

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VREDNOTENJE IZBRANEGA PODJETJA Z MODELOM
PREOSTALEGA DOBIČKA V PRIMERJAVI S STANDARDNIMI
MODELI**

Ljubljana, oktober 2017

LEA OSOLNIK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Lea Osolnik, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Vrednotenje izbranega podjetja z modelom preostalega dobička v primerjavi s standardnimi modeli, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Sergejo Slapničar

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 NAČINI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETIJ	4
1.1 Načini vrednotenja podjetij	5
1.1.1 Na donosu zasnovan način	5
1.1.2 Način tržnih primerjav	5
1.1.3 Na sredstvih zasnovan način	6
1.2 Preučevane metode ocenjevanja vrednosti podjetij	6
1.2.1 Metoda diskontiranega denarnega toka	7
1.2.2 Metoda primerljivih podjetij uvrščenih na borzi	9
1.2.3 Metoda preostalega dobička (RIV model)	11
1.3 Najnovejše študije o metodah ocenjevanja vrednosti	14
1.4 Odbitki in pribitki	17
2 ELEMENTI IN IZHODIŠČA ZA VREDNOTENJE	18
2.1 Značilnosti lastniškega kapitala in lastništva	18
2.2 Vidik obvladovanja in tržljivosti	19
2.3 Podlaga vrednosti	20
2.4 Predpostavke in omejitve	21
3 VREDNOTENJE LASTNIŠKEGA KAPITALA LASTNIKA V DRUŽBI GEA	
D.D.	22
3.1 Predstavitev ocenjevanega podjetja	22
3.2 Analiza tržnega okolja in konkurence	23
3.2.1 Makroekonomska analiza Slovenije	23
3.2.1.1 Bruto domači proizvod	24
3.2.1.2 Investicije in varčevanje	24
3.2.1.3 Tujina	25
3.2.1.4 Uvoz in izvoz	26
3.2.1.5 Inflacija	26
3.2.2 Razmere v svetu in njihov vpliv na poslovanje družbe GEA d.d.	27
3.2.3 Analiza trga in konkurence	27
3.2.3.1 Analiza trga z vidika oljarske panoge	27
3.2.3.2 Analiza dejavnosti s pomočjo Porterjevega modela	28
3.2.3.3 Konkurenca	30
3.3 Finančna analiza poslovanja ocenjevanega podjetja	36
3.3.1 Analiza izkaza poslovnega izida	36
3.3.2 Analiza bilance stanja	38
3.3.3 Analiza kazalnikov	40
3.3.4 Analiza čistega obratnega kapitala	43

3.4 Ocena tržne vrednosti	46
3.4.1 Metoda diskontiranega denarnega toka	46
3.4.1.1 Ocena prihodnjih čistih denarnih tokov	47
3.4.1.2 Opredelitev diskontne mere in izračun stroška lastniškega kapitala (CAPM model).....	51
3.4.1.3 Izračun preostale vrednosti	53
3.4.1.4 Uporabljeni pribitki in odbitki	53
3.4.1.5 Ocena vrednosti po metodi diskontiranega denarnega toka.....	56
3.4.2 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi	57
3.4.2.1 Izbor primerljivih podjetij in prilagoditve računovodskih izkazov.....	58
3.4.2.2 Uporabljeni mnogokratniki	58
3.4.2.3 Ocena vrednosti po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi.....	60
3.4.3 Metoda preostalega dobička (RIV model).....	62
3.4.3.1 Ocena prihodnjih čistih dobičkov	62
3.4.3.2 Prihodnja dividenda politika in povezave z lastniškim kapitalom.....	63
3.4.3.3 Določitev diskontne mere in ocena vrednosti po metodi preostalega dobička	65

SKLEP.....	66
-------------------	-----------

LITERATURA IN VIRI.....	69
--------------------------------	-----------

PRILOGE

KAZALO TABEL

Tabela 1: Lastniška struktura podjetja GEA d.d. v letih 2014–2016	18
Tabela 2: Obratni kapital in čisti obratni kapital ocenjevanega podjetja	45
Tabela 3: Projekcija izkaza poslovnega izida in napoved proizvodne aktivnosti.....	49
Tabela 4: Napoved obratnega kapitala, investicij in čistega denarnega toka za celotni kapital podjetja GEA d.d.....	51
Tabela 5: Izračun diskontne mere	52
Tabela 6: Opredelitev odbitka za netržljivost	56
Tabela 7: Ocena vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža po metodi diskontiranega denarnega toka na dan 31.12.2016	57
Tabela 8: Mnogokratniki celotnega kapitala primerljivih podjetij za leto 2016.....	60
Tabela 9: Vrednost celotnega kapitala ocenjevanega podjetja za leto 2016 glede na uporabljen mnogokratnik.....	60
Tabela 10: Ocena vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo na dan 31.12.2016.....	61

Tabela 11: Projekcija izkaza čistega poslovnega izida podjetja GEA d.d.	63
Tabela 12: Projekcija dividende in stanja lastniškega kapitala	65
Tabela 13: Ocena vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža po metodi preostalega dobička na dan 31.12.2016.....	66

KAZALO SLIK

Slika 1: Primerjava tržne in knjigovodske vrednosti delnice ocenjevanega podjetja ter njena likvidnost v obdobju od leta 2007 do leta 2016.....	19
Slika 2: Primerjava stopenj pokritja ocenjevanega podjetja s konkurenco v letu 2016	40
Slika 3: Primerjava zadolženosti in količnika obratne likvidnosti ocenjevanega podjetja s konkurenco konec leta 2016 (v %)	42
Slika 4: Produktivnost zaposlenih in število zaposlenih v podjetju GEA d.d. v obdobju od leta 2007 do vključno leta 2016	43
Slika 5: Obratni kapital in čisti obratni kapital ocenjevanega podjetja	46
Slika 6: Projekcija prihodkov do leta 2021	48
Slika 7: Dividendna politika ocenjevanega podjetja v obdobju od leta 2007 do vključno leta 2016	64

UVOD

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja gre za oblikovanje mnenja o vrednosti podjetja ali njegovega dela, ki nam da odgovor na vprašanje, kakšna je vrednost celotnega podjetja ali posameznega lastniškega deleža v tem podjetju. Pri tem gre bodisi lahko za različna tolmačenja in namene uporabe, vse pa je odvisno od tega, kdo podaja vrednost, za koga je vrednost podana in kakšna je podlaga za podajanje vrednosti.

V razmerah popolnoma učinkovitega trga kapitala naj bi tržna kapitalizacija določenega podjetja odražala pošteno vrednost lastniškega kapitala podjetja. Pri tem se pojavi dodatna dilema merljivosti in ovrednotenja učinkovitosti trga kapitala. Takšnim zahtevam po definiciji morda najbolj ustreza razvit finančni trg v Združenih državah Amerike in nekateri kapitalski trgi v drugih razvitih (razvitejših) zahodnih državah, kjer globina in likvidnost trga omogočata, da javno objavljene vrednosti na borznih parketih lahko odražajo pošteno vrednost konkretnega podjetja ali pošteno vrednost njegovega manjšega dela (gledano skozi prizmo lastniškega deleža).

Kako pa je s tem na drugih kapitalskih trgih – trgih, ki nimajo takšne velikosti, razvitosti in pomena, kot na primer nekatere ameriške borze? Kako je s tem na Ljubljanski borzi? V praksi pri takšnem trgu kot je Ljubljanska borza, največkrat ne drži, da lahko objavljene tržne vrednosti delnic preprosto vzamemo kot pošteno vrednost teh delnic. Obstaja velika gotovost, da prihaja do velikih odstopanj med omenjenima pojmom, zato kapitalizacije kotirajočih družb na borzi ne moremo preprosto enačiti s pošteno vrednostjo zadevnih družb.

Praznik (2011) navaja da moramo pri določanju podlage vrednosti izhajati iz določil standardov ocenjevanja vrednosti, namena ocenjevanja vrednosti, zakonskih določil, morebitnih usmeritev sodišča in drugih posebnih okoliščin ocenjevanja vrednosti. Običajno pri določanju podlage vrednosti uporabljamo tržno vrednost in ne podlag, ki niso tržna vrednost (na primer poštena vrednost). Tudi sama v magistrski nalogi za podlago vrednosti uporabljam tržno vrednost, saj je ocenjevanje vrednosti podjetja izvedeno za izmišljen namen prodaje manjšinskega lastniškega deleža izbranega podjetja in ne za namen računovodskega poročanja, kjer bi za podlago vrednosti uporabila pošteno vrednost.

Tržna vrednost je razumna ocena cene, pri kateri bi premoženje lahko zamenjalo lastnika med dvema za to voljnima strankama. Gre za ocenjen znesek, izražen v denarju, kar pomeni najverjetnejšo ceno, ki jo je za neko premoženje mogoče doseči na trgu za določen dan ocenjevanja vrednosti. Pri tem je potrebno poudariti, da dejanska cena, dosežena v transakciji, lahko odstopa od ocenjene tržne vrednosti, dejavniki za to pa so različni (Praznik, 2011).

V splošnem lahko zapišemo, da ima v današnjem svetu vsako sredstvo svojo vrednost (Damodaran, 2002). Pri tem pojem sredstvo lahko predstavlja zgoraj omenjeni poslovni (lastniški) delež v določenem podjetju, skupek lastniških deležev podjetja ali pa povsem preprosto posamezno sredstvo (opredmeteno, neopredmeteno, dolgoročno ali kratkoročno), ki ga uporablja podjetje pri svojem poslovanju. Ob tem je potrebno poudariti, da lahko na vrednost sredstva gledamo najmanj iz treh zornih kotov; z vidika neodvisnega ocenjevalca vrednosti, v kolikor pa je sredstvo predmet morebitnega nakupa oziroma prodaje pa vsaj še z vidika kupca ter z vidika prodajalca. Povsem razumljivo je, da mnenja o vrednosti, oblikovana s strani teh treh deležnikov ne morejo biti povsem usklajena in enotna. Jasno je, da kupec pričakuje nižjo vrednost sredstva kot prodajalec. Če so torej na trgu kupci oz. vlagatelji, ki bi bili pripravljeni kupovati po določeni ceni, je vsako ceno mogoče upravičiti (Cerk, 2010).

Namen in podlage ocenjevanja vrednosti podjetja so torej lahko različne, načini in metode, ki jih pri ocenjevanju oz. vrednotenju uporabljajo udeleženci delniških trgov, ocenjevalci vrednosti podjetij ter drugi deležniki, pa imajo svoje prednosti in pomanjkljivosti. Niso vsi načini ter metode vedno uporabljivi, določeni primeri vrednotenja terjajo različne pristope, hkrati pa temeljijo na različnih predpostavkah. Teorija pri tem razlikuje načine od metod ocenjevanja, vsak način pozna kar nekaj metod. Pojem metoda bi pri tem lahko tolmačili kot nekakšno podvrsto posameznega načina.

Analitiki, predvsem tisti, ki zagovarjajo notranjo vrednost podjetja (angl. *intrinsic value*) so si med seboj precej enotni in zagovarjajo stališče, da je vrednost podjetja v njegovih prihodnjih donosih (Pratt, 2000). Ti opredeljujejo bodoče koristi podjetja, te koristi pa se prevedejo na sedanjo vrednost s t.i. diskontiranjem. Gre za fundamentalno ekonomsko teorijo, ki determinira princip delovanja na donosu zasnovanega načina. Metoda, ki se znotraj omenjenega načina največkrat aplicira pri ugotavljanju vrednosti, se imenuje metoda diskontiranih denarnih tokov. Pri tem gre za prevedbo bodočih denarnih tokov na sedanjo vrednost. Prevedbo na sedanjo vrednost – diskontiranje, izvedemo na podlagi diskontnega faktorja, ki skuša kar najbolje odraziti časovno vrednost denarja in tveganje, značilno za definirane denarne tokove. Glede na zapisano je prav metoda diskontiranih denarnih tokov bistvo teorije vrednotenja in le-to bom tudi sama uporabila v svoji magistrski nalogi. Metoda daje pomemben poudarek temeljnim parametrom delovanja podjetja. Pri tem bom metodo uporabila na primeru slovenskega podjetja, ki kotira na Ljubljanski borzi – gre za podjetje Tovarna olja Gea d.d.

V teoriji vrednotenja velja prepričanje, da je smiselna uporaba različnih načinov ali metod ocenjevanja vrednosti. To ustvari temelje, da lahko ocenjevalec vrednosti z večjo gotovostjo (ali pa samozavestjo) določi vrednost, ki jo ocenjuje oz. zasleduje. Načini in metode so različni, hkrati pa dajejo dodaten vpogled v delovanje ocenjevanega podjetja. Ker se zaradi svoje relativne enostavnosti velikokrat uporablja način tržnih primerjav, ki je zlasti zanimiv za analitike borznih parketov, v svoji magistrski nalogi tudi apliciram

slednje omenjeni način. Način temelji na primerjavi ocenjevanega podjetja z drugimi primerljivimi subjekti, ki kotirajo na trgu. Zagovorniki tega načina tako velik pomen dajejo trgu. Konkretnije (glede na metodo kot podvrsto) se poslužujem metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi.

Poleg zgornjih dveh metod pa v magistrski nalogi uporabljam še en sodobni pristop k vrednotenju kapitala, ki je v zadnjem času predmet številnih obravnav. Tretja metoda, ki jo uporabljam je t.i. metoda preostalega dobička (angl. *Residual Income Valuation*, v nadaljevanju RIV model), ki kot osnovo za vrednost kapitala vzame trenutno knjigovodsko vrednost, kateri prištejemo sedanjo vrednost vseh prihodnjih pričakovanih presežnih dobičkov. Osnutke RIV modela zasledimo že v delih Preinreicha (1938), medtem ko je k njegovi popularizaciji prispevalo delo Ohlsona (1995) ter delo Felthama & Ohlsona (1995).

Področje in cilj raziskovanja je ocenjevanje ter opredelitev vrednosti lastniškega kapitala 15.687 delnic oznake GSBG podjetja Tovarna olja Gea d.d. (v nadaljevanju GEA d.d.) na dan 31.12.2016, ki so v lasti podjetja A d.o.o. in predstavljajo 1,25 % celotnega lastniškega kapitala družbe GEA d.d. z uporabo različnih metod vrednotenja, ki jih predstavim in primerjam med seboj v magistrski nalogi. Glavno raziskovalno vprašanje magistrske naloge je, ali je vrednost delnice GSBG na borzi merodajna za določanje prave tržne vrednosti lastniškega deleža podjetja A d.o.o. Ugotovljene vrednosti ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo delnice družbe GEA d.d., gre zgolj za študijo primera za potrebe priprave magistrske naloge.

Hipoteza, ki jo potrjujem v magistrskem delu, z izračunanimi ocenami vrednosti podjetja na podlagi različnih metod vrednotenja za namen prodaje in z zbranimi podatki ter z obsežnim proučevanjem domače in tuje literature je, da vrednost delnice na borzi velikokrat ni merodajna za določanje realne oz. prave oz. tržne vrednosti podjetja. Namen magistrske naloge je torej opisati uporabo različnih modelov vrednotenja, jih uporabiti na praktičnem primeru in predstaviti najnovejše študije o metodah ocenjevanja vrednosti.

Z magistrsko nalogo želim opozoriti na vse pasti in težave, s katerimi se soočamo pri ocenjevanju vrednosti podjetij. Samo vrednotenje je torej predstavljeno na temelju praktičnega primera slovenske delniške družbe, ki se ukvarja s proizvodnjo olja in drugih maščob. V magistrski nalogi tudi opozarjam na ključna vprašanja in tveganja, s katerimi se sooča ocenjevalec vrednosti podjetij, če ocenjuje vrednost podjetja zgolj na podlagi javno dostopnih podatkov. V nalogi je tako kot pri vseh ocenjevanjih vrednosti prisotna določena mera subjektivnosti, kar skušam nekoliko zmanjšati z uporabo različnih metod ocenjevanja vrednosti hkrati.

Struktura magistrske naloge je naslednja: po uvodnem poglavju, v prvem teoretičnem poglavju uporabljam metodo deskripcije, ki zajema splošno opisovanje in utemeljevanje

posameznih pojmov. Z metodo deskripcije želim predstaviti izhodišča za oceno vrednosti in obseg dela. Ta metoda obenem obsega vire sekundarnih podatkov, ki so zbrani na podlagi teoretičnih ugotovitev iz domače in tuje literature, znanstvenih člankov in prispevkov, ki se obenem navezujejo tudi na problematiko ocenjevanja vrednosti podjetij. Sočasno v prvem delu predstavim različne načine in metode ocenjevanja vrednosti podjetij, saj je prvi cilj magistrske naloge primerjati različne metode vrednotenja in jih kritično presojati. V drugem poglavju predstavim in opredelim elemente in izhodišča za vrednotenje. V tretjem praktičnem poglavju najprej opredelim splošne podatke o poslovanju družbe GEA d.d., sledi analiza tržnega okolja in konkurence ter analiza preteklega in prihodnjega poslovanja ocenjevanega podjetja. Nadaljujem z empirično analizo, kjer uporabim razpoložljive metodologije vrednotenja na konkretnem primeru in v zaključku povzamem ugotovljeno.

