrednosti izbrana strategija dodaja oziroma uničuje, medtem ko z modelom CFROI pokažemo, koliko vrednosti prispevajo obstoječa sredstva in koliko prispevajo projekti v prihodnosti. VBM koncepti torej omogočajo, da na osnovi izdelanih finančnih načrtov različnih strateških usmeritev podjetja izberemo tisto strategijo, ki podjetju dodaja največjo vrednost.

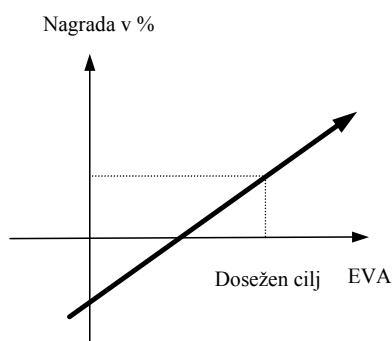
Naslednjo korist si lahko obetamo od **uvvedbe VBM sodil**, ki sicer omogočajo presojanje uspešnosti poslovanja podjetja in uspešnosti menedžmenta, ki temelji na večanju vrednosti podjetja. Presojanje uspešnosti sicer temelji na preprostem principu, da je potrebno proizvesti več ob manjši uporabi resursov. VBM sodila omogočajo pravilne in uravnotežene odločitve med tema dvema skrajnima zahtevama. Njihovo največjo uporabno vrednost pa vidimo v tem, da omogočajo povezavo obnašanja članov organizacije z njihovo motivacijo.

Teorija principala in agenta je podlaga za **oblikovanje VBM sistemov nagrajevanja menedžerjev**, katere osrednji predmet proučevanja je problem asimetrije informacij in pogodbe, ki naj jih skleneta lastnik (principal) in menedžment (agent), če se njuni cilji razlikujejo. Pomembno vlogo igra nagrajevanje menedžmenta, ki ga mora motivirati, da bo deloval v interesu lastnikov. Osnovna lastnost dobrega sistema nagrajevanja mora biti motivacija menedžerjev, da presežejo normalno uspešnost tako, da bo korist lastnikov, po izplačilu dodatne nagrade menedžerjem, večja kot brez sistema nagrajevanja.

Na področju nagrajevanja menedžmenta pripisujejo modelu EVA v praksi še posebej veliko uporabno vrednost. Sistem nagrajevanja, ki temelji na konceptu EVA, predvideva nagrado v

višini deleža od ustvarjene vrednosti ali na osnovi izboljšanja EVA vrednosti. V nasprotju z njim so tradicionalni sistemi običajno subjektivni in temeljijo na dogovorjenih nagradah za doseganje ciljev. Menedžerji poskušajo v pogajanjih podceniti svoje možnosti, odkritje dejanskih možnosti izboljšanja poslovanja jim namreč niža obljubljeni nagrado. Z objektivnim in neomejenim sistemom nagrajevanja dobijo menedžerji pobudo, da maksimirajo uspešnost poslovanja in s tem vrednost podjetja. Z neomejenostjo (grafikon 6) takšen sistem nagrajevanja odpravlja pomanjkljivosti tradicionalnih načinov nagrajevanja. Stewart predlaga neomejeno vezavo sistema nagrajevanja na uspešnost poslovanja tudi v primeru, ko podjetje ne dosega dogovorjene uspešnosti. Menedžment mora v takem primeru pokriti del izgube (Stewart, 1998, str.216 – 218).

Grafikon 6: Sistem nagrajevanja na podlagi EVA vrednosti



Vir: Stewart 1998, str. 217

Vir iz katerega menedžerji poravnava neugoden izid poslovanja je poseben sklad, ki se oblikuje na osnovi uspešnega poslovanja v preteklosti. Prilivi v takšen sklad so posledica uspešnega poslovanja, odlivi pa posledica neuspešnega poslovanja podjetja in morajo biti usklajeni s strateškimi cilji podjetja. Prilivi so določeni s politiko nagrajevanja in so odvisni od dosežene vrednosti EVA (absolutne ali relativne spremembe). Odlivi nastopijo zaradi slabega poslovanja in so prav tako odvisni od uspešnosti poslovanja. Tako oblikovani skladi imajo stabilizacijski učinek nagrajevanja menedžmenta in do določene mere blažijo agresivnost neomejenega sistema nagrajevanja.

6 SKLEP

Če sprejmemo večanje *vrednosti podjetja kot temeljni cilj* poslovanja podjetja, lahko ugotovimo, da *tradicionalni koncepti uspešnosti niso primerni* za poslovno odločanje. Dajejo lahko napačne signale in vodijo menedžment k odločitvam, ki bodo uničevale vrednost podjetja in s tem vrednost lastnikom.

Bistvena razlika med tradicionalnimi in sodobnimi finančnimi koncepti je v tem, da sodobni finančni koncepti temeljijo na vrednosti podjetja kot jasno opredeljenem temeljnem cilju poslovanja podjetja. Takšna opredelitev cilja poslovanja podjetja je omogočila izdelavo modelov vpliva poslovnih odločitev na vrednost podjetja in s tem na vrednost za lastnika. Danes je ključno, *kako pridobiti primerne računovodske podatke in jih vstaviti v teoretično pravilne ekonomske modele*.