1 NAČINI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETIJ

Vrednost podjetja je v denarju izražena vrednost kapitala (lastniškega ali celotnega), ki sem jo ocenila po izbranih metodah vrednotenja. Splošno najverjetneje najširše sprejeta teorija vrednotenja podjetja pravi, da vrednost podjetja opredeljujejo prihodnji donosi. Vrednost potemtakem opredeljujejo pričakovani prihodnji donosi (bodoče koristi), ki se v svoji najbolj čisti obliki kažejo v kategoriji čistega denarnega toka, ki ga na sedanjo vrednost pretvorimo s pomočjo t.i. diskontiranja. Diskontiranje izvedemo na podlagi diskontne mere, ki odraža časovno vrednost denarja in tveganje, značilno in lastno ustvarjenemu donosu (Pratt & Niculita, 2008).

Privzemanje splošno sprejete teorije vsekakor predstavlja velikanski izziv za ocenjevalsko stroko, saj je prihodnost in bodoče donose zelo težko napovedovati. Napovedi nikoli niso absolutno zanesljive, prav tako pa je lahko vprašljivo in subjektivno določanje faktorja za prevedbo bodočih donosov v sedanji čas. Zaradi tega so v uporabi tudi nekateri drugi načini, ki se lahko uporabljajo in aplicirajo kot povsem samostojni načini ali pa kot kontrolni načini na donosu zasnovanem načinu. Na splošno pri vrednotenju podjetij poznamo na donosu zasnovan način, način tržnih primerjav in na sredstvih zasnovan način. Znotraj posameznega načina poznamo različne metode vrednotenja, ki se uporabljajo glede na razumevanje in pristop vsakega ocenjevalca vrednosti k ceničnemu projektu (Pratt & Niculita, 2008; Praznik, 2011).

Izbor načina vrednotenja ter znotraj tega metode vrednotenja je odvisen od več dejavnikov, med drugim od namena ocenjevanja vrednosti, podlage vrednosti, dejavnosti, ki jo podjetje opravlja, velikosti podjetja, strukture premoženja ter strukture lastništva glede na obvladovanje podjetja.

1.1 Načini vrednotenja podjetij

1.1.1 Na donosu zasnovan način

Na donosu zasnovan način razvija eno najbolj fundamentalnih teorij oziroma razmišljanj v svetu ekonomije. Gre za pretvarjanje bodočih koristi na sedanjo vrednost. Prevedba na sedanjo vrednost sloni na dveh ključnih elementih, to sta napoved prihodnjih donosov (običajno denarnih tokov) in pretvorba teh donosov na sedanjo vrednost, ne glede na to, kdaj v prihodnosti jih pričakujemo (Hitchner, 2006).

Prevedba bodočih donosov in diskontna mera, s katero prevajamo te donose, je zasnovana in opredeljena z značilnostjo lastniškega deleža, podjetja samega, njegovega preteklega in bodočega poslovanja, umeščenosti podjetja v okolje, konkurence, stanja v gospodarstvu in drugih dejavnikov. Diskontna mera odraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa. Običajno se pri tem načinu vrednotenja uporabljata dve metodi, in sicer metoda diskontiranja in metoda uglavničenja (Praznik, 2011).

1.1.2 Način tržnih primerjav

Način tržnih primerjav, kot drugi izmed primarnih načinov vrednotenja, je osnovan na primerjavi s trgom, ki omogoča primerjavo s subjektom, katerega vrednost se ocenjuje. Zagovorniki tega načina dajejo veliko težo dogajanjem na trgu, zato je trg glavna determinanta vrednosti. Podobna podjetja, ki so prisotna na kapitalskih trgih omogočajo analizo vrednosti. Na podlagi primerjave z njihovimi vrednostmi, ki se redno objavljajo na trgu, lahko opredelimo vrednost podjetja, ki ga ocenjujemo (Rosenbaum & Pearl, 2009).

Empirični izračun temelji na primerjavi podjetij s podobno dejavnostjo, finančnimi karakteristikami oziroma podobnimi dejavniki tveganja. V primerjavi z dejavnostjo utegnejo biti dejavniki tveganja in pogoji za rast podobni kot v podjetju, ki se ocenjuje. Tako lahko ocenjevalec dokaj enostavno opredeli položaj podjetja, ki ga vrednoti, na podlagi podobnih podjetij. Način tržnih primerjav pozna dve metodi, in sicer metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi in nekoliko redkeje uporabljano metodo primerljivih kupoprodaj podjetij (določanje vrednosti na podlagi primerljivih podjetij, ki so bila kupljena ali prodana pred relativno kratkim obdobjem) (Praznik, 2011).

V primeru obeh metod se najprej izbere vzorec primerljivih podjetij, med katerimi izberemo tista, ki so po svoji velikosti, tveganjih, značilnosti trga in proizvodov, prodajnih trgih in drugih dejavnikih najbližje podjetju, ki ga vrednotimo. Način izračuna vrednosti je zasnovan na mnogokratnikih, ki primerjajo historične ali načrtovane finančne rezultate podjetij z njihovo tržno vrednostjo. Delijo se na bolj znane in pogostejše uporabljane mnogokratnike lastniškega kapitala: multiplikator čistega dobička (angl. *Price to Earnings*

ratio, v nadaljevanju P/E), multiplikator knjigovodske vrednosti (angl. *Price to Book ratio*, v nadaljevanju P/B), multiplikator prodaje (v nadaljevanju P/S) ter mnogokratnike celotnega kapitala (MVIC/S, MVIC/EBIT, MVIC/EBITDA, MVIC/BVIC), ki so še posebej uporabni pri vrednotenju obvladujočih deležev. Kot je razvidno iz naštetih mnogokratnikov, se neto denarni tok v obliki kot je uporabljen pri načinu zasnovanem na donosu ne uporablja, saj ga najpogosteje za primerljiva podjetja ne moremo dovolj zanesljivo določiti. Izračunane mnogokratnike navadno prilagodimo še za morebitne posebnosti podjetja, ki ga ocenjujemo (na primer majhnost podjetja, politično in makroekonomsko tveganje, pričakovana rast ipd.) (Poznanić & Cvijanović, 2011; Krive, 2012).

1.1.3 Na sredstvih zasnovan način

Na sredstvih zasnovan način opredeljujemo kot splošen način za določanje vrednosti na podlagi določanja neto sredstev podjetja. Temelji na načelu substitucije, po katerem je kupec podjetja zanj pripravljen plačati ceno, ki je enaka nadomestitvenim stroškom sredstev podjetja. Po tem načinu prilagodimo vsa materialna in nematerialna sredstva ter obveznosti, ne glede na to, ali jih bilanca stanja zajema ali ne. Prevedba postavk neopredmetenih in opredmetenih sredstev, obratnih sredstev, obveznosti, pogojnih obveznosti se izvrši na tržno vrednost ali kakšno drugo ustrezno dnevno vrednost. Neto sredstva podjetja ali z obveznostmi neobremenjeni del aktive v končni fazi izračunamo preprosto tako, da od skupnih sredstev (prevedenih na tržno vrednost ali kakšno drugo ustrezno dnevno vrednost) odštejemo obveznosti podjetja (prevedene na tržno vrednost ali kakšno drugo ustrezno dnevno vrednost). Dobljeni rezultat je indikacija vrednosti lastniškega kapitala podjetja, ki ga ocenjujemo (Turk, 2002; Hitchner, 2006).

Prilagoditev postavk, ki omogoči aplikacijo na sredstvih zasnovanega načina, je najpogosteje možna ob angažiranju ocenjevalcev vrednosti sredstev (ocenjevalcev opreme in strojev ter nepremičnin), saj ocenjevalci vrednosti podjetij običajno niso strokovnjaki za ocenjevanje vrednosti tovrstnih sredstev. Pri vrednotenju poslujočega podjetja moramo pri oceni vrednosti sredstev izhajati iz njihove najgospodarnejše uporabe, medtem ko je osnova, ob predpostavki likvidacije podjetja, likvidacijska vrednost (Praznik, 2011).

Na sredstvih zasnovan način se pretežno uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značilnosti holdingov in finančnih družb ali pa za podjetja, kjer je vprašljiva časovna neomejenost poslovanja. Omenjeni način se navadno uporablja za ocenjevanje obvladujočega deleža v lastniškem kapitalu.

1.2 Preučevane metode ocenjevanja vrednosti podjetij

Veliko analitikov in ocenjevalcev vrednosti uporablja več kot le eno metodo vrednotenja za ugotovitev vrednosti podjetja. Zavedajo se, da je vsaka metoda le orodje za ugotovitev

vrednosti in kot takšno poenostavitev predstave o realnem svetu, realni vrednosti, ki je abstrakten pojem. Pri tem gotovo obstajajo negotovosti v zvezi s primernostjo vsake izmed metod in tudi negotovosti glede uporabljenih in zbranih podatkov, informacij oz. inputov za uporabo določene metode (Nagorniak & Wilcox, 2014).

V praksi se najpogosteje dogaja, da se uporabi neka temeljna metoda, ki je v določenem primeru najbolj uporabna. Za odločitev, katero izmed metod uporabiti, je potrebno v obzir vzeti prej omenjene specifične podjetja, hkrati pa je potrebno upoštevati vsaj še kakovost pridobljenih podatkov posamezne metode, zanesljivost le-teh, vrsto in tip poslovnih sredstev v uporabi s strani preučevanega podjetja, naravo ocenjevanega lastniškega deleža, ki je predmet ocene vrednosti ter statutarni, davčni, regulatorni in pravni okvir, znotraj katerega deluje ocenjevalec vrednosti. Zelo pomembne so tudi izkušnje analitika oz. ocenjevalca, kar je močno povezano z zaupanjem v posamezno metodo. Pri tem ocenjevalec uporabi tudi nekatere ostale metode ocenjevanja, ki ob temeljni metodi služijo kot nekakšne »kontrolne« metode.

Dejstvo, da so načini vrednotenja precej medsebojno povezani, ostaja. Pri vseh treh je pomembno zelo podrobno poznati način vplivanja nekaterih dejavnikov, kot na primer makroekonomski dejavniki, vpliv dejavnosti, v kateri podjetje GEA d.d. deluje, kapitalski trg in aktualno stanje teh trgov, vloga posloводства in strateško pozicioniranje podjetja, lastniške povezave in računovodski vidiki (Pratt & Niculita, 2008).

Konkretnjša povezanost načinov in metod izhaja predvsem kot sledi (Praznik, 2011):

- pri uporabi na donosu zasnovanega načina ali konkretnije pri posameznih metodah znotraj na donosu zasnovanega načina pridobivamo podatke o višini stroška kapitala iz tržnih podatkov;
- pri načinu tržnih primerjav uporabljamo tržne mnogokratnike, ki izhajajo iz spremenljivk donosa (recipročnost odnosa) ali iz vrednosti sredstev;
- pri uporabi načina zasnovanega na sredstvih izhajamo iz tržnih podatkov, saj vrednost sredstev pridobimo na podlagi trga.

1.2.1 Metoda diskontiranega denarnega toka

Metoda diskontiranega denarnega toka (angl. *Discounted Cash Flow Method*) temelji na teoretični predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki jo določa časovna vrednost denarja in mera tveganja.

Pri ocenjevanju vrednosti lastniškega deleža po metodi diskontiranega denarnega toka, v nadaljevanju uporabljam posredno metodo diskontiranega denarnega toka, najprej kot vsoto vseh diskontiranih čistih denarnih tokov družbe GEA d.d. izračunam sedanjo

vrednost celotnega kapitala za napovedano obdobje od leta 2017 do vključno 2021. Sedanjo vrednost preostale vrednosti ob zaključku napovedanega obdobja dodatno prištejem. Od dobljene vrednosti nato odštejem vrednost finančnega dolga in izvedem še dodatne prilagoditve po stanju na 31.12.2016 (upoštevanje finančnih naložb, denarnih sredstev, presežka ali primanjkljaja obratnega kapitala in poslovno nepotrebne premoženja).

Diskontna mera, s katero bom bodoče tokove prevedla na sedanjost, je v nadaljevanju opredeljena kot tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. *Weighted Average Cost of Capital*, v nadaljevanju WACC) podjetja GEA d.d. S to mero se diskontira denarni tok, ki pripada celotnemu kapitalu, torej tako lastnikom kot tudi upnikom finančnega dolga. Postopek celotnega kapitala je zelo primeren za ocenjevanje realnega sektorja, še posebej proizvodnih podjetij, ki so po možnosti nizko zadolžena. Po tej definiciji družba GEA d.d., kot predelovalec olj in skorajda povsem nezadolženo podjetje, povsem ustreza profilu podjetja za uporabljivost pristopa celotnega denarnega toka.

Metoda diskontiranega denarnega toka zahteva vrsto napovedi o prihodnjem poslovanju podjetja, ki so same po sebi predvidevanje prihodnosti, kar je povezano z veliko negotovostjo (projekcije vedno temeljijo na določenih predvidevanjih glede prihodnosti). Včasih jih izdela poslovodstvo podjetja, pri čemer ocenjevalec vrednosti glede na svoje izkušnje oblikuje lastne zaključke o verodostojnosti in realnosti takšnih projekcij. Največkrat se zgodi, da sam izdela lastne projekcije bodočega poslovanja, ki služijo kot osnovni input za izdelavo ocene vrednosti (Praznik, 2011). Metoda diskontiranega denarnega toka je sicer prepoznana kot temeljna finančna teorija, saj se vrednosti po tej metodi ugotavljajo na podlagi bodočih donosov, ki se prevajajo na sedanjo vrednost. Omenjeno predstavlja eno izmed osnovnih ekonomskih načel, ki povezuje tematiko časovne vrednosti denarja in tveganosti prihodnjih donosov.

Teoretično je zato zadevna metoda najbolj korektna, zajema sedanjo vrednost denarnih tokov, ki naj bi jih podjetje dosegalo v prihodnosti. Zaradi tega se množično uporablja pri ocenjevanjih vrednosti za različne namene, naročniki pa jo vse bolj sprejemajo kot poglavitno metodo ocenjevanja vrednosti (Praznik, 2011). Poleg slabosti metode glede uporabe projekcij bodočih donosov je pomembna dodatna slabost uporaba diskontne mere, ki temelji na oceni stroška kapitala. Ker gre za relativno zahteven koncept vezan predvsem na tveganost posamične naložbe oziroma sredstva, je določanje ustrezne diskontne mere kompleksno in naročniku ceno težje razumljivo. Občutljivost ocene vrednosti pri tem je visoka, saj majhne razlike v ugotovljeni diskontni meri lahko vodijo do občutnih razlik v ugotovljeni vrednosti ocenjevanega sredstva oziroma podjetja. Pri tem se ocenjevalec vrednosti zvečine poslužuje nekaterih bolj priznanih in sprejetih načinov ugotavljanja stroška kapitala, kot so model ocenjevanja dolgoročnih sredstev (angl. *Capital Asset Pricing model*, v nadaljevanju CAPM), model dograjevanja (angl. *Build-up model*), APT model (angl. *Arbitrage-Pricing Theory model*) (Praznik, 2011; Pratt & Niculita, 2008).

Pri oceni stroška kapitala (diskontne mere) mora biti ocenjevalec vrednosti posebej pozoren, da uporabljena diskontna mera na ustrezen način odraža bodoči donos, ki se preko omenjene mere prevaja na sedanjo vrednost, kar povečuje kompleksnost uporabe metode diskontiranega denarnega toka. Pri tem je pomembno razlikovanje med diskontno mero in kapitalizacijsko stopnjo, ki se uporablja pri metodi kapitalizacije oziroma uglavničenja (Pratt & Niculita, 2008).

Apliciranje metode diskontiranega denarnega toka je sicer možno tako za ocenjevanje vrednosti obvladujočega ali manjšinskega lastniškega deleža pri čemer mora donos pri ocenjevanju slednjega odražati značilnosti obstoječega položaja podjetja, saj manjšinski lastnik nima možnosti vpliva na poslovanje podjetja. Pri ocenjevanju vrednosti obvladujočega deleža mora donos odražati značilnosti obvladujočega lastnika, pri čemer slednji načeloma lahko vpliva na sestavo kapitalske strukture, plač in delovanje posloводства, statutarne spremembe, prodajo sredstev podjetja itd. (Praznik, 2011).

1.2.2 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi (angl. *Guideline Publicly Traded Company Method*), predstavlja metodo za določanje vrednosti podjetij, katerih vrednost se ocenjuje. Izhaja iz predpostavke, da predstavljajo primerljiva podjetja, ki kotirajo na eni izmed borz in katerih podatki so splošno dostopni, dobro osnovo za opredelitev vrednosti podjetja, katerega vrednost ocenjujemo. Njena uporabnost je predvsem v podajanju »trenutne« vrednosti, ki jo narekujejo trenutne tržne razmere in morebiten borzni sentiment. Kot takšna je v mnogih primerih bolj primerna kot metoda diskontiranega denarnega toka, ki podaja notranjo fundamentalno vrednost podjetja (Rosenbaum & Pearl, 2009).

Določanje vrednosti poteka s pomočjo tržnih mnogokratnikov primerljivih podjetij, s katerimi se pomnožijo izbrane finančne kategorije podjetja, ki ga ocenjujemo. Tržni mnogokratniki temeljijo na borznih kotacijah/cenah teh primerljivih podjetij. Glede na uporabljene finančne kategorije se delijo na mnogokratnike lastniškega in celotnega kapitala (Krivc, 2012).

Glede ocenjevanja slovenskih podjetij na osnovi metode primerljivih podjetij, je treba poudariti, da obstaja velika verjetnost, da je v praksi navedena metoda lahko uporabljena le v omejenih primerih. Slovenska podjetja so namreč v večini primerov premajhna in preveč specifična, da bi se lahko primerjala z mednarodnimi podjetji, uvrščenimi na borzo. Kljub temu, pa je metoda zelo smiselna za slovenska podjetja, ki so uvrščena v slovensko borzno kotacijo.

Razlogov za priljubljenost relativnega vrednotenja je precej. Predvsem se takšno vrednotenje lahko uporabi pri ocenjevanju »čez palec«, kjer gre za hitro pridobljeno oceno

vrednosti, ki jo analitik oziroma ocenjevalec vrednosti zasleduje. Izsledke tovrstnega dela je tudi lažje zagovarjati, saj slonijo na tržno podkrepljenih podatkih, ki povzemajo podatke primerljivih podjetij (sredstev) s trga, ki naj bi bil najboljši razsodnik za določanje vrednosti (Krivc, 2012; Praznik, 2011). Dodatna prednost metode je v dostopnosti podatkov, saj so cene podjetij, uvrščenih na borzi, na voljo za kateri koli datum ocenjevanja vrednosti (Praznik, 2011). Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, je lažje razumljiva za naročnika ocene vrednosti, saj je manj kompleksna in uporablja manj ekonomsko in finančno potrebnih parametrov.

Slabost metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, je v iskanju resnično primerljivih podjetij. Sploh v slovenskem prostoru je realno težko ugotavljati vrednost podjetja na podlagi primerjave z multinacionalkami, ki kotirajo na eni ali večjih evropskih ali svetovnih borzah. Podjetja, uvrščena na kakšni izmed tujih borz, so veliko večja, prav tako pa večinoma »pokrivajo« veliko širši nabor dejavnosti kot slovensko podjetje GEA d.d. Do ločenih podatkov za posamične dejavnosti je težko dostopati. V državah v tranziciji je trg kapitala praviloma relativno nerazvit, zato ponavadi ni primeren za pridobivanje kakovostnih in resnično primerljivih osnov za primerjavo s podjetjem, katerega vrednost ocenjujemo. Slovenski trg prav tako lahko uvrščamo med trge kapitala, ki so manj razviti (Praznik, 2011).

Dodatno vprašanje, ki se pri uporabi metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, pojavlja, je v pridobivanju zadostnega števila primerljivih podjetij. Praviloma je to povezano z ustreznostjo primerljivosti s preučevanim podjetjem – večja kot je primerljivost z ocenjevanim podjetjem, manjši je lahko nabor primerljivih podjetij. Pomembna je tudi trgovalna aktivnost na borzi. Večja kot je »globina trga«, večjo ustreznost z ocenjevanim podjetjem dosežemo, zato pa je praviloma potrebnih manj podjetij. Dodaten problem lahko predstavlja uporaba različnih računovodskih standardov, kljub tendencam k postopnemu harmoniziranju in poenotenju le-teh. Izvedba prilagoditve izkazov poslovanja (primerljivih podjetij ali ocenjevanega podjetja) je praviloma ustrezen dodaten korak pri uporabi zadevne metode (Pratt & Niculita, 2008).

Uporaba metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, je navadno vezana na vrednost za manjšinskega lastnika, zato je potrebno v primeru, da ocenjevalec vrednosti pri ocenjevanem podjetju ugotavlja vrednost za večinskega lastnika, to ustrezno upoštevati z uporabo odbitka za kontrolo pri ocenjevanem podjetju. Slednje je povezano s precejšnjo mero subjektivne presoje, kar zmanjšuje težo tako pridobljene ocene vrednosti.

Mnogokratniki za podjetja, ki so poslovno neuspešna, so lahko problematični. To še posebej drži za mnogokratnike podjetij, kjer je upoštevan dinamični kazalec, kot na primer kategorija denarnega toka ali dobička. V kolikor so takšne kategorije negativne, so mnogokratniki kot na primer P/E ali P/CF neuporabni, saj je posledično imenovalec takšnega kazalnika negativen (Palepu, Healy, & Peek, 2013).

1.2.3 Metoda preostalega dobička (RIV model)

Model preostalega dobička ali vrednosti (angl. *Residual Income Valuation*, v nadaljevanju RIV model) je v zadnjih dveh desetletjih postal osnova vrednotenja na podlagi računovodskih podatkov (Penman, 2005). Ohlson (2005) pojasnjuje, da je razlog za popularnost modela v tem, da navidezno daje pomembnost knjigovodskim podatkom in njihovi uporabi za vrednotenje podjetij. Tradicionalno vrednotenje lastniškega kapitala s poudarkom na pričakovanih denarnih tokovih, v nasprotju z modelom preostale vrednosti, pripisuje majhno pomembnost računovodskim podatkom.

Osnovni zapis modela za izračun presežka čistega dobička je podan z enačbo (1):

$$RI = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - (r_e \times B_{t-1})}{(1+r_e)^t} \quad (1)$$

Kjer je:

RI = presežek čistega dobička, preračunan na sedanjo vrednost;

E_t = pričakovani čisti dobiček za obdobje t ;

r_e = strošek lastniškega kapitala;

B_{t-1} = knjigovodska vrednost lastniškega kapitala ob koncu obdobja $t-1$.

Metoda preostalega dobička za izhodišče vrednotenja kapitala vzame trenutno knjigovodsko vrednost kapitala, ki ji prišteje sedanjo vrednost vseh prihodnjih pričakovanih preostalih dobičkov. RIV model se razlikuje od dividendnega modela, ker napoveduje pričakovane dobičke za potrebe vrednotenja, pri čemer se z dividendami ne ukvarja. Nekateri analitiki so mnenja, da je rast dobičkov pomembnejša od rasti dividend (French, Subramaniam, & Trapani, 1998).

Metoda preostalega dobička je v odkrivanju in identifikaciji prihodnjih finančnih kategorij s pomočjo prevajanja na sedanjo vrednost teoretično enaka modelu diskontiranja, ki pripada lastniškemu kapitalu. Oba modela sta sicer izpeljana iz dividendnega modela, ki prav tako projicira bodoče dividende, katere poskusi prevesti na sedanjo vrednost (Halsey, 2001).

Metoda preostalega dobička se je pojavila predvsem kot odgovor na pomanjkljivosti tradicionalnega računovodskega izkazovanja kategorij poslovanja podjetja. Čeprav izkaz poslovnega izida podjetja vsebuje strošek dolga (dolžniškega kapitala) v obliki odhodkov iz financiranja, ne vključuje odhodkov, povezanih s ceno lastniškega kapitala. Podjetje lahko posluje pozitivno, vendar kljub temu ne ustvarja dodane vrednosti delničarjem, v kolikor ne zasluži več kot znaša strošek lastniškega kapitala. Metoda preostalega dobička uspe prepoznati tako strošek dolžniškega kot tudi lastniškega kapitala, s čimer uspe

eksplicitno primerjati strošek kapitala z generiranim čistim dobičkom. Pri tem velja poudariti predpostavko, da se strošek dolga ugotavlja le preko odhodkov iz financiranja, s čemer se velikokrat izpusti morebiti pomemben strošek kapitala iz naslova kapitaliziranih obresti (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2017).

V svoji splošni, osnovni obliki metoda preostalega dobička sicer ne upošteva prihodnjih projekcij in rasti dobička ali rasti dividend, temveč v generalizirani obliki predpostavi konstantno rast tako dobička kot dividend (Pinto et al., 2017).

Izračun sedanje vrednosti z uporabo RIV modela je izračun po enačbi (2):

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(E_t - r_e B_{t-1})}{(1+r_e)^t} \quad (2)$$

Kjer je:

V_0 = sedanja vrednost (tudi PV);

B_0 = trenutna knjigovodska vrednost lastniškega kapitala;

E_t = pričakovani čisti dobiček za obdobje t ;

r_e = strošek lastniškega kapitala;

B_{t-1} = knjigovodska vrednost lastniškega kapitala ob koncu obdobja $t - 1$;

t = število let.

V osnovi je metoda precej podobna metodi vrednotenja na podlagi bodočih dividend, pomembna prednost metode preostalega dobička pa je prepoznavanje vrednosti podjetja v zgodnejšem obdobju napovedovanja. Ravno zaradi velike negotovosti realnega sveta v napovedovanju prihodnjih kategorij poslovanja (na primer denarnega toka) pomeni takšna lastnost praktično prednost metode preostalega dobička.

Vrednotenja na podlagi metode preostalega dobička so načeloma manj občutljiva na uporabo preostale vrednosti, saj se v praksi ta vrednost po koncu projiciranega obdobja velikokrat preprosto zanemari oziroma izenači z 0, pa tudi sicer navadno preostala vrednost pri tej metodi ne predstavlja večje vrednosti glede na ostale determinante. Z vidika zgodnejšega prepoznavanja vrednosti in manjšega pomena preostale vrednosti je metoda preostalega dobička veliko učinkovitejše orodje za določanje vrednosti podjetja (Pinto et al., 2017).

V kolikor je uporaba preostale vrednosti glede na karakteristike podjetja, katerega vrednost ocenjujemo, smiselna, se enačba RIV modela nekoliko prilagodi s pomočjo enačbe (3):

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{T-1} \frac{(E_t - r_e B_{t-1})}{(1+r_e)^t} + \frac{E_T - r_e B_{T-1}}{(1+r_e - \omega)(1+r_e)^{T-1}} \quad (3)$$

Kjer je:

V_0 = sedanja vrednost (tudi PV);

B_0 = trenutna knjigovodska vrednost lastniškega kapitala;

E_t = pričakovani čisti dobiček za obdobje t ;

r_e = strošek lastniškega kapitala;

B_{t-1} = knjigovodska vrednost lastniškega kapitala ob koncu obdobja $t - 1$;

t = število let;

T = zadnje leto projekcije;

E_T = pričakovani čisti dobiček za zadnje obdobje projekcije T (zadnje leto projekcije);

B_{T-1} = knjigovodska vrednost lastniškega kapitala ob koncu obdobja $T - 1$;

ω = faktor vztrajnosti/ ohranjanja vrednosti presežnega dobička.

V kolikor pri RIV modelu uporabimo izračun s preostalo vrednostjo, se običajno vpelje tudi t.i. faktor vztrajnosti oziroma ohranjanja vrednosti preostalega dobička. Ta obsega vrednosti med 0 in 1. Vrednost faktorja v višini 1 implicira na to, da preostali dobički ne bodo zbledeli oziroma postopno izginili, temveč se bodo nadaljevali na enakih ravneh ocenjenega presežnega dobička v neskončnost. Vrednost faktorja v višini 0 pomeni, da podjetje po končanem obdobju projekcije ne bo ustvarjalo dobička nad stroškom lastniškega kapitala. Večja vrednost faktorja vztrajnosti prinaša višjo vrednost vrednotenja. Glede na raziskave v večjem vzorcu podjetij na podlagi obdobja od leta 1976 do leta 1995 je faktor vztrajnosti znašal 0,62, kar si lahko razlagamo kot enakovrednost oceni, da preostali dobiček izgublja na vrednosti v ocenjeni višini 38 % na leto. Predstavljeno temelji na regresivni naravi kazalnika dobičkonosnosti lastniškega kapitala (angl. *Return on Equity*, v nadaljevanju ROE), ki ima na dolgi rok tendenco konvergiranja k ceni lastniškega kapitala, kar pomeni postopno izničenje preostalega dobička. Seveda pa je faktor vztrajnosti lahko različen od podjetja do podjetja. Za podjetja z uveljavljenim in utrjenim položajem na trgu so značilne visoke vrednosti faktorja (blizu 1), kar posledično pomeni počasnejše izničenje preostalega dobička skozi čas (Pinto et al., 2017).

Nizek faktor vztrajnosti sicer ponavadi pripisujemo podjetjem z ekstremno visokimi donosi na kapital, podjetjem, ki v svojih izkazih poslovnega izida izkazujejo veliko izrednih in neponovljivih dogodkov ali podjetjem z veliko izkazanih računovodsko razmejenih postavk v bilanci stanja. Po drugi strani je za podjetja z močnim in konkurenčnim položajem na trgu značilen visok faktor vztrajnosti (Pinto et al., 2017).

Primernost metode preostalega dobička pride do izraza sploh za podjetja, ki ne izplačujejo dividend ali za podjetja s pričakovanim negativnim prostim denarnim tokom. Metoda preostalega dobička pride prav tudi v primeru velike negotovosti glede denarnih tokov, kar samo po sebi sicer ne pomeni nujno negativnega denarnega toka (Pinto et al., 2017).

RIV model sicer lahko črpa inpute za uporabo kar iz računovodskih podatkov, med analitiki pa je priljubljen tudi, ker se posveča razširjenemu pojmu profitabilnosti, in sicer ekonomski profitabilnosti. V primerjavi z računovodskim dobičkom se ekonomski dobiček kot merilo uspešnosti poslovanja podjetja, ki ga ni moč neposredno razbrati iz računovodskih izkazov, posveča preseganju oportunitetnega stroška investitorja. Ravno zaradi črpanja inputov na podlagi računovodskih podatkov pa se kaže pomanjkljivost metode, saj je s tem metoda podvržena računovodskim manipulacijam. Računovodske podatke je potrebno pogosto preverjati in prilagajati. Pri tem mora biti zagotovljena tudi osnovna računovodska enačba v teoriji čistega presežka (angl. *clean surplus accounting*), ali pa so potrebne znatne prilagoditve (Pinto et al., 2017).

1.3 Najnovejše študije o metodah ocenjevanja vrednosti

Minula finančna kriza, regulatorne omejitve, večja kompleksnost aktivnosti podjetij in hitro spreminjajoče ekonomsko ter drugo okolje so vplivali na razvoj ocenjevanja vrednosti. Nadaljnji razvoj in posledično izpopolnitev načinov vrednotenja je na razvitejših kapitalskih trgih celo povzročila specializacijo ocenjevalcev vrednosti podjetij, in sicer v smeri ukvarjanja s specifičnimi vrstami podjetij oziroma za vrednotenje za različne namene. To zadeva predvsem vrednotenje bodisi podjetij, ki kotirajo na borzi, bodisi lastniško zaprtih podjetij, vrednotenje finančnih inštitucij, vrednotenje procikličnih podjetij, vrednotenje hitro rastočih podjetij, vrednotenje za namene izstisnitve delničarjev, vrednotenje pri prevzemih in pripojitvah, vrednotenje za ugotavljanje pravilnosti menjalnih razmerij, vrednotenje v ločitvenih postopkih itd.

Predvsem se v zadnjem času vse bolj razvijajo teorije, ki preučujejo vrednost, ki jo za delničarje podjetja ustvarja posloводство. Tu ne gre zgolj za vpogled zaradi merjenja uspešnosti dela posloводства, temveč za dejansko spoznanje o tem, kako učinkovito in dobičkonosno posloводство upravlja s sredstvi podjetja. Ni več dovolj informacija o absolutni dobičkonosnosti podjetja, zato je tudi podjetje, ki posluje z dobičkom ne ustvarja nujno vrednosti za lastnike. S tega vidika analitiki vse več pozornosti namenjajo preučevanju presežnega dobička. Pomembno je, ali podjetje ustvarja dobiček v presežku nad stroškom kapitala, ki ga ima. Kot dodatno metodo, ki omenjeno področje tudi upošteva, lahko izpostavimo metodo presežne rasti.

Pri modelu presežne rasti (AEG model – angl. *Abnormal Earnings Growth Model*) gre za smiselno nadgradnjo RIV modela oziroma izboljšanje formule RIV modela, in sicer v smislu, da se AEG model osredotoča le na prihodnje (pričakovane) dobičke (prilagojene za dividende) ter pripadajočo rast (Rihar, 2009). Zapis modela je podan z enačbo (4):

$$V_0 = \frac{eps_t}{r_e} + \frac{1}{r_e} \left[\frac{AEG_{t+1}}{(1+r_e)^t} + \frac{AEG_{t+2}}{(1+r_e)^{t+1}} + \frac{AEG_{t+3}}{(1+r_e)^{t+2}} + \frac{AEG_{t+4}}{(1+r_e)^{t+3}} + \frac{CV}{(1+r_e)^{t+3}} \right] \quad (4)$$

Kjer je:

V_0 = vrednost lastniškega kapitala podjetja;
 AEG_t = presežna rast dobička z dividendami v letu t ;
 t = prvo leto projekcije;
 eps_t = dobiček na delnico v obdobju t ;
 CV = nadaljevalna vrednost;
 r_e = strošek lastniškega kapitala.

Zapis formule za izračun presežne rasti dobička z dividendami – AEG v obdobju t je po enačbi (5). Prav za to presežno rast so investitorju pripravljeni plačati (Penman, 2010).

$$AEG_t = [eps_t + r_e d_{t-1}] - (1 + r_e)eps_{t-1} \quad (5)$$

Kjer je:

AEG_t = presežna rast dobička z dividendami v letu t ;
 eps_t = dobiček na delnico v obdobju t ;
 eps_{t-1} = dobiček na delnico v obdobju $t-1$;
 r_e = strošek lastniškega kapitala;
 d_{t-1} = dividende v obdobju $t-1$.