Spoznanje o tem, kako trg kapitala vrednoti podjetje, je samo prvi korak k večanju vrednosti za lastnika. Najpomembnejše je, da sodobni VBM modeli omogočajo vodenje podjetja tako, da se njegova vrednost povečuje. Ključni drugi korak je aplikacija in vzpostavitev organizacije, ki bo motivirala menedžment in vse zaposlene, da bodo sprejemali odločitve, ki bodo vodile k ustvarjanju vrednosti. Gre za spremembo podjetniške kulture z ustvarjanjem *menedžmenta vrednosti*. Sedanje poslovno okolje v razvitih tržnih gospodarstvih preprosto zahteva, da menedžment uporablja modele, ki presegajo praznino med tradicionalnim presojanjem uspešnosti in vrednotenjem poslovnih odločitev. Ti modeli pa so lahko samo modeli na osnovi VBM konceptov.

Pri aplikaciji sodobnih finančnih konceptov v podjetje HIT menimo, da je največja težava v tem, da le-ti niso skladni s temeljnim ciljem poslovanja podjetja. Izhajajo namreč iz logike neoklasičnega pogleda na svet, kjer so lastniki temeljna interesna skupina, ki nosi celotno poslovno in finančno tveganje. Ti pogledi so v nasprotju tudi z razumevanjem temeljnega cilja poslovanja v povprečnem slovenskem podjetju, zato je vprašanje, v kolikšni meri lahko sploh verodostojno živijo v slovenskem okolju. Menimo, da imajo VBM koncepti perspektivo v podjetju HIT in sploh v slovenskem okolju samo v primeru spremembe temeljnega cilja poslovanja slovenskega podjetja.

Težavo pri aplikaciji predstavljajo tudi *posebnosti slovenskega prostora*, ki ne omogoča neposredne aplikacije VBM konceptov. Sodobni finančni koncepti predvidevajo poslovno-finančne kategorije, ki jih Slovenski računovodski standardi ne poznajo, zato je potrebno te kategorije izpeljati. Zelo velika težava ostaja določitev stroškov kapitala.

Podjetje HIT smo *vrednotili* s tremi konkurenčnimi VBM koncepti na osnovi najverjetnejšega razvoja podjetja do leta 2006. *Analizirali smo, kako VBM sodila odražajo vrednost* podjetja in njihovo primernost za aplikacijo v podjetju HIT. *Sami izračuni vrednosti in trendi gibanja*

VBM sodil dokazujejo, da ta sodila dajejo menedžmentu signale, na osnovi katerih je možno sprejemati odločitve, ki bodo večale vrednost podjetja. S tem, ko se osredotočajo na izkaz uspeha in bilanco stanja, omogočajo maksimiranje vrednosti podjetja, tako v kratkoročni kot v dolgoročni perspektivi. Pokazali smo, da so primerno orodje, ki ga lahko uporabimo na področju delovanja kontrolinga, vendar pa je pri tem ključno, da menedžment sprejme vrednost podjetja za temeljni cilj poslovanja podjetja.

Na podlagi izračunov smo ugotovili, da sta si koncepta EVA in DCF pri izračunu vrednosti podjetja popolnoma enakovredna in dajeta enake rezultate. EVA je sicer zelo primerno kratkoročno sodilo uspešnosti, ki pa ne vnaša v sam koncept DCF nič novega. EVA je sicer samo sinonim ekonomskega dobička. Tudi model CFROI je prav tako samo varianta modela DCF, daje prave signale za menedžment, je pa, vsaj za nefinančnike, precej težje razumljiv, ker temelji na interni stopnji donosnosti.

V praksi se poskuša s **kombinacijo sodobnih finančnih in nefinančnih modelov** priti do učinkovitega orodja, s katerim lahko menedžment učinkovito večja vrednost za lastnika. Dobra kombinacija je **model BSC z modelom EVA** v finančni perspektivi podjetja. EVA je uporaben pri sledenju ustvarjanja vrednosti v podjetju, medtem ko je model BSC komplementarno orodje, ki omogoča uresničevanje strateških in operativnih planov, katerih namen je ustvarjanje pogojev za večanje vrednosti za lastnika.

Sicer pa sta si koncepta EVA in BSC, gledano s finančnega vidika, v bistvu zelo podobna. Sam izračun EVA vrednosti namreč temelji na elementih, ki so povezani s prihodki, stroški, investiranim kapitalom in stroški, povezanimi z investiranim kapitalom. Pri aplikaciji koncepta EVA v celotni organizaciji so ravno definicije teh elementov povezane s strateškimi in operativnimi plani, katerih cilj je izboljšava prav teh vrednosti. Sodila, do katerih pride model BSC, so zelo podobna ravno tem elementom izračuna modela EVA. Tudi zato je priporočljivo, da se s pomočjo modela EVA poveča verodostojnost izboru finančnih sodil v okviru modela BSC.

Sodilo CFROI je, tudi po mnenju njegovih zagovornikov, **primernejše za uporabo na najvišjih ravneh vodenja podjetja**, kjer je posebej pomembna natančnost izračunane vrednosti podjetja. Na nižjih ravneh vodenja podjetja je sodilo CFROI manj primerno, saj je prehod na operativne kazalce, ki omogočajo izboljšanje poslovnih procesov v podjetju, precej zapleten.

Stanje v podjetju HIT je danes takšno, verjetno pa to velja tudi za veliko večino slovenskih podjetij, da ne omogoča uporabo zahtevnejših, težje razumljivih VBM konceptov. VBM koncepti pa so učinkoviti le, če so razumljivi vsem, ki v podjetju sprejemajo odločitve, tako operativne kot tudi strateške. Tudi zato je **po našem mnenju koncept EVA za podjetje HIT najprimernejši, saj vrednostno izraža večanje vrednosti podjetja, kar povečuje njegovo**

razumljivost. V samem podjetju je potrebno uvesti spremembe v načinu strateškega in operativnega planiranja ter ob tem dvigniti raven poznavanja poslovnih financ.

Bistvena pri vsem tem pa je **sprememba temeljnega cilja poslovanja podjetja HIT, ki mora postati vrednost podjetja**, če hočemo, da ima uvajanje sodobnih VBM konceptov vodenja podjetja svoj pravi smisel.

7 Literatura

1. Al Ehrbar. : EVA: The Real Key to Creating Wealth. New York: John Wiley & Sons, Inc. 1998. 234 str.
2. Bartley J. Madden: CFROI Valuation: A total system approach to valuing the firm. Butterworth – Heinemann, 1999. 350 str.
3. Bedenik N.Osmanagić: Kontroling: abeceda poslovnog uspjeha: Školska knjiga, Zagreb, 1998. str. 238.
4. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja: Slovenska ekonomska revija št. 1-2, Ljubljana, 1998, str. 87-101.
5. Bergant Živko: Lipovčevo obravnavanje mer uspešnosti kot temelja analize in poslovanja podjetja: Slovenska ekonomska revija št. 3-4, Ljubljana, 1993, str. 263-268.
6. Booth Laurence: What Drives Shareholder Value? Rothman School of Managment, University of Toronto. Presented at the Federal Press ' Creating Shareholder Value' conference, october 1998. 33 str.
7. Borak Neven: Lastništvo in prestrukturirane: kaj lahko pričakujemo? Slovenska ekonomska revija št. 1-2, Ljubljana, 1998, str. 199-209.
8. Brealey A.R., Mayers C. Stewart: Priciples of Corporate Finance, 6 th Edition. Boston: Irwin McGraw-Hill, Inc. 2000. 1093 str.
9. Brigham E.F., Gapenski L.C.: Intermediate Financial Management, 4 th Edition. Fort Worth: The Dryden Press, 1996. 1018 str.
10. Copeland et al.: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 2 nd Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc.2000. 550 str.
11. Davis A. Henry: Cash Flow and Performance Mesurament: Measuring and Managing for Value: Financial Executive Research Foundation, Inc. 1996. 219 str.
12. Deyhle Albrecht: Kontroling in kontroler v praksi. Gospodarski vestnik, Ljubljana 1997. 205 str.
13. Damodaran Aswath: Value Creation and Enhancement: Back to the Future.
(URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valcre.pdf>), 10.4.2001. 72 str.
14. Damodaran Aswath: Reserch and Developement Expenses: Implication for profitability Mesurament and Valutation.
(URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/R&D.pdf>),10.4.2001a. 25 str.
15. Damodaran Aswath: Estimating Risk Parameters. Stern School of Business
(URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>), 10.4.2001b. 24 str.
16. Damodaran Aswath: Estimating Equity Risk Premiums. Stern School of Business.
(URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskprem.pdf>), 10.4.2001c. 31 str.
17. Deželan Silva: Učinkovitost slovenskega trga kapitala.
(URL:http://www.ef.uni-lj.si/_dokumenti/wp/dezelan1.doc), 10.4.2002. 27 str.
18. Ekar Aleš: Model ekonomske dodane vrednosti kot orodje za poslovno odločanje. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 119 str.