Metoda presežne rasti za osnovo vrednosti kapitala v nasprotju z RIV modelom kot osnovno izhodišče vzame kapitalizirani pričakovani dobiček ($\frac{eps_t}{r_e}$) namesto knjigovodske vrednosti kapitala (B_0), ki mu prišteje diskontirano vrednost vseh prihodnjih presežnih sprememb pričakovanih dobičkov z dividendami (Jorgensen, Lee, & Yoo, 2011). V enačbi (4) je uporabljena nadaljevalna vrednost, to je vrednost, ki se prišteje preostali vrednosti in izhaja iz presežne rasti dobičkov po napovedanem časovnem obdobju. Nadaljevalna vrednost je enaka zadnji presežni rasti dobičkov, popravljeni za stopnjo rasti po napovedanem časovnem obdobju, in skupaj diskontirani s stroškom lastniškega kapitala, zmanjšanim za stopnjo rasti po napovedanem izračunu (Čerpnjak, 2011). Izračun nadaljevalne vrednosti je po enačbi (6):

$$CV = \frac{AEG_n \times (1 + g_n)}{(r_e - g_n)} \quad (6)$$

Kjer je:

AEG_n = zadnja presežna rast dobičkov v prvem obdobju;
 g_n = stopnja rasti presežne rasti dobičkov po koncu napovedanega časovnega obdobja;
 r_e = strošek lastniškega kapitala.

Pomembna razlika glede na metodo preostalega dobička je ravno v osredotočanju na prihodnje dobičke, medtem ko RIV model pomemben del vrednosti pripisuje knjigovodski vrednosti podjetja, AEG model namesto knjigovodske vrednosti kot osnovo za vrednotenje vzame kapitalizirani pričakovani dobiček, ki mu prišteje diskontirano vrednost vseh prihodnjih presežnih dobičkov z dividendami.

AEG model je postal predmet obravnav šele z objavami del Ohlsona (2003), Ohlsona in Juettner-Naurotha (2003) ter Eastona (2004).

Metoda presežne rasti precej realistično odraža, kako je vrednost podjetja odvisna od prihodnjih dobičkov ter njihove rasti. Osredotočenje na prihodnje dobičke namesto na prihodnjo razdelitev dividend je atraktivna lastnost metode, pri čemer torej ni potrebno ugotavljati dividendne politike podjetja oziroma določati prihodnjega izplačila dividend (Jennergren & Skogsvik, 2008).

V primerjavi z Gordonovim modelom rasti je upoštevana rast, ki jo upošteva metoda presežne rasti, nekoliko bolj realistična, saj lahko preračun vrednosti vključuje različne stopnje rasti v času razvoja različnih projektov podjetja. Nabor situacij, v katerih je uporabna metoda presežne rasti, je s tem precej širši. Vsekakor je metoda bolj uporabna v situacijah, ko ocenjevalec vrednosti ocenjuje, da ima ocenjevano podjetje priložnosti za rast oziroma na voljo zanimive projekte, s katerimi podjetje lahko ustvarja dodano vrednost.

Razumevanje računovodskih politik ocenjevanega podjetja omogoči ocenjevalcu, da preko prepoznavanja in identifikacije računovodskih obravnav posloводства podjetja vpliva na izdelano napoved prihodnjega poslovanja podjetja. Predstavljajmo si podjetje, ki je spremenilo metodo vrednotenja zalog, zaradi tega pa zabeležilo padec dobička. V kolikor ocenjevalec vrednosti takšno spremembo uspešno zazna in zaradi tega ne zniža prihodnjih napovedi poslovanja konkretnega podjetja, lahko še vedno ustrezno in realno oceni njegovo vrednost. Korak kakovostne analize računovodskih politik skozi čas je zato izredno pomembna aktivnost, ki jo ocenjevalec vrednosti podjetij preprosto mora izvesti.

Pri tem se izpostavlja tudi slabost metode, saj zahteva razumevanje načela nastanka poslovnega dogodka, kar zahteva kompleksno poznavanje računovodenja (Rihar, 2009). Dodatne slabosti modela, ki jih izpostavlja Penman (2010) so tudi zapletena osnova – saj je potrebno razumevanje koncepta dividend z dobičkom in rasti presežnih donosov, občutljivost na zahtevano stopnjo donosa, ne nudi vpogleda v gonilnike rasti dobička in se zanaša na izkazan dobiček, ki je lahko prirejen.

Dodana vrednost metode presežne rasti je v tem, da se kljub morebitnemu spregledu posebnosti računovodskih obravnav vrednost izračunava z uravnoteženjem rezultata. Konservativne računovodske politike na primer prinašajo nižje sedanje dobičke, ob tem pa

tudi nižjo knjigovodsko vrednost kapitala. Vpliv tega je nižanje stroška kapitala, s katerim analitik izračunava bodoče presežne dobičke. Takšno uravnoteženje pri vrednosti je ena pomembnih prednosti metode presežne rasti, saj računovodske politike po tej metodi ne bi smele imeti vpliva na končno oceno vrednosti podjetja (Palepu, Healy, & Peek, 2013).

Penman (2010) med prednostmi modela tudi izpostavlja, da je model enostaven za razumevanje in je vsestranski, saj se ga lahko uporablja v različnih računovodskih standardih, napovedani horizont je običajno krajši kot pri preostalih analizah diskontiranih denarnih tokov, večina vrednosti pa je dobljena v bližnji prihodnosti ter se manj zanaša na prihodnje vrednosti in nudi zaščito pred pretiranim plačevanjem za rast. Metoda je precej občutljiva na določitev zahtevane stopnje lastniškega kapitala. Vrednost v celoti izhaja iz napovedi, pri čemer ocenjevalec vrednosti uporabi strošek lastniškega kapitala. V kolikor je ocena tega stroška napačna, je napačna tudi ocenjena vrednost podjetja.

1.4 Odbitki in pribitki

V zvezi z oceno vrednosti je potrebno razmišljati tudi o uporabi odbitkov oziroma pribitkov, ki jih razvrščamo v dve krovni skupini:

- 1. krovna skupina, ki zajema odbitke ali pribitke, ki se vežejo na samo bistvo podjetja, katerega vrednost ocenjujemo;
- 2. krovna skupina, ki zajema odbitke ali pribitke, ki se vežejo na značilnosti podjetja, katerega vrednost ocenjujemo.

1. krovna skupina odraža predvsem značilnosti podjetja in ne značilnosti lastnikov. Ker gre za kategorijo na ravni celotnega podjetja, velja za vse lastnike enako, ne glede na njihov lastniški delež ali upravljalске pravice. Odbitki in pribitki 1. krovne skupine se vgradijo že v fazi uporabe metod ocenjevanja (kot dodatne odstotne točke pri ugotavljanju diskontne mere oziroma mere kapitalizacije ali kot ustrezno zmanjšanje tržnih mnogokratnikov) in pred uporabo odbitkov ali pribitkov iz 2. krovne skupine, nanašajo pa se na posebna tveganja podjetja, katerega vrednost ocenjujemo. Najpogostejše oblike odbitkov 1. krovne skupine so na primer: odbitek zaradi vpliva ključne osebe, odbitek zaradi nerešenih ekoloških problemov in odbitek zaradi grozečih sodnih sporov (Praznik, 2011).

2. krovna skupina zrcali predvsem odbitke ali pribitke, ki so povezani z značilnostmi lastništva v podjetju. Gre za ovrednotenje vpliva lastnika na podjetje skozi upravljalске pristojnosti ali z možnostjo lastnika, da unovči svoj delež v podjetju. S tega vidika obstajata dve skupini odbitkov oziroma pribitkov: pribitek za obvladovanje ali odbitek za neobvladljivost ter odbitek za pomanjkanje tržljivosti (Praznik, 2011).

2 ELEMENTI IN IZHODIŠČA ZA VREDNOTENJE

Ker me zanima stroka ocenjevanja, sem se odločila, da v magistrski nalogi ugotovim vrednost lastniškega deleža v podjetju GEA d.d. s primerjavo različnih metod vrednotenja. Odločila sem se za oceno vrednosti 15.687 delnic podjetja GEA d.d., ki so bile na dan 31.12.2016 v lasti podjetja A d.o.o. 15.687 delnic družbe GEA d.d. je na dan 31.12.2016 predstavljalo 1,25 % v celotni lastniški strukturi (v nadaljevanju ocenjevani lastniški delež). GEA d.d. je delujoče podjetje, lastniški delež, katerega vrednost se ocenjuje, pa predstavlja manjšinski lastniški delež v ocenjevanem podjetju.

Pri ocenjevanju družbe GEA d.d. sledim naslednjim korakom (Lušnic, 2006):

- ugotavljanje istovetnosti dejavnosti in izdelovanje liste primerljivih podjetij;
- analiziranje, izbiranje in ugotavljanje istovetnosti primerljivih podjetij;
- izbor in izračunavanje mnogokratnikov;
- določitev vrednosti podjetja, ki se ocenjuje (podjetje GEA d.d.);
- končno prilagajanje skupaj z odbitkom za netržljivost in končna opredelitev vrednosti.

2.1 Značilnosti lastniškega kapitala in lastništva

Družba GEA d.d. je pravno-organizacijsko formirana kot delniška družba, njene delnice so uvrščene na vstopno kotacijo Ljubljanske borze. Skupno število delnic na dan 31.12.2016 je bilo 1.254.960 navadnih kosovnih delnic, vse pa so imele enake pravice oziroma delež v osnovnem lastniškem kapitalu ocenjevanega podjetja z enako glasovalno pravico in pripadajočim zneskom v osnovnem kapitalu. Število lastnih delnic je bilo konec leta 2016 44.211 delnic.

Tabela 1: Lastniška struktura podjetja GEA d.d. v letih 2014–2016

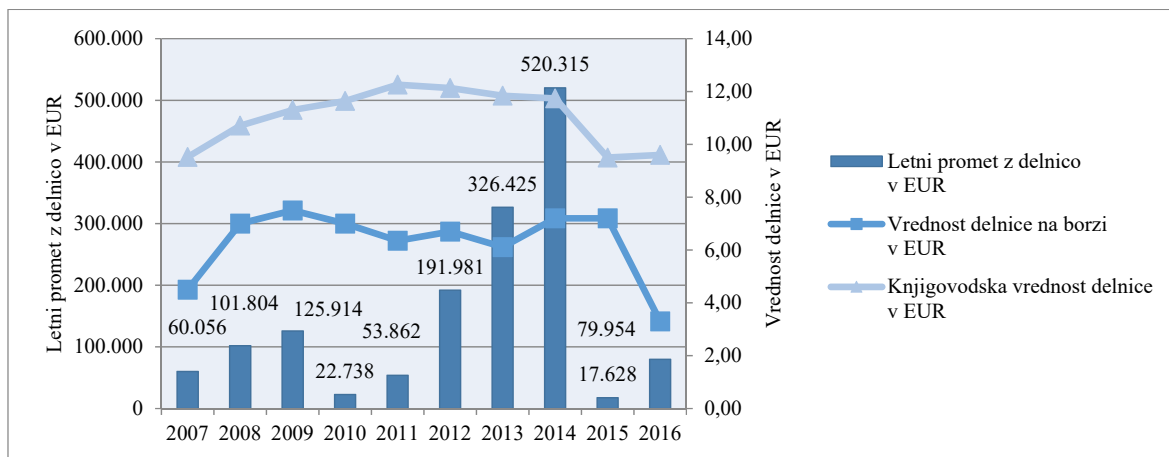
Delničar	Delež v % 31.12.2016	Delež v % 31.12.2015	Delež v % 31.12.2014
DUTB, d.d.	18,35	0,00	0,00
KD KAPITAL, d.o.o.	12,58	12,58	12,58
ADRIATIC SLOVENICA, d.d.	12,23	12,23	12,23
KD DIVIDENDNI, DELNIŠKI, d.d.	8,64	8,64	8,64
NLB SKLADI – SLOVENIJA DELNIŠKI	8,23	8,24	8,26
I.J. STORITVE d.d.	7,83	7,83	7,83
KD GALILEO, FLEKSIBILNA STRUKTURA NALOŽB	5,29	5,29	5,29
ZVON ENA HOLDING, d.d. v stečaju	4,64	4,64	4,64
ZVON DVA HOLDING, d.d. v stečaju	3,53	21,60	21,60
GEA d.d.	3,52	3,32	3,32
OSTALI DELNIČARJI	15,16	15,63	15,61
SKUPAJ	100,00	100,00	100,00

Vir: GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a, str. 13.

Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala ocenjevanega podjetja na dan 31.12.2016 je znašala 11.621.339 evrov (v nadaljevanju EUR), od tega osnovni kapital 3.981.895 EUR.

Knjigovodska vrednost delnice ocenjevanega podjetja na dan 31.12.2016 je znašala 9,60 EUR. Lastniško strukturo ocenjevanega podjetja tvorijo lastniški deleži prikazani v Tabeli 1.

Slika 1: Primerjava tržne in knjigovodske vrednosti delnice ocenjevanega podjetja ter njena likvidnost v obdobju od leta 2007 do leta 2016



Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2006, 2007; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; Ljubljanska borza, Arhiv vrednosti VP in indeksov, 2017; lastni izračuni.

2.2 Vidik obvladovanja in tržljivosti

Glede na lastniško strukturo in formalnost manjšinskega deleža in nepovezanost podjetja A d.o.o. z ostalimi delničarji ocenjevanega podjetja ocenjevani lastniški delež ni predstavljal obvladujočega deleža v ocenjevanem podjetju, temveč manjšinski lastniški delež. Delnice ocenjevanega podjetja, kot že omenjeno, kotirajo na Ljubljanski borzi. Uvrščene so na vstopno kotacijo, z njimi se prosto trguje na organiziranem trgu in so prosto tržljive (prosto prenosljive delnice brez pravno-formalne omejitve trgovanja).

Navkljub formalni prosti prenosljivosti delnic in dejstvu, da gre za kotacijo delnice na organiziranem trgu, pa zaradi skromnega prometa z delnico pri oceni vrednosti velja dodeliti odbitek za netržljivost, ki je v skladu z ugotovitvami poglavja 3.4.1.4 opredeljen v višini 3,5 %.

2.3 Podlaga vrednosti

Podlago vrednosti smatram kot temeljno predpostavko ocenjevanja vrednosti. Ocenjena vrednost, prikazana v tej magistrski nalogi, je predstavljala tržno vrednost, ki je po Mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti (v nadaljevanju MSOV) (Slovenski inštitut za revizijo, 2017) definirana kot:

»Tržna vrednost je ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala sredstvo ali obveznost na datum ocenjevanja vrednosti v poslu med nepovezanimi in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri čemer sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile.«

Opredelitev pojma tržna vrednost se uporablja v skladu z naslednjim pojmovnim okvirom (Slovenski inštitut za revizijo, 2017, str. 19–20):

- »Ocenjeni znesek« se nanaša na ceno, izraženo v denarju, plačljivo za sredstvo v poslu med nepovezanimi in neodvisnima strankama. Tržna vrednost je najverjetnejša cena, ki jo lahko razumno dosežemo na trgu na datum ocenjevanja vrednosti v skladu z opredelitvijo pojma tržna vrednost. To je najboljša cena, ki jo prodajalec lahko razumno doseže in najugodnejša cena, ki jo kupec lahko razumno doseže. Ta ocena izrecno izključuje ocenjeno ceno, ki je povišana ali znižana zaradi posebnih pogojev ali okoliščin, kot so neobičajno financiranje, dogovori o prodaji in povratnem najemu, posebne obravnave ali ugodnosti, ki jih podeli nekdo, ki je povezan s prodajo, ali katera koli prvina, ki je na voljo samo določenemu lastniku ali kupcu.
- »Naj bi zamenjala sredstvo ali obveznost« se nanaša na dejstvo, da je vrednost sredstva ocenjeni znesek in ne vnaprej določeni znesek ali dejanska prodajna cena. To je cena v poslu, ki izpolnjuje vse sestavine opredelitve pojma tržna vrednost na datum ocenjevanja vrednosti.
- »Na datum ocenjevanja vrednosti« zahteva, da je vrednost časovno vezana na določen dan. Ker se trgi in tržne razmere lahko spreminjajo, je ocenjena vrednost ob drugem času lahko napačna ali neprimerna. Znesek vrednosti bo izražal stanje na trgu in okoliščine na datum ocenjevanja vrednosti, ne pa na kateri koli drug dan.
- »Voljan kupec« se nanaša na tistega, ki je motiviran, vendar ni prisiljen k nakupu. Ta kupec ni niti pretirano navdušen niti odločen, da kupi po kateri koli ceni. Kupuje v skladu s stvarnostjo sedanjega trga in s pričakovanji sedanjega trga, ne pa namišljenega ali hipotetičnega trga, ki ga ne moremo prikazati ali pričakovati, da obstaja. Domnevni kupec ne bi plačal višje cene, kot jo zahteva trg. Sedanji lastnik je vključen med predstavnike »trga«.
- »Voljan prodajalec« ni niti pretirano navdušen niti prisiljen prodajalec, pripravljen prodati po katerikoli ceni, niti ni pripravljen ponujati po ceni, ki na trenutnem trgu ne velja za primerno. Voljan prodajalec je motiviran prodati sredstvo po tržnih pogojih za najvišjo ceno, ki jo lahko doseže na prostem trgu po ustreznem trženju, ne glede na višino te cene. Dejanske okoliščine sedanjega lastnika niso del te ocenitve, ker je voljan prodajalec hipotetični lastnik.
- »Posel med nepovezanimi in neodvisnima strankama« je posel med strankama, ki nista v določenem ali posebnem razmerju, kot je npr. med obvladujočim podjetjem in odvisno družbo ali najemodajalcem in najemnikom, zaradi katerega cena ne bi bila taka, kot je

značilna za trg, ali bi bila zvišana zaradi sestavine posebne vrednosti. Domneva se, da se posel po tržni vrednosti opravi med nepovezanimi strankama, ki delujeta neodvisno.