19. Giacomelli Jurij: Uporaba različnih računovodskih in finančnih kazalnikov. Finance, Ljubljana, št. 29, 15.4.1998. 11 str.
20. Giacomelli Jurij: Vrednost podjetja kot temelj za strateško odločanje v zaprti družbi – primer podjetja Gospodarski vestnik, d.d. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998a. 97 str.
21. Gruban Dejan: Če je dobiček sodilo, kaj je potem cilj? Manager št.3, Ljubljana, 1999. 46 str.
22. Hrovatin Nevenka, Bršič Bernard: Pregled teorij principal – agent na področju regulacije podjetja. Slovenska ekonomska revija št. 1-2, Ljubljana, 1998, str. 28-45.
23. IGC – International Group of Controlling: Kontrolerjev slovar: Ljubljana: Orgos d.o.o, 2000. 83 str.
24. Ivanko Uroš: Vrednotenje delnic: dobiček, dividende ali denarni tok?: Ljubljana: Finance: številka 46, 17.4.2000. 21 str.
25. Kofol S. Branka: Celovita ocena podjetja HIT. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 138 str.
26. Koller Timothy: What is value – based managment?. The McKinsey quartely 1994, Number 3, str. 87–101.
27. Kovač Bogomir et al.: Strategija slovenskega turizma 2002-2006. Ljubljana: Ministrstvo za gospodarstvo, 2002. 95 str.
28. Lipovec Filip: Mere uspešnosti in gospodarski razvoj. Ljubljana: Cankarjeva založba, 1970. 218 str.
29. Makelainen Esa: Economic Value Added as Managment Tool. Helsinki: Helsinki School of Economics and Business Administration, 1998. 57 str.
30. Mauboussin J. Michael: Thoughts on Valuation. CREDIT SUISSE FIRST BOSTON CORPORATION, Equity Research – Americas, Industry Thinking, NI2699, October 21, 1997. 20 str.
31. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
32. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
33. Mramor Dušan, Groznik Peter, Valentinčič Aljoša. Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. Poprivatezacijsko obnašanje slovenskih podjetij. (URL: <http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/poslfin/pf1/izredni/gradivo/Mramor982.pdf>), 10.4.2001. 18 str.
34. Mramor Dušan. Finančno obnašanje slovenskih podjetij. (URL:<http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/poslfin/pf1/izredni/gradivo/FINOBNASLPOD.pdf>), 10.4.2001a. 9 str.
35. Mramor Dušan. Sodobna finančna analiza podjetja. Ljubljana: (URL: <http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/poslfin/pf1/izredni/gradivo/Sodfinan.pdf>), 10.4.2001b. 14 str.
36. Možina Stane et al.: Management. Radovljica: Didakta, 1994. 1072 str.
37. Mottis Nicolas, Ponsard Jean-Pierre: Value based managment at the profit center level. Workshop on ' Compenzation in firms: an internal comparison with manegarial implcations'. Paris 11-12 january, 2001. 15 str.

38. Ottosson Erik and Weissenrieder Fredrik: CVA, Cash Value Added - a new method for measuring financial performance, Gothenburg Studies in Financial Economics, Study No 1996:1. (URL: <http://www.anelda.com>), 10.4.2001. 10 str.
39. Perner Vili: Pomen računovodskega poročanja na svetovnih (kapitalskih trgih): Slovenska ekonomska revija št. 1-2, Ljubljana, 1998, str. 102-117
40. Prašnikar Janez in Debeljak Žiga: Ekonomski modeli za poslovno odločanje. Ljubljana. Gospodarski vestnik, 1998. 435 str.
41. Prašnikar Janez: HIT in njegova prihodnost: stagnacija = propad: Ljubljana: DELO, Sobotna priloga, 16.2.2002, str. 13-14.
42. Pučko Danijel: O analizi poslovanja, strateškem menedžmentu, kontroli in controllingu. Slovenska ekonomska revija št. 3-4, Ljubljana, 1993, str. 327-348
43. Rejc Adriana: Presojanje uspešnosti poslovanja podjetij z usklajenim spletom finančnih in nefinančnih kazalcev: Slovenska ekonomska revija št. 5, Ljubljana, 1998, str. 485-501.
44. Rejc Adriana: Sodobni pogledi na merjenje in presojanje uspešnosti poslovanja podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 120 str.
45. Rozman et al.: Management. Ljubljana. Gospodarski vestnik, 1993. 312 str.
46. Rozman Rudi.: Analiza in oblikovanje organizacije. Ljubljana. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 154 str.
47. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995. 209 str.
48. Stewart G. Bennet : La ricerca del valore: una guida per il management e per gli azionisti. Milano: EGEA, 1998. 598 str.
49. Weisserieder Fredrik: Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?, Gothenburg Studies in Financial Economics, Study No 1997:3 (URL: <http://www.anelda.com>), 10.4.2001. 42 str.
50. Tekavčič Metka: Nekateri vidiki analize uspešnosti poslovanja. Zbornik 1. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije. Portorož: ZES, 1995, str. 66-75.
51. Tekavčič Metka: Mera in kazalci uspešnosti gospodarjenja v delih Filipa Lipovca in drugih slovenskih avtorjev. Slovenska ekonomska revija št. 3, Ljubljana, 1998, str. 291-307.
52. Tajnikar Maks: Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih. 2. izdaja. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo, 2000. 308 str.
53. Zupan Nada: Plače in nagrajevanje managerjev v Slovenskih podjetjih. Slovenska ekonomska revija št. 1-2, Ljubljana, 1998, str. 185-197.
54. William N. Goetzman and Stanley J. Garstka: The Development of Corporate Performance Measures: Benchmarks Before EVA. Yale School of Management. 12 str.
55. 2GC Active Management: Combining EVA with the Balanced Scorecard to improve strategic focus and alignment. 2GC Discussion Paper. (URL: <http://www.2GC.co.uk>), 10.4.2001. 8 str.

8 Viri

1. Damodaran On-Line (URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html), 10.4.2001.
2. Damodaran On-Line (URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html), 10.4.2001a.
3. Damodaran On-Line (URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm), 10.4.2001b.
4. Damodaran On-Line (URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html), 10.4.2001c.
5. Gospodarska zbornica Slovenije – Služba za konjunkturo in ekonomsko politiko. Konjunktorni trendi februar 2000, str. 3-4.
6. Interni podatki službe controlling, HIT, 2002.
7. Interni podatki službe tržne raziskave in analize, HIT, 2002.
8. Poslovno poročilo HIT-a za leto 1997. Nova Gorica: Controlling HIT 1997. 23 str.
9. Poslovno poročilo HIT-a za leto 1998. Nova Gorica: Controlling HIT, 1998. 22 str.
10. Poslovno poročilo HIT-a za leto 1999. Nova Gorica: Controlling HIT, 1999. 29 str.
11. Poslovno poročilo HIT-a za leto 2000. Nova Gorica: Controlling HIT, 2000. 23 str.
12. HIT d.d., Poročilo neodvisnega revizorja o računovodskih izkazih za leto 2000, ki se je končalo 31.12.2000. Nova Gorica, 17.4.2001. 43 str.
13. Projekcija HIT-a 2001-2011: HIT Nova Gorica, 2001. 29 str.
14. Raziskave tržnega potenciala v severni Italiji. Ljubljana: CATI center Ljubljana, 2000. 107 str.
15. Velika priložnost Slovenije v igralniško zabavišni dejavnosti. Nova Gorica: HIT Nova Gorica, 2001. 33 str.
18. Študija ekonomske upravičenosti projekta Kranjska Gora: HIT Nova Gorica, 1999. 67 str.
19. Jaklič Marko et al.: Izdelava in ovrednotenje strategije podjetja na podlagi koncepta EVA: Ljubljana: GV Izobraževanje, izobraževanje in svetovanje, d.o.o, 2002. 30 str.

Priloge

Priloga I: Bilanca stanja v obdobju od leta 1997 do leta 2006

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	v 000 SIT										
SREDSTVA						<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>
Stalna sredstva	6.397.481	10.110.042	11.482.924	18.603.273	19.429.993	26.688.101	34.385.018	35.475.615	36.086.993	36.991.328	38.093.329
Neopredmetena dolgoročna sredstva	640.829	355.653	384.271	366.031	310.887	441.712	580.447	600.104	611.124	627.425	647.288
Opredmetena osnovna sredstva	4.564.542	8.095.921	9.161.883	15.885.112	16.936.903	24.064.185	31.622.368	32.693.307	33.293.665	34.181.700	35.263.838
Dolgoročne finančne naložbe	1.192.110	1.658.468	1.936.770	2.352.131	2.182.204	2.182.204	2.182.204	2.182.204	2.182.204	2.182.204	2.182.204
Gibljiva sredstva	4.607.168	5.796.857	6.586.499	3.767.475	5.974.351	5.931.244	6.290.326	6.837.729	7.216.352	7.302.016	7.190.015
Zaloge	138.378	147.959	165.470	182.616	325.167	321.759	350.146	393.421	423.352	430.125	421.270
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	6.820										
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	924.841	1.312.106	1.459.046	1.436.674	1.724.138	1.706.069	1.856.585	2.086.040	2.244.746	2.280.654	2.233.707
Kratkoročne finančne naložbe	2.418.813	3.370.151	3.935.535	801.996	1.861.122	1.861.122	1.861.122	1.861.122	1.861.122	1.861.122	1.861.122
<i>Depoziti</i>											
Denarna sredstva	1.084.582	954.065	993.210	1.316.567	1.332.307	1.318.344	1.434.654	1.611.962	1.734.601	1.762.348	1.726.070
Aktivne časovne razmejitev	33.734	12.576	33.238	29.622	731.617	723.949	787.819	885.185	952.531	967.768	947.846
SKUPAJ SREDSTVA	11.004.649	15.906.899	18.069.423	22.370.749	25.404.345	32.619.345	40.675.345	42.313.345	43.303.345	44.293.345	45.283.345
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV											
Kapital	7.089.125	12.123.416	13.898.026	15.325.775	17.439.763	18.487.601	19.752.223	21.559.221	22.729.749	24.275.018	26.121.102
Osnovni kapital	4.292.447	6.788.634	6.788.634	6.788.634	6.788.634	6.788.634	6.788.634	6.788.634	6.788.634	6.788.634	6.788.634
Revalorizacijski popravek kapitala navadnih delničarjev	2.021.401	3.137.778	4.096.008	5.017.597	6.359.971	6.359.971	6.359.971	6.359.971	6.359.971	6.359.971	6.359.971
Rezerve	617.236	642.278	1.392.562	2.644.281	2.644.281	2.644.281	2.644.281	2.644.281	2.644.281	2.644.281	2.644.281
Preneseni čisti dobiček ali izguba prejšnjih let	454.369	995.680	368.549	46.550	830.052	1.646.877	2.694.715	3.959.337	5.766.335	6.936.863	8.482.132
Nerazdeljeni čisti dobiček ali izguba poslovnega leta	328.412	1.304.365	1.252.273	828.713	816.824	1.047.839	1.264.621	1.806.999	1.170.527	1.545.269	1.846.084
Preneseni čista izguba prejšnjih let	624.740	745.319									
Dolgoročne rezervacije	87.040	85.000	57.971	100.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	420.874	18.819	43.213	847.395	1.242.342	8.033.923	14.466.219	13.749.818	13.190.668	12.549.734	11.805.651
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja				28.268	46.576	46.576	46.576	46.576	46.576	46.576	46.576
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	15			1.520.514	645.670	584.170	619.536	673.450	710.741	719.178	708.147
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	2.892.237	3.389.295	3.715.678	4.156.275	4.938.523	4.468.134	4.738.639	5.151.009	5.436.234	5.500.767	5.416.394
Pasivne časovne razmejitev	515.358	290.369	354.535	392.522	971.471	878.940	932.151	1.013.270	1.069.377	1.082.072	1.065.474
SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL	11.004.649	15.906.899	18.069.423	22.370.749	25.404.345	32.619.345	40.675.345	42.313.345	43.303.345	44.293.345	45.283.345