- »Po ustreznem trženju« pomeni, da bi bilo sredstvo izpostavljeno trgu na najprimernejši način, ki vpliva na njegovo odprodajo po najboljši ceni, ki jo je razumno mogoče doseči v skladu z opredelitvijo pojma tržna vrednost. Šteje se, da je način prodaje najprimernejši, da prodajalec lahko doseže najboljšo ceno na trgu, do katerega ima dostop. Čas izpostavljenosti ni nujno določeno obdobje in se lahko spreminja v skladu z vrsto sredstva in tržnimi razmerami. Edino sodilo je, da mora trajati dovolj dolgo, da sredstvo lahko spozna primerno število tržnih udeležencev. Obdobje izpostavljenosti se začne pred datumom ocenjevanja vrednosti.
- »Pri katerem sta stranki delovali seznanjeno, preudarno« predpostavlja, da sta voljni kupec in voljni prodajalec primerno seznanjena z naravo in značilnostmi sredstva, z njegovo dejansko in morebitno uporabo in z razmerami na trgu na datum ocenjevanja vrednosti. Potem domnevno vsaka od strank preudarno uporabi svoje vedenje, da najde ceno, ki je najugodnejša za njen položaj v poslu. Preudarnost se ocenjuje s sklicevanjem na stanje trga na datum ocenjevanja vrednosti, brez upoštevanja koristi kasnejših spoznanj. Za prodajalca na primer ni nujno nepreudarno, če na trgu s padajočimi cenami proda sredstva po ceni, ki je nižja od predhodnih tržnih ravni. V takih primerih, kakor velja tudi za druge situacije nakupov in prodaj na trgih s spreminjajočimi se cenami, bo preudarni kupec ali prodajalec ravnal v skladu z najboljšimi informacijami o trgu, ki so takrat na voljo.
- »In brez prisile« določa, da je vsaka izmed strank motivirana, da opravi posel, ni pa niti prisiljena niti neprimerno siljena v to, da ga izvede.«

Ob tem poudarjam, da dejanska cena, dosežena v transakciji, ki zadeva ocenjevani lastniški delež, lahko odstopa od ocenjene tržne vrednosti zaradi različnih dejavnikov, kot so na primer motivacija vseh vpletenih strank, pogajalske sposobnosti strank, struktura transakcije (na primer finančna struktura, prenos obvladovanja itd.) ali drugih dejavnikov, značilnih in specifičnih za to transakcijo.

2.4 Predpostavke in omejitve

Podjetje GEA d.d. je delujoče podjetje. V okviru postopka ocenjevanja vrednosti nisem opravila skrbnega poslovnega, finančnega, davčnega in drugih pregledov, saj slednje navedeno niti ni predmet in namen moje magistrske naloge. Pri analizi in pripravi te ocene vrednosti sem se zanašala na javno objavljene in dostopne podatke. Dodatna literatura, ki mi je bila v pomoč pri izdelavi magistrske naloge je:

- a) Hierarhija pravil ocenjevanja vrednosti (Slovenski inštitut za revizijo, 2015);
- b) Slovenski poslovnofinančni standardi (Slovenski inštitut za revizijo, 2013);
- c) MSOV (Slovenski inštitut za revizijo, 2017).

Pri končnem določanju vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža pri vseh uporabljenih metodah ocene vrednosti uporabljam odbitek za netržljivost, ki upošteva izredno skromne promete, ki jih je v preučevanem preteklem obdobju beležilo trgovanje z delnico GSBG in na splošno Ljubljanska borza. Navkljub dejstvu, da gre za kotacijo delnice na

organiziranem trgu kapitala, predpostavljam, da je uporaba (sicer nizkega) odbitka smiselna za določitev vrednosti.

3 VREDNOTENJE LASTNIŠKEGA KAPITALA LASTNIKA V DRUŽBI GEA D.D.

3.1 Predstavitev ocenjevanega podjetja

Osnovni podatki podjetja GEA d.d.:

- sedež: Trg Svobode 3, Slovenska Bistrica;
- šifra dejavnosti: 10.410 Proizvodnja olja in maščob;
- matična številka: 5048621000;
- davčna številka: SI23485795;
- osnovni kapital: 3.981.895,28 EUR;
- število izdanih delnic: 1.254.960;
- oznaka delnice na Ljubljanski borzi: GSBG;
- število zaposlenih (stanje na 31.12.2016): 95.

Družba GEA d.d. se ukvarja s proizvodnjo olja in drugih maščob. Je vodilna slovenska oljarna v Sloveniji, njene korenine pa segajo v leto 1904, ko je bilo ustanovljeno podjetje za proizvodnjo bučnega olja. Danes je družba GEA d.d. prisotna predvsem na slovenskem trgu oljarstva kot delniška družba, ki posluje v skladu z mednarodnima standardoma ISO 14001 in IFS (angl. *International Food Standard*). Podjetje posluje v skladu s sistemom HACCP, ima tudi registracijo FDA (GEA d.d., O Tovarni olja Gea, 2017b).

Podjetje proizvaja in trži izdelke pod uveljavljenimi blagovnimi znamkami Gea, Zvezda, Cekin in Sončni cvet. Glavni proizvodi so rastlinska olja, majoneze, solate, omake, ocvrta čebula in semena. Svoj program tržijo, kot že zgoraj omenjeno, pod lastnimi blagovnimi znamkami in tudi pod drugimi trgovskimi blagovnimi znamkami. Na domačem trgu ima podjetje GEA d.d. večinski tržni delež, izziv pa so tudi tuji trgi, kamor se s svojimi prodajnimi aktivnostmi prav tako usmerja (Evropska unija: Hrvaška, Italija, Nemčija; jugovzhodna Evropa: Kosovo, Bosna in Hercegovina; ostali svet: predvsem Rusija, Kanada, Gruzija) (GEA d.d., 2017a).

Družba GEA d.d. je v letu 2016 približno 80 % prihodkov ustvarila na domačem trgu, 20 % pa na tujih trgih. Okoli 90 % izvoza so predstavljali trgi EU (zlasti Hrvaška, Italija, Nemčija), 6 % izvoza so predstavljali trgi ostalih držav (predvsem Rusija, Kanada, Gruzija), preostanek 4 % pa jugovzhodna Evropa, zlasti izvoz na Kosovo in v Bosno in Hercegovino (v nadaljevanju BIH). Hrvaška je tudi v letu 2016 ostala najpomembnejša

izvozna partnerica, saj je predstavljala skoraj polovico vsega izvoza oziroma 10 % prihodka od prodaje.

GEA d.d. je s 100 % lastniškim deležem nadrejena družba odvisnemu podjetju ULJARA GEA&ABA d.o.o., BIH. Podrejena družba ne izpolnjuje pogoja, da bi jo vključili v konsolidacijo, ker to ni pomembno za resničen in pošten prikaz poslovanja. Družba GEA d.d. ne pripravlja konsolidiranih finančnih izkazov (GEA d.d., 2017a).

Skupno število delnic je bilo 1.254.960 navadnih kosovnih delnic, vse pa so imele enake pravice oziroma delež v osnovnem lastniškem kapitalu ocenjevanega podjetja, z enako glasovalno pravico in pripadajočim zneskom v osnovnem kapitalu. Število lastnih delnic, ki jih je na 31.12.2016 posedovalo podjetje GEA d.d., je 44.211 delnic. Največji delničar pa je DUTB, d.d., ki je lastnik 230.285 delnic (GEA d.d., GEA d.d. za leto 2016, 2017a).

3.2 Analiza tržnega okolja in konkurence

Stabilno makroekonomsko okolje je ključnega pomena za hitrejšo krepitev dejavnikov konkurenčnosti, vzdržno gospodarsko rast in ustvarjanje novih delovnih mest.

3.2.1 Makroekonomska analiza Slovenije

Predkrizna leta so na temelju uspešnega izvoza in velikega domačega povpraševanja, podprtega s pomočjo financiranja bank, omogočala visoke stopnje rasti bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) Slovenije. Prihod gospodarske krize v letu 2008 je gospodarstvo močno prizadel. Urad za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR) navaja, da Slovenija, po poslabšanju v krizi, zadnja leta ponovno napreduje na področju gospodarskega razvoja in blaginje prebivalstva, manjši so tudi pritiski na okolje. Po krizi se od leta 2014 gospodarska slika izboljšuje, obnovilo se je dohitevanje gospodarsko razvitejših držav. Kljub rastoči gospodarski aktivnosti so se v zadnjih letih ohranila ugodna gibanja ključnih okoljskih kazalnikov (UMAR, 2017b).

Zaostanek za gospodarsko razvitostjo in življenjskim standardom povprečja Evropske unije (v nadaljevanje EU) pa je zaradi precejšnjega upada bruto domačega proizvoda v krizi še precej višji, kot je bil pred krizo (UMAR, 2017). Ključna priporočila UMAR (2017a) so, da morajo biti za nadaljnje izboljševanje blaginje prebivalstva prednostna področja ukrepanja usmerjena v:

- dvig produktivnosti z učinkovito uporabo tehnološkega napredka in znanja;
- celovite prilagoditve spremenjeni demografski strukturi prebivalstva, zlasti na področju trga dela in migracijske politike, sistemov socialne zaščite, izobraževanja in usposabljanja, prilagajanja delovnih procesov, spodbujanja zdravega načina življenja ter bivalnih razmer in prometne ureditve;

- hitrejši prehod v zeleno gospodarstvo s spremembo današnjih modelov proizvodnje in potrošnje v bolj trajnostne oblike;
- povečanje učinkovitosti države in njenih institucij za podporo in spodbujanje razvoja.

3.2.1.1 Bruto domači proizvod

Po relativno hitri gospodarski rasti v prejšnjem desetletju se je v krizi močno zmanjšal BDP Slovenije, ki je močno omajal gospodarsko stabilnost in negativno vplival na blaginjo. Od leta 2014 se gospodarski položaj izboljšuje, obnovilo se je dohitevanje gospodarsko razvitejših držav. Okrevanje je omogočilo izboljševanje materialnega položaja prebivalstva.

BDP, kot eden glavnih ekonomskih pokazateljev stanja gospodarstva, se je leta 2016 povečal tretje leto zapored in se že zelo približal predkrizni ravni. Po podatkih Statističnega urada RS (v nadaljevanju SURS) je Slovenija v letu 2016 dosegla 2,5 % rast BDP (SURS, b.l.). Tuje povpraševanje je s hkratnim izboljšanjem konkurenčnosti izvoznikov omogočilo razmeroma visoko rast izvoza. V domačem okolju se je v tem obdobju precej zmanjšala negotovost, k čemur so pomembno prispevali ukrepi ekonomske politike, zlasti sanacija bančnega sistema in postopno izpolnjevanje zavez na fiskalnem področju, kar je izboljšalo percepcijo Slovenije na finančnih trgih. Dobri izvozni rezultati so se v takšnem okolju postopoma prelili v izboljševanje razmer tudi v segmentih gospodarstva, usmerjenih na domači trg.

V obdobju od leta 2014 do leta 2016 je Slovenija beležila skupno 8,1 % rast BDP, prav tako se rast v višini 3 % predvideva tudi v letu 2017 (IMF, Slovenia: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission, 2017).

Napoved gospodarskih gibanj je, da bo rast BDP v letu 2017 še nekoliko intenzivnejša – znašala naj bi celo 3,6 %. (UMAR, 2017a).

3.2.1.2 Investicije in varčevanje

Ob izvozu se postopoma krepi domača potrošnja. V letu 2016 je zasebna potrošnja porasla, sočasno se je v zadnjih dveh letih okrepila tudi državna potrošnja. Zasebna potrošnja se v Sloveniji povečuje od leta 2014 in prispeva h gospodarski rasti.

Slovenija je bila leta 2016 v majhni skupini držav EU, kjer je BDP realno še zaostajal za predkrizno ravno. Končna potrošnja in zlasti izvoz sta to raven sicer že presegla, investicije pa so bile še znatno nižje kot leta 2008. Po podatkih SURS je Slovenija v letu 2016 dosegla 2,8 % rast končne potrošnje gospodinjstev. Bruto investicije v osnovna sredstva so bile leta 2016 za 40 % nižje kot leta 2008 (UMAR, 2017). Investicije, (so)financirane s strani države, so bile zaradi vladnih ukrepov varčevanja še nadalje močno

skrčene, podobno tudi druga investicijska sredstva za gospodarstvo. Podjetja za večje investicije v nove tehnologije niso imela finančnih virov, vzdrževala so samo obstoječe.

Kot že zgoraj omenjeno je bil BDP v preteklem letu 2016 še pod podkrizno ravnjo, kar se kaže v visokem presežku varčevanja nad investicijami, ki poleg izboljšane izvozne konkurenčnosti odraža predvsem obsežno razdolževanje podjetij in poslovnih bank od začetka krize (UMAR, 2017).

UMAR (2017a) v napovedi gospodarskih gibanj za leto 2017 navaja, da bo pospešitev rasti BDP v prihodnje predvsem posledica dinamike državnih investicij, ki so v letu 2016 močno upadle, in višje rasti potrošnje gospodinjstev.

3.2.1.3 Tujina

Gospodarstvo je moralo zaradi skromnih prihrankov iz predkriznih obdobj, kapitalske podhranjenosti in potrebe po refinanciranju obstoječih virov iskati nove vire, ki jih je našlo v tujini. S tem smo beležili rast finančnega stanja do tujine – neto finančna pozicija do tujine se, po močnem poslabšanju od začetka krize, od leta 2013 postopoma izboljšuje in približuje 35 % BDP. Konec leta 2016 je stanje mednarodnih naložb izkazovalo neto dolžniško pozicijo do tujine v višini 13,7 mrd. EUR ali 34,5 % BDP (leta 2008 39,4 % BDP), k izboljšanju glede na predkrizno leto je prispevalo povečanje finančnih imetij v tujini (za 7,5 mrd. EUR) ob sicer manjšem povečanju obveznosti do tujine (za 6,3 mrd. EUR), na relativno izraženo vrednost je pozitivno vplival tudi višji nominalni BDP. K porastu celotnih terjatev so v precejšnji meri prispevale naložbe v vrednostne papirje. Stanje imetij iz vrednostnih papirjev so najbolj povečale ostale finančne družbe, zavarovalne družbe in pokojninski skladi, in sicer v povezavi z višjimi donosi na mednarodnih finančnih trgih. K porastu celotnih imetij je prispevala tudi BS, ki je v skladu s programom nakupovanja vrednostnih papirjev javnega sektorja v evrskem območju kupovala tuje dolžniške vrednostne papirje (UMAR, 2017).

UMAR (2017a) tudi navaja, da se je v letu 2016 povečal tudi obseg ostalih naložb, na kar je večinoma vplival izrazit porast imetij gotovine in vlog v letu 2015. Država je do leta 2016 sredstva plasirala na račune v tujini in za vloge daljše od 6 mesecev dobivala pozitivne donose, v letu 2016 pa je zaradi manjše donosnosti začela dvigati vloge z računov v tujini in jih deponirati pri BS. Obseg slovenskih neposrednih naložb v tujini in finančnih derivativov sta v letu 2016 ostala približno na predkrizni ravni. Na povečanje skupnih obveznosti do tujine v primerjavi s predkriznim letom je vplivala predvsem rast obveznosti iz tujih naložb v vrednostne papirje in tujih neposrednih naložb v Sloveniji. Te so se povečale zaradi priliva lastniškega kapitala in zadolževanja slovenskih podružnic do matičnih podjetij v tujini. Dolg do tujih portfeljskih vlagateljev pa se je precej povečal z izdajo dolgoročnih državnih obveznic. Obveznosti iz ostalih naložb pa so bile konec leta 2016 precej pod ravnjo iz leta 2008 predvsem zaradi razdolževanja poslovnih bank, odliva

vlog nerezidentov iz slovenskih bank in znižanja obveznosti v okviru Evrosistema. Slovenija je precej pod ravno najbolj zadolženih držav evrskega območja.

3.2.1.4 Uvoz in izvoz

Stopnja mednarodne ekonomske integracije se po precejšnjem znižanju v letih 2008 in 2009 ponovno povečuje vse od leta 2010 dalje, predvsem na osnovi večje integracije menjave blaga v mednarodno trgovino. Ob hitrem okrevanju izvoza že sredi leta 2009 se je uvoz zaradi padca domače potrošnje več let krčil. Čeprav domača potrošnja v zadnjih letih ponovno raste, pa je še znatno pod predkrizno ravno, zato je tudi razkorak med obsegom izvoza in uvoza še vedno velik. Poleg znatno višje količinske rasti izvoza od uvoza je k temu od leta 2013 prispevalo tudi izboljševanje pogojev menjave zaradi upadanja cen energentov in surovin.

Izvoz, spodbujen z rastjo tujega povpraševanja in izboljševanjem konkurenčnega položaja, se je v letu 2016 povečal še nekoliko bolj kot leto prej. Napoved gospodarskih gibanj 2017 (UMAR, 2017a) pravi, da bo izvoz, v celotnem obdobju 2017–2019 izvoz še naprej ostal glavni dejavnik rasti gospodarske aktivnosti.

3.2.1.5 Inflacija

Cene življenjskih potrebščin so se po daljšem obdobju upadanja ob koncu leta 2016 zvišale, kar je bila predvsem posledica ponudbenih dejavnikov in deloma tudi zaradi nadaljnje krepitve povpraševanja. Med pretežno ponudbenimi dejavniki je rast cen nafte in surovin na svetovnih trgih prvič po dveh letih ustavila upadanje cen energentov in tudi vplivala na nadaljnjo rast cen nepredelane hrane. UMAR (2017a) ocenjuje, da je krepitev povpraševanja vplivala predvsem na rast cen storitev. Zvišale so se predvsem cene storitev, povezane s preživljanjem prostega časa, poleg tega pa tudi cene storitev, povezanih z vzdrževanjem stanovanj, komunalnih storitev, finančnih in poštnih storitev. Povečano domače trošenje pa se še ni odrazilo v cenah trajnega in poltrajnega blaga. Cene trajnega blaga so se ponovno znižale, po dveh letih skromne rasti so bile nižje tudi cene poltrajnega blaga.