Priloga II: Izkaz uspeha v obdobju od leta 1997 do leta 2006

	v 000 SIT										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
						<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>
Kosmati donos iz poslovanja	20.810.127	24.581.788	27.400.568	28.299.178	29.049.443	28.745.000	31.281.000	35.147.000	37.821.000	38.426.000	37.635.000
Stroški blaga, materiala in storitev	6.081.206	6.839.984	7.659.598	8.304.358	8.270.994	8.184.313	8.906.366	10.007.098	10.768.443	10.940.699	10.715.485
Amortizacija	1.315.543	1.184.250	1.319.848	1.309.458	1.856.073	2.245.000	2.724.000	3.202.000	3.351.000	3.499.000	3.648.000
Odpisi obratnih sredstev	308.043	131.855	81.197	42.283	332						
Rezervacije		85.000		100.000							
Drugi odhodki poslovanja	4.591.735	6.005.607	7.255.847	7.395.364	6.161.130	4.605.360	3.961.184	2.900.452	3.137.462	3.201.669	3.134.862
<i>od tega koncesijska dajatev</i>	<i>4.553.000</i>	<i>5.933.000</i>	<i>7.033.000</i>	<i>2.311.938</i>	<i>5.911.150</i>	<i>4.358.000</i>	<i>3.692.000</i>	<i>2.598.000</i>	<i>2.812.000</i>	<i>2.871.000</i>	<i>2.811.000</i>
Dobiček iz poslovanja ali izguba iz poslovanja	102.672	969.073	822.598	470.689	1.437.322	2.505.407	3.495.988	5.337.005	5.821.313	5.806.019	5.466.375
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih	9.383	17.104	35.021	37.284	31.061	31.061	31.061	31.061	31.061	31.061	31.061
Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja	427.520	451.594	425.583	417.917	532.695	304.773	304.773	304.773	304.773	304.773	304.773
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	102.437	74.194	2.043	95.622	205.501						
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	85.440	133.885	44.224	115.607	349.574	745.563	1.302.579	1.252.324	1.216.874	1.176.158	1.128.545
Dobiček ali izguba iz rednega delovanja	351.698	1.229.692	1.236.935	714.662	1.446.002	2.095.678	2.529.243	4.420.514	4.940.272	4.965.695	4.673.664
Izredni prihodki	57.641	138.783	130.550	154.786	342.265						
Izredni odhodki	80.891	64.110	38.722	40.736	863.537						
Celotni dobiček ali izguba	328.448	1.304.365	1.328.763	828.711	924.730	2.095.678	2.529.243	4.420.514	4.940.272	4.965.695	4.673.664
Davki iz dobička			76.490		107.906	523.919	632.311	1.105.129	1.235.068	1.241.424	1.168.416
Drugi davki											
Čisti dobiček ali izguba	328.448	1.304.365	1.252.273	828.711	816.824	1.571.758	1.896.932	3.315.386	3.705.204	3.724.271	3.505.248

Priloga III: Izkaz finančnih tokov v obdobju od leta 1997 do leta 2006

v 000 SIT

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
						<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>	<i>Napoved</i>
Začetno stanje denarnih sredstev		1.084.582	954.065	993.210	1.316.567	1.332.307	1.318.344	1.434.654	1.611.962	1.734.601	1.762.348
Finančni tok iz poslovanja		2.391.816	2.777.557	2.653.862	2.920.393	3.282.982	4.701.875	6.640.780	7.141.552	7.242.581	7.128.001
Čisti dobiček ali izguba		1.304.365	1.252.273	828.711	816.824	1.571.758	1.896.932	3.315.386	3.705.204	3.724.271	3.505.248
Amortizacija		1.184.250	1.319.848	1.309.458	1.856.073	2.245.000	2.724.000	3.202.000	3.351.000	3.499.000	3.648.000
Sprememba v zalogah		-9.581	-17.511	-17.146	-142.552	3.408	-28.387	-43.274	-29.932	-6.772	8.854
Sprememba v dolgoročnih terjatvah iz poslovanja		6.820									
Sprememba v kratkoročnih terjatvah iz poslovanja		-387.265	-146.940	22.372	-287.464	18.069	-150.516	-229.454	-158.707	-35.908	46.947
Sprememba v aktivnih časovnih razmejitvah		21.158	-20.662	3.616	-701.995	7.667	-63.870	-97.366	-67.345	-15.237	19.922
Sprememba v dolgoročnih obveznostih iz poslovanja				28.268	18.309						
Sprememba v kratkoročnih obveznostih iz poslovanja		497.058	326.383	440.597	782.249	-470.389	270.505	412.370	285.225	64.533	-84.373
Sprememba v pasivnih časovnih razmejitvah		-224.989	64.166	37.987	578.949	-92.532	53.212	81.119	56.107	12.694	-16.597
Finančni tok iz investiranja		-5.848.149	-3.258.114	-5.296.268	-3.741.918	-9.503.107	-10.420.917	-4.292.597	-3.962.377	-4.403.336	-4.750.001
Naložbe v stalna sredstva		-4.430.453	-2.414.428	-8.014.446	-2.852.720	-9.503.107	-10.420.917	-4.292.597	-3.962.377	-4.403.336	-4.750.001
Spremembe v dolgoročnih finančnih naložbah		-466.358	-278.302	-415.361	169.927						
Spremembe v kratkoročnih finančnih naložbah		-951.338	-565.384	3.133.539	-1.059.126						
Finančni tok iz financiranja		3.325.816	519.702	2.965.763	837.265	6.206.163	5.835.352	-2.170.874	-3.056.536	-2.811.498	-2.414.278
Sprememba kapitala		3.729.926	522.337	599.038	1.297.163						
Dividende						-523.919	-632.311	-1.508.387	-2.534.677	-2.179.002	-1.659.164
Sprememba v dolgoročnih rezervacijah		-2.040	-27.029	42.029	20.000						
Sprememba v dolgoročnih obveznostih financiranja		-402.055	24.394	804.182	394.947	6.791.581	6.432.296	-716.401	-559.150	-640.934	-744.083
Sprememba v kratkoročnih obveznostih financiranja		-15		1.520.514	-874.845	-61.499	35.366	53.914	37.291	8.437	-11.031
Končno stanje sredstev		954.065	993.210	1.316.567	1.332.307	1.318.344	1.434.654	1.611.962	1.734.601	1.762.348	1.726.070

Priloga IV: Vrednotenje z DCF in EVA modelom

v 000 SIT

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
IC	15.404.449	23.182.369	30.914.653	32.059.164	32.707.832	33.620.605	34.711.575
NOPLAT	1.354.740	1.879.056	2.621.991	4.002.753	4.365.985	4.354.514	4.099.781
Neto investicije	764.891	7.777.921	7.732.284	1.144.511	648.668	912.773	1.090.970
FCF	589.849	-5.898.865	-5.110.293	2.858.242	3.717.317	3.441.741	3.008.812
ROIC	9,3%	12,2%	11,3%	12,9%	13,6%	13,3%	12,2%
WACC	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%
ROIC-WACC	0,7%	3,7%	2,7%	4,3%	5,1%	4,8%	3,7%
IC (začetek obdobja)	14.639.558	15.404.449	23.182.369	30.914.653	32.059.164	32.707.832	33.620.605
EVA	107.916	567.087	637.435	1.322.464	1.632.517	1.575.874	1.256.148
WACC (po explicitnem obdobju)	8,5%						
ROIC (po explicitnem obdobju)	8,5%						
g (po explicitnem obdobju)	3,2%						
Sedanja vrednost FCF	29.574.101	-5.435.900	-4.337.869	2.232.647	2.675.565	2.283.249	32.156.408
Vrednost podjetja (DCF)	29.574.101	TV DCF = (vrednost podjetja)					48.472.182
Sedanja vrednost EVA	14.169.652	522.580	541.087	1.033.011	1.175.016	1.045.434	9.852.525
IC (na začetku obdobja)	15.404.449	TV EVA					14.851.577
Vrednost podjetja (EVA)	29.574.101	IC (na koncu obdobja)					33.620.605
		TV EVA + IC (na koncu obdobja)					48.472.182