Pri nas je inflacija v letu 2016 na letni ravni znašala 0,5 %, povprečna letna inflacija pa je bila negativna z -0,1 % (SURS, 2016). K letni inflaciji so največ prispevale višje cene hrane, k deflaciji pa so prispevale nižje cene oblačil in osebni avtomobili.

Gibanje cen decembra 2016 v primerjavi z decembrom 2015 je bilo po podatkih SURS naslednje:

- rast cen življenjskih potrebščin za 0,5 %;
- rast cen hrane za 1,6 %;

- padec cen olj in maščob za 0,4 %.

Gibanje cen v povprečju v letu 2016 in v primerjavi z letom 2015 je bilo:

- padec cen življenjskih potrebščin za 0,1 %;
- rast cen hrane za 0,8 %;
- rast cen olj in maščob za 1,0 %.

3.2.2 Razmere v svetu in njihov vpliv na poslovanje družbe GEA d.d.

Svetovni trg olja se je v zadnjih letih spopadal s trendi izjemnih cenovnih nihanj. Borzne cene surovih olj so v zadnjih treh letih cenovno precej nihale. Razlika med najnižjo in najvišjo borzno ceno v tem obdobju je znašala tudi do 35 %. (GEA d.d., 2017a). Na splošno so vzroki za rast cen tako oljnic, kakor tudi surovega rastlinskega olja različni – od podnebnih razmer, tekme med žitaricami in oljnicami za pridelovalne površine, vse večje porabe olja za namene predelave v energente (biodiesel), stanja svetovnih zalog surovine, rasti svetovne populacije, pa vse do borznih špekulacij s prehrambenimi surovinami.

Cene surovih olj so v letu 2016 glede na leto 2015 v povprečju narasle od 1 % do 7 %. Glede prihodnjih napovedi cen surovega rastlinskega olja vlada negotovost, nedvomno pa naj bi šel trend cen navzgor, kot do sedaj – kakor tudi cene ostalih surovin. Nabava osnovne surovine, to je surovega olja, je vezana izključno na tuji trg.

Podjetje GEA d.d. v svojem Letnem poročilu za leto 2016 (2017) navaja, da je padec tečaja rublja na ruskem trgu izredno podražil izdelke uvožene iz Evropske unije (v nadaljevanju EU), ki so postali skoraj luksuzne dobrine. Tudi olja podjetja GEA d.d., ki jih prodajajo ruskemu kupcu, pri tem niso bila izjema. Podjetje tudi navaja, da se je na trgu Bosne in Hercegovine ter Kosova srečevalo z nizkimi cenami olja konkurentov. Na hrvaškem trgu, ki predstavlja polovico njihovega izvoza, pa se odvijajo cenovna nihanja med trgovci, ki praktično delajo skoraj brez marže na rafiniranem sončničnem olju. Pritisk na nizke nabavne cene pri proizvajalcih iz tujine, kamor spada tudi GEA d.d., je zato izredno velik.

3.2.3 Analiza trga in konkurence

3.2.3.1 Analiza trga z vidika oljarske panoge

Oljarska panoga se v zadnjih letih sooča z velikimi nihanji borznih cen surovin. Cene surovih olj, kot osnovne surovine podjetja GEA d.d., so se proti koncu leta 2014 začele dvigovati predvsem zaradi neugodnega tečajnega razmerja med EUR in ameriškim dolarjem (v nadaljevanju USD). Trend naraščanja nabavnih cen se je nadaljeval do konca leta 2015, se nekoliko umiril v prvi polovici 2016, nakar so nabavne cene v zadnjem kvartalu leta 2016 spet izrazito porasle.

Povečano povpraševanje po hrani, ki ga ogreva dvig življenjskega standarda največjih držav (zlasti azijskih), rast prebivalstva na eni strani ter na drugi strani omejena možnost pridelave hrane zaradi omejenih pridelovalnih površin ter izjemnih vremenskih nihanj (suše, poplave, naravne katastrofe) – vse to bo tudi v bodoče narekovalo cene hrane. Na razvitih trgih je še vedno prisoten trend rasti povpraševanja po gensko nespremenjeni hrani. To pa nakazuje na dolgoročno cenovno stabilnost ali celo rast gensko nemodificiranih surovih olj ne glede na trenutne morebitne presežke ponudbe nad povpraševanjem.

Slovenski trg je sorazmerno majhen, z razmeroma nizkimi dohodki na prebivalca in z rastočim deležem izdatkov za življenjske potrebe. Trg olja je zrel oziroma zasičen, tako v Sloveniji, kot tudi v EU in se zato ne pričakuje povečanja potrošnje olja v prehranske namene. Manjša rast je možna v potrošnji olja za industrijske namene (živilsko predelovalna, farmacevtska, kozmetična in industrija barv in lakov) ter v tržnih nišah na tujih trgih (GEA d.d., 2017a).

3.2.3.2 Analiza dejavnosti s pomočjo Porterjevega modela

Porterjev model petih silnic, ponuja oceno tveganj, konkurenčnosti in privlačnosti dejavnosti proizvodnje olja in maščob. Dejavniki, ki podajajo tovrstno oceno, so za dejavnost oljarstva naslednji:

- tekmovalnost med obstoječimi podjetji, ki delujejo znotraj iste dejavnosti;
- vstop novih potencialnih konkurentov;
- pogajalska moč dobaviteljev;
- pogajalska moč kupcev;
- nevarnost zamenjave proizvodov (Porter, 2008).

Tekmovalnost med obstoječimi podjetji, ki delujejo znotraj dejavnosti: koncentracija na slovenskem trgu jedilnega olja je zaradi uveljavljenosti ekonomije obsega v dejavnosti oljarstva velika, zato je dejavnost zasičena in se nahaja v zreli fazi. Majhnost in zrelost trga silita proizvajalce, da razvijajo izdelke z visoko dodano vrednostjo ali pa iščejo tržne niše. Na razočaranje oljarjev pa so tovrstne možnosti v oljarski dejavnosti dokaj omejene. Kljub vsemu se trudijo zadržati doseženo zasedenost kapacitet in raven prodanih količin.

Tuja konkurenca je na slovensko tržišče večinoma vstopila po vstopu Slovenije v EU zaradi umika carinske zaščite. Med tujimi konkurenti se omenjajo VFI Wels, Unilever, Monini, Carapelli, Bianconi, Zvijezda, Podravka, Bimal, Sunce, Dijamant, Vital, Biser Oliva, Bunge Limited, Sanovio itd. Ti posegajo v tržni delež podjetja GEA d.d. preko različnih prodajnih kanalov in tudi industrije ter gastronomije. Pomembno konkurenco v kanalu trgovine predstavljajo seveda trgovske verige, ki s trgovskimi znamkami in agresivno politiko nizkih prodajnih cen odžirajo prodajo oljarjem (Mercator, Tuš, Spar,

Lidl, Hofer itd.). Poleg pa so tu potem še številni domači majhni oljarji, ki so razpršeni po celotnem območju Slovenije.

Ugotavljam, da je tekmovalnost med konkurenti intenzivna, vendar se spreminja skozi različna obdobja. Agresivno prevzemanje konkurenčnih tržnih deležev ni njihov edini cilj, saj se konkurenčna podjetja v zadnjem času bolj posvečajo ohranjanju zasedenih pozicij in notranjim procesom optimizacije poslovanja. Pomembnejši oljarski igralci, ki tvorijo večino slovenskega trga so tako družba GEA d.d., Unilever, Zvijezda ter Deoleo (preko svoje blagovne znamke Carapelli). Privlačnost dejavnosti oljarstva je zaradi tekmovalnosti nizka.

Vstop novih potencialnih konkurentov: ker gre pri oljarstvu za nizko tehnološko zahtevno dejavnost, zahtevnost organiziranja začetka procesa pridelave jedilnega olja ni pretežka. S tega vidika to ne predstavlja velike ovire za morebiten nov vstop. Je pa težaven proces prodaje končnemu potrošniku, saj so prodajne poti in kanali večinoma zasedeni. Trenutna koncentracija obstoječe konkurence je visoka, zato nov konkurent za vstop potrebuje ogromno kreativnosti in vloženega truda.

Že utrjene blagovne znamke, doseganje ekonomije obsega pri nabavi surovega olja, avansiranje nakupa surovega olja, relativno velike začetne investicije v infrastrukturo (stroji in tehnologija) za zagon proizvodnje ter neprilagodljivi donosi, so prav gotovo dodatni razlogi za odvrčanje vstopa novih konkurentov. Na podlagi omenjenih vidikov lahko dejavnost oljarstva ocenim z nizko do srednje privlačno. Podjetje GEA d.d. (2017a) v svojem letnem poročilu za leto 2016 navaja, da so bile aktivnosti konkurenčnih podjetij, ki prihajajo iz globalnih trgov v preteklem letu izjemno agresivne, v smislu dodatnega pridobivanja tržnega deleža v vseh segmentih poslovanja.

Pogajalska moč dobaviteljev: razmeroma nizka, zaradi veliko razpršenih oljarjev, ki so razpršeni po Sloveniji. Družbo GEA d.d. je potrebno zaradi njene velikosti in industrijskega tipa predelovalca olj gledati z drugačnega zornega kota, saj kupuje surova olja preko dobaviteljev, ki kupujejo surova olja na borzi – surova olja, kot strateška surovina, zajemajo slabih 80 % vseh proizvodnih stroškov ocenjevanega podjetja. Dejstvo pa je, da tudi tukaj ne moremo govoriti o visoki pogajalski moči dobaviteljev, saj se cene na borzi določajo na osnovi ponudbe in povpraševanja in ne na osnovi pogajalskih spretnosti posameznega deležnika na borzi, ki bi bil v tem primeru dobavitelj strateške surovine za družbo GEA d.d. S sklenitvijo pogodb z več dobavitelji hkrati, na daljši rok in fiksiranjem cen (terminske pogodbe), družba GEA d.d. znižuje pogajalsko moč dobaviteljem surovih olj.

Pogajalska moč kupcev: razmeroma visoka, zaradi zasičenosti trga. Ker je na trgu veliko ponudnikov jedilnih olj, imajo trgovci, še posebej pa velike trgovske verige v Sloveniji veliko izbire, s tem pa tudi veliko pogajalsko moč pri določanju pogojev in sprejemanju

odločitev, katera olja se bodo uvrstila na njihove prodajne police. Podjetje GEA d.d. ima pri tovrstnih pogajanjih boljši položaj zaradi svoje velikosti. Pomembno je tudi dejstvo, da lahko izmed slovenskih oljarjev le GEA d.d., zaradi svojih kapacitet proizvodnje, zapolni relativno velik potencialni prostor na prodajnih policah velikih trgovcev. Zato imajo trgovci kot kupci prav gotovo velik interes po medsebojnem sodelovanju. Tako kot pri dobaviteljih, tudi tukaj podjetje GEA d.d. ureja medsebojno sodelovanje s kupci na podlagi dolgoročnejših pogodb s čim bolj fiksno ceno ali vezavo cene na gibanje svetovnih cen osnovne surovine, to pa nekoliko zmanjšuje pogajalsko moč kupcem, ki sicer še vedno ostaja na razmeroma visokih ravneh. To zmanjšuje privlačnost dejavnosti oljarstva.

Nevarnost zamenjave proizvodov: jedilno olje je izdelek široke porabe. Z vidika zadovoljevanja potrošnikovih potreb se lahko zamenja tudi z živalskimi maščobami ali mastjo. Kot nekateri drugi enakovredni nadomestki olju se lahko uporabljajo maslo, margarina, kokosova mast ali celo avokado (Koren, Rozman, & Ocvirk, 2009).

Vsi zgoraj naštet izdelki so zlahka dostopni izdelki širše uporabe, vendarle pa sem mnenja, da bo jedilno olje še naprej ostalo na enakih ravneh uporabljivosti in koriščenja zaradi svoje razširjenosti in raznolikosti. Ocenjujem, da je nagnjenost končnega potrošnika k substituciji oziroma nadomeščanju olja z drugimi podobnimi izdelki nizka, kakovost slovenskih olj pa predstavlja zadostno jamstvo. Raven privlačnosti dejavnosti je zaradi omenjenih vidikov srednje do visoko privlačna.

3.2.3.3 Konkurenca

Družba GEA d.d. v svojem Letnem poročilu 2016 (2017a) navaja, da je bila v preteklem letu 2016 na prodajnih trgih izjemno agresivna konkurenca, ki prihaja iz globalnih trgov. Dejstvo je, da se na domačem trgu podjetje GEA d.d. srečujejo z vedno bolj skoncentrirano konkurenco, dejavnost pa je zrela in zasičena. Prostora za večje premike v tržnih deležih je malo.

Resnejša konkurenca v glavnem prihaja iz bližnjih držav: Hrvaške, Italije, Avstrije, Madžarske ter BIH. Ob vstopu Slovenije v EU se je zanimanje za slovenski trg za tuja podjetja izredno povečalo. Prišli so močni konkurenti, ki običajno izhajajo iz večjih konglomeratov prehranske industrije, zato mora podjetje GEA d.d. nenehno vlagati ogromno napora v raziskave in trženjske aktivnosti, če želi ohranjati in utrjevati svojo blagovno znamko in položaj na trgu. Majhnost in zasičenost trga silita v razvijanje produktov z dodano vrednostjo ter nenehno spogledovanje s tujino in pozornost na aktivnosti konkurence. Iskati je potrebno nove izdelke (specialna jedilna olja kot tržna niša), da si zanimiv za tuja tržišča. Razvojne možnosti za nove izdelke z dodano vrednostjo v oljarstvu so dokaj omejene.

Nekatera konkurenčna podjetja podjetju GEA d.d. so naslednji večji industrijski pridelovalci:

1. Bimal, BIH;
2. Biser Oliva, Luca Elenagroup, Bolgarija;
3. Bunge Limited, Združene države Amerike;
4. Deoleo, Španija;
5. Monini, Italija;
6. Sanovio, Madžarska;
7. Sunce, Dijamant, Banat fabrika ulja, Vital, Fabim – Napredak, Srbija;
8. Unilever, Velika Britanija;
9. VFI Wels, Winkelbauer, Ölmühle Pelzmann, Avstrija;
10. Zvijezda, Podravka, IPK Tvornica ulja Čepin, Hrvaška.

Z naštetimi podjetji si GEA d.d. konkurira na domačem in enem od tujih tržišč, na katerem so prisotni, ali pa celo na več tujih tržiščih. Področja konkuriranja so tako na prodajnih policah, kot tudi v industriji in gastronomiji.

V nadaljevanju predstavljam le nekatera konkurenčna podjetja, ki jih uporabim tudi pri izračunu vrednosti ocenjevanega podjetja z metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi.

Bimal d.d., Brčko: podjetje je eno največjih proizvajalcev jedilnega olja (sončničnega, sojinega in repičnega olja) v BIH in ima v lasti eno izmed najsodobnejših tovarn olja v regiji. Zaradi posledic vojne oljarna v devetdesetih letih in na prehodu v novo tisočletje ni obratovala, s proizvodnjo je začela šele v letu 2002, ko sta jo privatizirala avstrijski podjetji STUDEN & CO Holding in VFI Wels. Večinski lastnik konec leta 2016 je bil Seed Oil Holdings GmbH. Delnice podjetja so uvrščene na borzo v Sarajevu. Proizvodni asortiman tvorijo sončnično olje, olje oljne repice, sojino olje in proteinske tropine, ki se uporabljajo pri proizvodnji hrane za živali. Zaposlenih konec leta 2016 je bilo 222 (Bimal d.d. – O nas, 2017a; SASE, 2017).

V letu 2016 je Bimal ustvaril za več kot 193,4 mio konvertibilnih mark (v nadaljevanju BAM) (okoli 98,7 mio EUR) prihodkov od prodaje, kar je podjetju omogočilo 6,7 % rast prodaje glede na leto 2015. Ob tem je prav tako povečevalo tudi odhodke, katerih rast pa je bila vendarle za odtenek nižja kot na prihodkovni strani – znašala je 6,6 %. Pod črto je Bimal posloval pozitivno, čisti dobiček je bil v letu 2016 višji za 1,0 mio BAM (okoli 0,5 mio EUR). Profitne marže so bile pozitivne in glede na oljarsko dejavnost visoke. EBIT marža je znašala 6,6 %, EBITDA marža 8,2 %, neto profitna marža pa 4,27 % (Banka Slovenije, Mesečna tečajnica Banke Slovenije, b.l.a; Bimal d.d., 2017b).

Sredstva družbe so praktično ohranila enako raven kot v letu 2015, kar nakazuje na izboljšano gospodarnost Bimala. Obratni kapital je bil pozitiven v višini 29,4 mio BAM

(15 mio EUR) kar je zadoščalo tudi za pokrivanje dolgoročnih obveznosti v višini 23,9 mio BAM (12,2 mio EUR). Omenjeno tveganost podjetju znižuje. Lastniški kapital je ob koncu leta 2016 presegal stanje dolga, kar kaže na dobro kapitaliziranost. Kar polovico premoženja je družba namreč financirala z lastnimi viri, dolg v kapitalski strukturi pa je pokrival 40,8 %. Razmerje neto finančnega dolga glede na ustvarjeni EBITDA kot dodaten pokazatelj zadolženosti podjetja je znašal sprejemljivih 3,3 (Banka Slovenije, Mesečna tečajnica Banke Slovenije, b.l.a; Bimal d.d., 2017b).