Priloga V: Vrednotenje z DCF in EVA modelom, ki da enak rezultat kot vrednotenje z CFROI modelom

v 000 SIT

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
IC	15.404.449	23.182.369	30.914.653	32.059.164	32.707.832	33.620.605	34.711.575
NOPLAT	1.354.740	1.879.056	2.621.991	4.002.753	4.365.985	4.354.514	4.099.781
Neto investicije	764.891	7.777.921	7.732.284	1.144.511	648.668	912.773	1.090.970
FCF	589.849	-5.898.865	-5.110.293	2.858.242	3.717.317	3.441.741	3.008.812
ROIC	9,3%	12,2%	11,3%	12,9%	13,6%	13,3%	12,2%
WACC	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%
ROIC-WACC	0,7%	3,7%	2,7%	4,3%	5,1%	4,8%	3,7%
IC (začetek obdobja)	14.639.558	15.404.449	23.182.369	30.914.653	32.059.164	32.707.832	33.620.605
EVA	107.916	567.087	637.435	1.322.464	1.632.517	1.575.874	1.256.148
WACC (po explicitnem obdobju)	8,5%						
ROIC (po explicitnem obdobju)	9,0%						
g (po explicitnem obdobju)	3,2%						
Sedanja vrednost FCF	30.856.574	-5.435.900	-4.337.869	2.232.647	2.675.565	2.283.249	33.438.881
Vrednost podjetja (DCF)	30.856.574	TV DCF = (vrednost podjetja)					50.405.367
Sedanja vrednost EVA	15.452.125	522.580	541.087	1.033.011	1.175.016	1.045.434	11.134.998
IC (na začetku obdobja)	15.404.449	TV EVA					16.784.762
Vrednost podjetja (EVA)	30.856.574	IC (na koncu obdobja)					33.620.605
		TV EVA + IC (na koncu obdobja)					50.405.367

Priloga VI: Vrednotenje s CFROI modelom

v 000 SIT

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Napovedan CFROI	21,4%	13,5%	15,1%	16,1%	15,9%	14,7%								
Investicije v prihodnosti	7.777.921	7.732.284	1.144.511	648.668	912.773									
Obdobni denarni tokovi	4.124.056	6.139.206	7.671.772	7.912.685	8.049.225	8.246.792	8.246.792	8.246.792	7.206.272	4.122.737	2.107.587	575.020	334.108	197.567
Obd. denarni tok od obstoječih sredstev	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	3.083.535				
Obd.denarni tok od investicije v l. 2001		2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150				
Obd.denarni tok od investicije v l. 2002			1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567			
Obd.denarni tok od investicije v l. 2003				240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912		
Obd.denarni tok od investicije v l. 2004						136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	
Obd.denarni tok od investicije v l. 2005						197.567	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567
NCR	-3.653.865	-1.593.078	6.527.261	7.264.017	7.136.453	8.246.792	8.246.792	8.246.792	7.206.272	4.122.737	2.107.587	575.020	334.108	197.567
Diskontni faktor	1,0000	0,9215	0,8488	0,7811	0,7198	0,6634	0,6117	0,5640	0,5200	0,4794	0,4420	0,4076	0,3758	0,3465
Poslovna vrednost podjetja (warranted value)	30.856.574	-3.367.096	-1.352.283	5.098.614	5.228.328	4.734.317	5.044.271	4.650.897	4.288.201	3.454.929	1.822.437	858.995	216.086	115.763
Obd. denarni tok od obstoječih sredstev	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	4.124.056	3.083.535				
Poslovna vrednsot podjetja (warranted value)	24.697.860	3.800.384	3.500.702	3.221.407	2.968.319	2.735.895	2.522.539	2.325.821	2.144.443	1.478.350				
Obd.denarni tok od investicije v l. 2001	-7.777.921	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150	2.015.150				
Dodana vrednost v l. 2001	4.178.267	4.534.123	1.856.244	1.708.148	1.573.948	1.450.706	1.337.574	1.233.264	1.137.089	1.048.414	966.655			
Obd.denarni tok od investicije v l. 2002		-7.732.284	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567	1.532.567		
Dodana vrednost v l. 2002	1.388.863	1.636.171	1.410.294	1.299.495	1.197.743	1.104.338	1.018.217	938.812	865.600	798.097	735.858			
Obd.denarni tok od investicije v l. 2003			-1.144.511	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	240.912	
Dodana vrednost v l. 2003	258.423		330.834	221.985	204.603	188.648	173.936	160.372	147.865	136.334	125.702	115.899		
Obd.denarni tok od investicije v l. 2004				-648.668	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541	136.541
Dodana vrednost v l. 2004	135.306			187.988	125.849	116.035	106.986	98.643	90.950	83.858	77.318	71.288	65.729	
Obd.denarni tok od investicije v l. 2005					-912.773	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567	197.567
Dodana vrednost v l. 2005	197.854				298.243	182.160	167.954	154.857	142.780	131.646	121.379	111.914	103.186	95.139
Sedanja vrednost investicij v prihodnosti	6.158.714													
Poslovna vrednsot podjetja (warranted value)	30.856.574													