Bunge Limited, New York: je eno izmed vodilnih globalnih podjetij na svetovnem tržišču in ima sedež v New Yorku. Ukvarjajo se z agroživilsko industrijo, proizvodnjo sladkorja in etanola, bioenergije, olja in maščob, margarine, majoneze, predelavo mlete pšenice, koruze in riža ter tudi s proizvodnjo gnojil za posevke. Glede na proizvedene količine predstavljajo olja dobrih 4,5 % celotnega proizvodnega asortimana (s tem zasedajo 3. mesto glede na segmentacijo, pri čemer z naskokom več kot 86 % predstavlja agroživilska industrija). Po prihodkih zaseda segment olj 2. mesto z okoli 16 % celotnih prihodkov (vodilna je agroživilska industrija, ki predstavlja 70 % celotnih prihodkov). Glede na doseženo prodajo so vodilni v prodaji pakiranega rastlinskega olja. Svoje olje prodajajo v severni Ameriki, južni Ameriki, Evropi in Aziji pod številnimi blagovnimi znamkami, tudi trgovskimi. Gre za podjetje z okoli 32.000 zaposlenimi po vsem svetu. Prisotni so globalno v več kot 40 državah, pokrivajo namreč severno Ameriko, južno Ameriko, jugovzhodno Azijo, Kitajsko, Indijo, Avstralijo, Afriko, Karibe ter Evropo. V Evropi (kot tudi drugod po svetu) so prisotni s hčerinskimi družbami, in sicer v Avstriji, na Finskem, na Madžarskem, v Franciji, Bolgariji, Nemčiji, Italiji, na Nizozemskem, na Portugalskem, na Poljskem, v Ukrajini, Španiji, Švici, Romuniji ter tudi Ruski federaciji. Delnice podjetja že več kot 15 let kotirajo na borzi v New Yorku (Bunge Limited – Kdo smo, 2017; New York Stock Exchange, 2017).

V letu 2016 je Bunge Limited ustvaril za 42,7 mrd USD (približno 39,9 mrd EUR) čistih prihodkov od prodaje, kar je predstavljalo podobno raven kot leto poprej ter kar 25,3 % padec glede na raven prihodkov iz leta 2014, ko je realizacija znašala 57,2 mrd USD (44,1 mrd EUR). Odstotni padec v EUR je zaradi izgube vrednosti USD v obdobju od leta 2014 do leta 2016 nekoliko nižji, znašal je 9,5 %. Kljub padanju prodaje pa je družba uspela povečevati čisti dobiček, ki je v letu 2014 znašal 517 mio USD (398,7 mio EUR), v letu 2015 790 mio USD (686,1 mio EUR) ter v letu 2016 767 mio USD (715,9 mio EUR). Stopnje pokritja so bile pozitivne, EBIT marža je znašala za leto 2016 2,7 %, EBITDA marža skoraj 4 %, EBT marža 2,3 %, neto profitna marža pa 1,8 % (Banka Slovenije, Dnevna tečajnica, b.l.b; Bunge Limited, 2017b).

Sredstva so glede na ostale konkurente znašala velikanskih 19,2 mrd USD (18,2 mrd EUR). Razmerje sredstev glede na kapital konec leta 2016 v višini 2,6 nakazuje na precejšen finančni vzvod oziroma financiranje poslovanja z drugimi (eksternimi) viri. Po drugi strani je dolg na presečni datum 31.12.2016 predstavljal 36,7 %, kar dejansko

pomeni, da je družba sredstva financirala tudi na račun povečanih poslovnih obveznosti. Neto finančni dolg je ustvarjeno EBITDA pokrival le v višini slabih 2, kar finančno tveganje družbi znižuje (Banka Slovenije, Dnevna tečajnica, b.l.b; Letno poročilo Bunge Limited, 2017b).

Deoleo S.A., Madrid: glavna aktivnost podjetja je priprava, predelava in trženje oljnih (zlasti olivnih in sončničnih olj) ter drugih prehranskih in rastlinskih živil pod različnimi blagovnimi znamkami, kot na primer Carbonell, Carapelli, Bertolli, Koipe, Sasso itd. Podjetje z okoli 700 zaposlenimi deluje globalno, saj je s svojimi hčerinskimi družbami prisotno praktično po celotni Evropi, severni in srednji Ameriki, Braziliji, Aziji, Afriki ter Avstraliji. Največji lastniki podjetja so CVC Capital Partners Ltd. (50,0 %), Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería (10,1 %), CaixaBank SA (4,99 %) in Kutxabank SA (4,84 %). Delnice družbe kotirajo na borzah v Madridu, Bilbau, Valencii in Barceloni (Deoleo S.A. – Predstavitev, 2017a; Deoleo S.A. – Rastlinska olja, 2017b; Deoleo SA, (b.l.).

Prihodki podjetja so v letu 2014 znašali 0,77 mrd EUR, v letu 2015 0,82 mrd EUR, v letu 2016 pa so bili nekoliko nižji v višini 0,70 mrd EUR. Deoleo je v letu 2016 zabeležil znaten napredek glede na leto 2015, EBITDA je dosegla rast za 29,7 % in je znašala 46,1 mio EUR (EBITDA marža je znašala 6,6 %). Posebej grede pri tem zasluge uspešno izvedenim aktivnostim na južnih trgih Evrope. EBIT je znašal 25,8 mio EUR. Kljub temu pa je Deoleo poslovno leto 2016 zaključil z izgubo v višini -179,4 mio EUR. Razloge za to gre iskati v nepredvidenih spremembah davčne regulative (ocenjeni doprinos k izgubi v višini -53,3 mio EUR), nekaterih neponavljajočih dogodkih (ocenjeni doprinos k izgubi -33,6 mio EUR) ter izvedbi oslabitev z nastopom novega posloводства (ocenjeni doprinos k izgubi -96,3 mio EUR) (Deoleo S.A., 2017c).

Sredstva Deolea so na 31.12.2016 znašala 1,1 mrd EUR, kar je približno 0,3 mrd EUR manj kot ob koncu leta 2015. Nižje je bilo tudi stanje lastniškega kapitala, ki je na 31.12.2016 znašal 0,33 mrd EUR. Družba je svoja sredstva intenzivno financirala z dolgom, ki je v seštevku kapitala in dolga predstavljal 63,1 %. Neto finančni dolg je vendarle ostal na stabilnih ravneh v višini 533 mio EUR, kar je glede na stanje konec leta 2015 predstavljalo 1,5 % porast zadolženosti. Razmerje neto finančnega dolga glede na EBITDA je znašalo kar 11,6 (Deoleo S.A., 2017c).

Dijamant a.d., Zrenjanin: oljarna Dijamant a.d. je danes največji proizvajalec jedilnih olj in vodilni proizvajalec margarin, rastlinskih maščob, majonez in delikates v Srbiji. Skupina Dijamant je v letu 2016 tvorila skupino osnovnega podjetja skupaj s Kikindskim mlinom a.d. Največji lastnik v letu 2016 je bil Agrokor d.d. z 96,15 %. Delnice podjetja kotirajo na borzi v Beogradu. Zaposlenih konec leta 2016 je bilo 732 (Dijamant a.d. – Predstavitev, 2017a; Dijamant a.d., 2017b).

Dijamant je v letu 2016 ustvaril 20,6 mrd srbskih dinarjev (v nadaljevanju RSD) (168,3 mio EUR) čistih prihodkov od prodaje. Prodaja je bila višja od predhodnega leta za približno 33,2 %. Zaradi nekoliko višjih odhodkov iz poslovanja je bil EBIT v letu 2016 nižji od EBIT v letu 2015, znašal je 0,96 mrd RSD (7,8 mio EUR). Kljub temu je Dijamant leto 2015 zaključil v rdečih številkah, izguba je znašala -0,3 mrd RSD (-2,6 mio EUR) – ključni razlog je razvrednotenje postavk v kapitalu ob prodaji deleža, kar je podjetje knjižilo med izrednimi odhodki. Leto 2016 je bilo z vidika čistega poslovnega izida uspešnejše, saj je bil le-ta pozitiven v višini 0,7 mrd RSD (5,6 mio EUR). EBIT marža podjetja je v letu 2016 znašala 4,7 %, EBITDA marža 6,0 %, EBT marža 4,1 % in neto profitna marža 3,3 % (Banka Slovenije, Mesečna tečajnica Banke Slovenije, b.l.a; Dijamant a.d. – Predstavitev, 2017a; Dijamant a.d., 2017b).

Sredstva družbe so po stanju na 31.12.2016 znašala 20,2 mrd RSD (163,4 mio EUR) in so bila glede na stanje ob presečnem datumu predhodnega leta nižje za -12,8 %. Obveznosti družbe, ki so bile izključno kratkoročne, so konec leta 2016 predstavljale 41,1 %, lastniški kapital pa 58,8 %. Preostanek so sestavljale dolgoročne rezervacije. Iz omenjene strukture na pasivni strani je moč sklepati o dobri kapitaliziranosti podjetja, dolg glede na kapital je predstavljal 35,4%, dolg glede na kapitalsko strukturo pa dobro četrtno vsote kapitala in finančnega dolga. Količnik neto finančnega dolga in EBITDA je za leto 2016 znašal 3,1. Denarna sredstva so na 31.12.2016 v aktivih predstavljala 1,6 %, v čistih prihodkih od prodaje pa 1,5 % (Banka Slovenije, Mesečna tečajnica Banke Slovenije, b.l.a; Dijamant a.d. – Predstavitev, 2017a; Dijamant a.d., 2017b).

Sunce a.d., Sombor: dejavnost oljarne je proizvodnja in predelava jedilnega olja, proizvodnja margarine in majoneze ter proizvodnja embalaže za lastne potrebe. Oljarna se predvsem osredotoča na domače, srbsko tržišče. Največji štirje lastniki v letu 2016 so bili Akcijski fond RS (21,79%), Cesun agro d.o.o. (21,29%), Monus distribucija d.o.o. (21,29%) ter Invej a.d. (20,61%). Delnice podjetja kotirajo na borzi v Beogradu. Zaposlenih konec leta 2011 je bilo 178 (Beograjska borza, 2017; Centralni Register Srbije, 2017; Sunce a.d. – Predstavitev, 2017b; Sunce a.d., 2017a).

Čisti prihodki od prodaje so za leto 2015 znašali 1,2 mrd RSD (približno 9,8 mio EUR), v letu 2016 pa 2,4 mrd RSD (približno 19,9 mio EUR). Pri tem je Sunce zabeležilo negativen EBIT tako v letu 2015 kot tudi letu 2016. V letu 2016 je bil EBIT vendarle nekoliko manj negativen, izguba iz poslovanja je znašala -6,4 mio RSD (-0,05 mio EUR). Družba je sicer tudi gledano za celotno poslovanje ustvarila izgubo, čista izguba pa se je, tako kot EBIT, drastično znižala. V letu 2016 je znašala -21,2 mio RSD (-0,17 mio EUR). Z vidika marž je bila le EBITDA marža pozitivna zaradi vpliva amortizacije – za leto 2016 je znašala 2,1%, ostale stopnje pokritja pa so bile negativne (Banka Slovenije, Mesečna tečajnica Banke Slovenije, b.l.a; Sunce a.d. – Predstavitev, 2017b; Sunce a.d., 2017a).

Bilančna vsota podjetja se je konec leta 2016 glede na leto poprej znižala za 1%, znašala pa je 1,6 mrd RSD (12,8 mio EUR). Kapitaliziranost podjetja je bila dokaj solidna, kapital je na 31.12.2016 pokrival skoraj polovico aktive. Zadolženost je bila z vidika razmerja dolga v kapitalu 87,9 % visoka, prav tako pa je bilo visoko tudi razmerje med finančnim dolgom in EBITDA (13,0). Količnik obratne likvidnosti je bil soliden v višini skoraj 1,7, kar pomeni, da so kratkoročna sredstva presegala kratkoročne obveznosti za skoraj 70% (Banka Slovenije, Mesečna tečajnica Banke Slovenije, b.l.a; Sunce a.d. – Predstavitev, 2017b; Sunce a.d., 2017a).

Zvijezda d.d., Zagreb: podjetje zaseda s svojimi blagovnimi znamkami Zvijezda, Margo in Omegol Zvijezda sam vrh hrvaškega prehrabenega prostora, kjer je prisotno že več kot 90 let in je vodilni proizvajalec jedilnega olja na Hrvaškem. Veliko pozornost posveča izvoznim tržiščem, kjer ima tako kot na Hrvaškem nameščene distribucijske centre (Slovenija in BIH). Prodajajo tako lastne blagovne znamke kot tudi trgovske blagovne znamke. Na domačem trgu ustvarijo večino prihodkov, preostanek predstavlja izvoz predvsem v Slovenijo in BIH. Število zaposlenih je bilo konec leta 2016 685. Večinski lastnik je Agrokor d.d. (51,84 %), sledi Republika Hrvaška (16,95 %), Euroherc osiguranje d.d. (13,07 %) ter ostali delničarji. Podjetje kotira na borzi v Zagrebu. Zvijezda d.d. je imela leta 2016 v lastništvu hčerinske družbe Sojara d.d., Zadar, Zvijezda d.o.o., Sarajevo in Zvijezda d.d., Ljubljana (Zvijezda d.d. – Predstavitev, 2017a; Zagrebska borza, 2017).

Zvijezda je v letu 2016 dosegla 0,9 mrd HRK (116,6 mio EUR) čistih prihodkov od prodaje, kar je predstavljalo 2 % upad glede na leto poprej. EBIT je znašal 36,6 mio HRK (4,8 mio EUR), EBITDA 60,9 mio HRK (8,0 mio EUR), dobiček po davkih pa 30,3 mio HRK (4,0 mio EUR). EBIT marža je znašala 4,1 %, EBITDA marža 6,9 % in neto profitna marža 3,4 % (Banka Slovenije, Dnevna tečajnica, b.l.b; Zvijezda d.d., 2017b).

V skupnem obsegu sredstev v višini 1,5 mrd HRK (202,8 mio EUR) so kratkoročna sredstva predstavljala dobro polovico. Obratni kapital podjetja je na 31.12.2016 znašal 275,6 mio HRK (36,5 mio EUR) in je za 2,6-krat presegal dolgoročne obveznosti, kar znižuje tveganje Zvijezde. Zadolženost podjetja je bila konec leta nizka, dolg je v kapitalski strukturi predstavljal le dobro petino. Razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom je znašalo vsega 27,5 %. Kazalnik razmerja neto finančnega dolga in EBITDA je za leto 2016 kazal nekoliko drugačno stanje – omenjeno razmerje je znašalo 4,1, kar kaže na relativno visoko zadolženost podjetja. Po nekaterih kriterijih se kot sprejemljivo razmerje med neto finančnim dolgom in EBITDA smatra raven količnika v višini 5,0 (Banka Slovenije, Dnevna tečajnica, b.l.b; Zvijezda d.d., 2017b).

Dobršen del slovenskega oljarskega trga odžirajo trgovske verige (Mercator, Tuš, Spar, Lidl, Hofer, Leclerc itd.), v tujini so to seveda tudi druge trgovske verige (še nekoliko večje in finančno močnejše, kot našete). Ponujajo jedilna olja in druge prehrabene dodatke, kot so na primer majoneze, margarine in preliv praktično za vsako priložnost,

zato so v prodajnih segmentih izredno močni. Z agresivno politiko nizkih prodajnih cen ter dobrim pozicioniranjem svojih znamk na lastnih prodajnih policah pomembnost in vloga trgovskih verig vse bolj rasteta. Še enkrat velja poudariti, da v kanalu slovenske trgovine brez diskontov olja trgovskih znamk predstavljajo približno 50 % količinski in 40 % vrednostni tržni delež.

Nenazadnje pa je potrebno upoštevati tudi številne majhne domače oljarje, ki so razpršeni po celotnem območju Slovenije. Tudi v tujini je seveda takšnih pridelovalcev ogromno, z njimi pa se mora podjetje GEA d.d. boriti za prodajne deleže v nišnih segmentih (specialna olja).

3.3 Finančna analiza poslovanja ocenjevanega podjetja

Finančna analiza podjetja GEA d.d. je namenjena oblikovanju izhodišč za izračun vrednosti lastniškega kapitala podjetja. Potrebna je bila ocena sposobnosti ocenjevanega podjetja kot celote ustvarjati dobiček in denarni tok ter ocena tveganja, ki je povezana z generiranjem omenjenih finančnih kategorij. Te informacije pri finančni analizi sem pridobila iz izkazov poslovanja družbe GEA d.d. za leta 2007 do vključno 2016 (pri tem sem, kjer je bilo potrebno, uporabila tudi podatke iz leta 2006).

Računovodski izkazi so bili revidirani s strani revizijskih družb in so po revizorskem mnenju v vseh pomembnih pogledih pošteno odražali finančni položaj družbe GEA d.d. po stanjih na dan 31.12. posameznega leta ter poslovni izid in denarne tokove za našeta obračunska leta v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi.

Finančna analiza temelji na poslovnih poročilih podjetja GEA d.d., ki so skladna z revidiranimi računovodskimi izkazi. Sestavljena je iz analize izkaza vseobsegajočega donosa, analize bilance stanja, predstavitve izkaza denarnih tokov ter analize kazalnikov. Prikazana je v tekočih cenah, tako z vidika uspešnosti poslovanja, kot tudi z vidika premoženja in financiranja. Da bi pridobila nekatera dodatna spoznanja, sem izdelala še analizo čistega obratnega kapitala, vključujoč podatke od leta 2007 do vključno leta 2016.

3.3.1 Analiza izkaza poslovnega izida

Izkazi poslovnega izida so prikazani v Prilogi 1 in Prilogi 2.

Čisti prihodki od prodaje so skozi obdobje od leta 2007 do leta 2016 nihali. Najvišji so bili v letu 2008, ko so znašali skoraj 37,0 mio EUR. Zares visoki so bili potem spet šele v letu 2011, ko so znašali 32,1 mio EUR. Leta 2016 so presegli 24,5 mio EUR. Nihanje je bilo v veliki meri povezano tudi z gibanjem svetovnih cen surovega olja. Surova olja so borzni artikel. Ponudnikov je na prostem trgu relativno malo, kar pomeni manjšo konkurenco in večjo odvisnost od večjih ponudnikov.

Tudi pri podjetju GEA d.d. vidimo v proučevanem obdobju pozitivno povezavo svetovnih cen osnovne surovine in čistih prihodkov od prodaje. V letih, ko so cene surovega rastlinskega olja padale, so padali tudi čisti prihodki od prodaje ocenjevanega podjetja, z manjšim zamikom; nasprotno je bilo v letih rasti cen surovega olja, ko so z rastjo cen rasli tudi čisti prihodki od prodaje. Rekordne cene v letu 2007 so v letih 2008 in 2009 nekoliko padle, vseeno pa je prodaja v letu 2008 beležila rekordno raven na račun nekoliko zamaknjene vpliva cen iz leta 2007.

V vseh preučevanih letih je približno 86 % celotne dosežene prodajne vrednosti dosegala prodaja na slovenskem trgu, največ v letu 2009, ko je domači trg predstavljal 95,2% celotnih čistih prihodkov od prodaje. Prodaja družbe GEA d.d. je bila vseskozi intenzivno usmerjena v domače okolje.

Gledano med letoma 2007 in 2016 so čisti prihodki od prodaje padali letno v povprečju za 1,0 %. GEA d.d. se je tudi v letu 2016 na vseh trgih poslovanja soočala s spremenjeno strukturo nakupnih navad. Potrošniki pri nakupih prehajajo na cenejše blagovne znamke. Na prodajnih trgih je bila izjemno agresivna konkurenca, ki prihaja iz globalnih trgov. Podjetje GEA d.d. je v letu 2014 doseglo 27,3 mio EUR, v letu 2015 25,2 mio EUR in v letu 2016 24,5 mio EUR čistih prihodkov od prodaje. Pri tem je povprečna letna stopnja rasti znašala -1,0 %, povprečje letnega prirasta (leto na leto) v čistih prihodkih od prodaje pa je bilo pozitivno, in sicer v višini 1,5 %.

Prihodki na domačem trgu so bili v letu 2016 glede na predhodno leto 2015 nižji za 3,8 %. Nadaljevala se je proizvodnja trgovskih blagovnih znamk, ki sicer dviguje proizvodnjo, na drugi strani pa zmanjšuje ali odnaša dobiček posameznim skupinam proizvodov.

Prihodki na tujem trgu v letu 2016 so se glede na leto 2015 znižali za 4,6 % in so znašali 19,9 % doseženih prihodkov od prodaje. V strukturi izvoza se je povečala prodaja na področju jugovzhodne Evrope, predvsem v BIH.

Na odhodkovni strani so ključno postavko predstavljali stroški blaga, materiala in storitev, predvsem nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala, ki so leta 2014 predstavljali 85,8 %, leta 2015 86,4 % in leta 2016 87,2 % čistih prihodkov iz poslovanja. V večjem delu gre za stroške nabave surovega olja, ki je osnovna surovina pri predelavi. Na ceno surovega olja podjetje GEA d.d. nima vpliva, z uporabo terminskih finančnih pogodb pa se poskuša pred negativnimi vplivi varovati.

Kot del poslovnih odhodkov so se pojavljali tudi odpisi vrednosti. Amortizacija se je v obdobju od leta 2007 do vključno leta 2016 gibala v višini med 1,0 mio EUR in 0,7 mio EUR, kar je predstavljalo dobrih 3 % doseženih čistih poslovnih prihodkov. Zaradi zniževanja osnovnih sredstev se je postopno amortizacija zniževala, zato je opaziti postopen upad do prej navedene ravni 0,7 mio EUR.

Skupaj so odhodki iz poslovanja korelirali s poslovnimi prihodki, njihova višina je sledila obsegu zabeležene prodaje (in obratno).

Poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi in davki (v nadaljevanju EBIT) je bil v letih 2007, 2012 in 2015 negativen, v preostalih letih je bila razlika med poslovnimi prihodki in odhodki pozitivna. Poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo, obrestmi in davki (v nadaljevanju EBITDA) je bil tako kot EBIT v letu 2007 negativen, nato pa vsa leta zaradi vpliva amortizacije pozitiven. V letu 2016 je znašal okoli 0,7 mio EUR. Razlog za negativen EBIT in EBITDA v letu 2007 leži v rekordno visokih cenah surovega olja, kot osnovnega stroška pri nabavi. Prav tako je razlog v ukinjanju nerentabilnih programov povezanih z Oljarico Kranj d.d. (GEA d.d., 2008).

Čisti poslovni rezultat je bil negativen za leto 2007, znašal je -1,2 mio EUR. V naslednjih letih, ko se je zamenjalo tudi vodstvo ocenjevanega podjetja, pa je podjetje GEA d.d. beležilo čisti dobiček, najvišjega v letu 2009, ko je znašal preko 2,0 mio EUR. V zadnjem letu analiziranega obdobja, v letu 2016, je podjetje poslovalo s čistim dobičkom v višini 0,2 mio EUR.

3.3.2 Analiza bilance stanja

Bilance stanja podjetja so prikazane v Prilogi 4, v nadaljevanju povzemam ugotovitve. Bilančna vsota družbe GEA d.d. je znašala v proučevanem obdobju v povprečju okoli 19,0 mio EUR. Konec leta 2016 je znašala bilančna vsota slabih 14,9 mio EUR. Večji del tega premoženja so predstavljala kratkoročna sredstva, ki so bila absolutno gledano najnižje prav v letu 2016, in sicer okoli 9,6 mio EUR, najvišje pa v letu 2011, okoli 12,8 mio EUR. Stanje dolgoročnih sredstev je bilo najvišje leta 2007 z okoli 8,5 mio EUR in najnižje preteklo leto 2016 s slabimi 5,3 mio EUR. V zvezi z dolgoročnimi sredstvi je moč opaziti izrazit negativen trend upadanja presečnega stanja ob koncu posameznega leta.

Najpomembnejši del dolgoročnih sredstev so predstavljala opredmetena osnovna sredstva, sem pa so bila uvrščena zemljišča, zgradbe, stroji in oprema. Največji del opredmetenih osnovnih sredstev so predstavljale proizvodne naprave in stroji, za njimi pa zgradbe. Najnižji delež so predstavljali predujmi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev.

Dolgoročna finančna naložba v podjetje v skupini se nanaša na družbo ULJARA GEA&ABA d.o.o., BIH. Gre za podjetje, ki se ukvarja z mreženjem in distribucijo na področju BIH in ne s proizvodnjo (predstavništvo ocenjevanega podjetja). Podjetje GEA d.d. od leta 2005 dalje obvladuje 100% delež omenjene bosanske družbe. Kapital odvisne družbe je bil v letu 2016 negativen in je znašal -11.776 EUR. Družba je v letu 2016 poslovala z dobičkom v višini 3.509 EUR (GEA d.d., 2017a). Pomembnejše dolgoročne finančne naložbe so bile kapitalska naložba v višini 12.962 EUR v Gorenjsko banko d.d.,

kapitalska naložba v Deželno banko Slovenije d.d. v višini 170.853 EUR in kapitalska naložba v Petrol d.d. v višini 39.975 EUR.

Kratkoročne poslovne terjatve, kot najpomembnejša postavka kratkoročnih sredstev ocenjevanega podjetja, so bile konec leta 2016 najnižje vse od leta 2007. Njihov najpomembnejši del tvorijo terjatve do kupcev. Terjatve do kupcev v državi so bile po stanju na dan 31.12.2016 v višini 1.166.932 EUR zapadle. Nezapadle terjatve do kupcev v državi so po stanju na dan 31.12.2016 znašale 3.312.222 EUR. Vse terjatve do kupcev v državi so zavarovane pri zavarovalnici Coface SA Niederlassung Austria. Terjatve do kupcev v tujini so bile na 31.12.2016 v višini 275.437 EUR zapadle. Terjatve, ki na dan bilance stanja še niso zapadle v plačilo, so bile v višini 502.985 EUR. Vse terjatve do kupcev v tujini so zavarovane pri SID – Prva kreditna zavarovalnica d.d. (GEA d.d., 2017a).

V primerjavi z zneskom zapadlih terjatev po stanju konec leta 2016 velja predstaviti tudi zneske predhodnih let. Konec leta 2007 so znašale zapadle terjatve 1.015.299 EUR, konec leta 2008 2.635.872 EUR, konec leta 2009 2.996.366 EUR, konec leta 2010 2.235.368 EUR, konec leta 2011 1.343.813 EUR, konec leta 2012 1.600.982 EUR, konec leta 2013 2.121.414 EUR, konec leta 2014 2.012.468 EUR ter konec leta 2015 2.203.012 EUR. Glede na predstavljeno skupna raven zapadlih terjatev na 31.12.2016 v višini 1.442.369 EUR ne predstavlja problematične ravni, saj se nahaja v okviru ravni, ki so značilne za podjetje GEA d.d. od leta 2007 naprej (GEA d.d., 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

Zaloge, kot druga najpomembnejša postavka kratkoročnih sredstev, so konec leta 2016 znašale 3,7 mio EUR in predstavljale 25 % delež bilančne vsote podjetja.

Zaradi pozitivnega poslovanja se je kapital plemenitil, v letu 2016 se je njegov delež v virih financiranja povečal na visokih 78,3 %.

Dolgoročnih obveznosti podjetje GEA d.d. v zadnjih letih ni imelo, prav tako so bile tudi vse kratkoročne obveznosti precej nižje v zadnjem letu 2016 glede na pretekla leta, predvsem zaradi poplčila kratkoročnih finančnih obveznosti do bank. Kratkoročne obveznosti so konec leta 2016 predstavljale slabo tretjino kratkoročnih obveznosti konec leta 2007, znašale so 2,4 mio EUR in so bile na najnižji ravni v preučevanem obdobju. Zadolženost ocenjevanega podjetja se je skozi obdobje analize zmanjšala, dolgoročnih finančnih obveznosti podjetje od vključno leta 2008 naprej ni imelo. Kratkoročne finančne obveznosti so v povprečju obdobja od leta 2007 do leta 2016 (po stanjih ob koncu posamičnega leta) glede na bilančno vsoto predstavljale relativno nepomemben delež.

Kratkoročne poslovne obveznosti so bile v veliki meri poslovne obveznosti do dobaviteljev. Povprečna vrednost le-teh je bila skozi proučevano obdobje 10 let približno 3,0 mio EUR, na dan 31.12.2016 so znašale 2,4 mio EUR in so bile v celoti nezapadle.

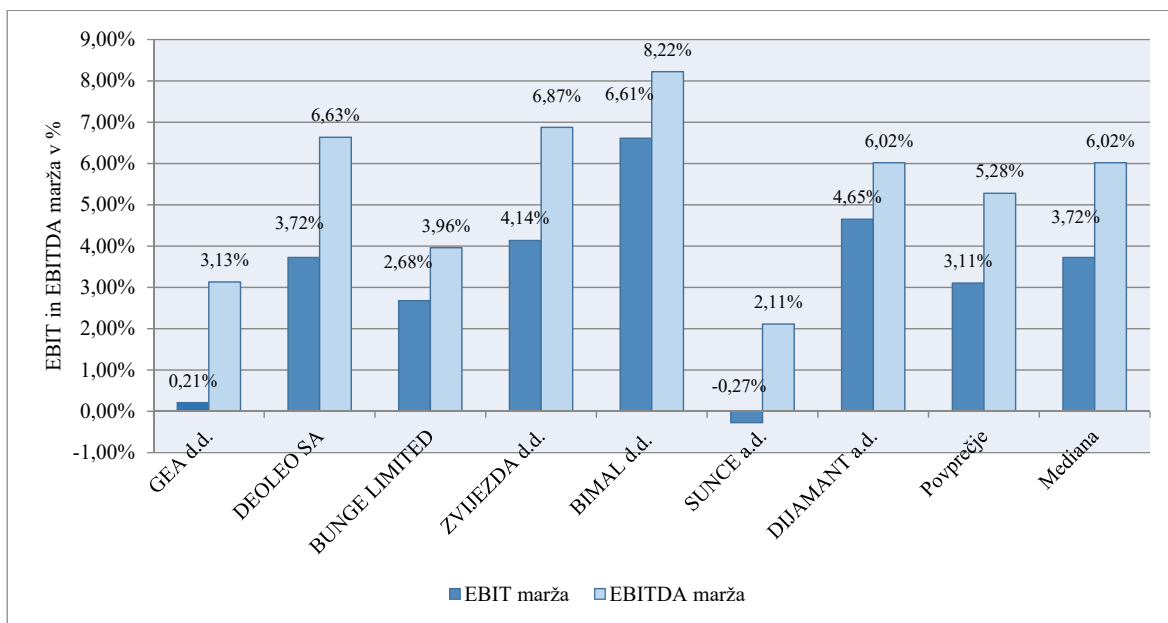
Dolgoročni viri vključno s trajnim kapitalom na pasivni strani bilance stanja so zadoščali za pokritje dolgoročnih sredstev in jih celo presegali, kar pomeni, da je podjetje z dolgoročnimi viri pokrivalo tudi del kratkoročnih sredstev. To in dejstvo, da je že lastniški kapital po stanjih konec vseh let preučevanega obdobja, pokrival dolgoročna sredstva, kaže na nizko tveganje v zvezi s financiranjem aktive.

Izvenbilančne evidence se nanašajo na premično in nepremično premoženje, ki se nahaja v družbi GEA d.d. in je v lasti drugih pravnih oseb, na izdane garancije za zavarovanje obveznosti in neizkoriščen del okvirnega kredita odobrenega pri bankah. V letu 2016 je izvenbilanca obsegala okoli 10,6 mio EUR.

3.3.3 Analiza kazalnikov

Pri analizi kazalnikov se ukvarjam s petimi bistvenimi skupinami kazalnikov, ki kažejo podrobnejši vpogled v poslovanje in uspešnost ocenjevanega podjetja.

Slika 2: Primerjava stopenj pokritja ocenjevanega podjetja s konkurenco v letu 2016



Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; Bimal d.d., Finančni izkazi za leto 2016, 2017b; Bunge Limited, Letno poročilo podjetja Bunge Limited za leto 2016, 2017b; Deoleo S.A., Letno poročilo Deoleo S.A. za leto 2016, 2017c; Dijamant a.d., Letno poročilo Dijamant a.d. za leto 2016, 2017b; Sunce a.d., Letno poročilo podjetja Sunce a.d. za leto 2016, 2017a; Zvijezda d.d., Finančni izkazi za leto 2016, 2017b; lastni izračuni.

Z vidika dobičkonosnosti je bilo najbolj uspešno leto 2009. V tem letu so bili absolutno najvišje tako EBIT, EBITDA in tudi EBT. Tudi profitne marže so bile v tem letu najvišje in tako precej nad povprečjem obdobja od leta 2007 do vključno leta 2016. EBIT marža je v povprečju znašala 0,9 % (mediana pa 0,6 %), EBITDA marža je v povprečju znašala 4,1

% (mediana pa 3,8 %), EBT marža v povprečju 1,6 % (mediana 0,9 %) ter neto profitna marža v povprečju 1,4 % (mediana 0,8 %). Dobičkonosnost merjena preko stopenj pokritja je bila glede na primerljiva podjetja relativno nizka, saj je bila v letu 2016 višja le od srbskega Sunca. Povprečje primerljivih podjetij vključno z ocenjevanim podjetjem je za EBIT maržo v letu 2016 znašalo 3,1 %, EBITDA maržo pa 5,3 %. Povprečje brez upoštevanega ocenjevanega podjetja je za EBIT maržo znašalo 3,6 %, EBITDA marža pa je pri primerljivih podjetjih v povprečju znašala 5,6 %. Mediana EBIT marže vključujoč ocenjevano podjetje je znašala 3,7 %, EBITDA marže pa 6,0 %. Mediana konkurentov je bila nekoliko višja tako za EBIT maržo (3,9 %) kot za EBITDA maržo (6,3 %).

Stopnje donosa na kapital so bile v začetnih letih analize nekoliko višje kot v letih 2012, 2013, 2014, 2015 in 2016. V povprečju je ROE znašal 3,2 %, mediana pa 1,6 %. Tudi stopnje donosa na sredstva so bile nadpovprečne v prvih letih analize (v letu 2009 je ROA znašal rekordnih 10,6%), od leta 2012 pa ocenjevano podjetje beleži postopen upad dobičkonosnosti v oziru na sredstva. V povprečju je ROA znašal 2,3 %, mediana pa 1,2 %.

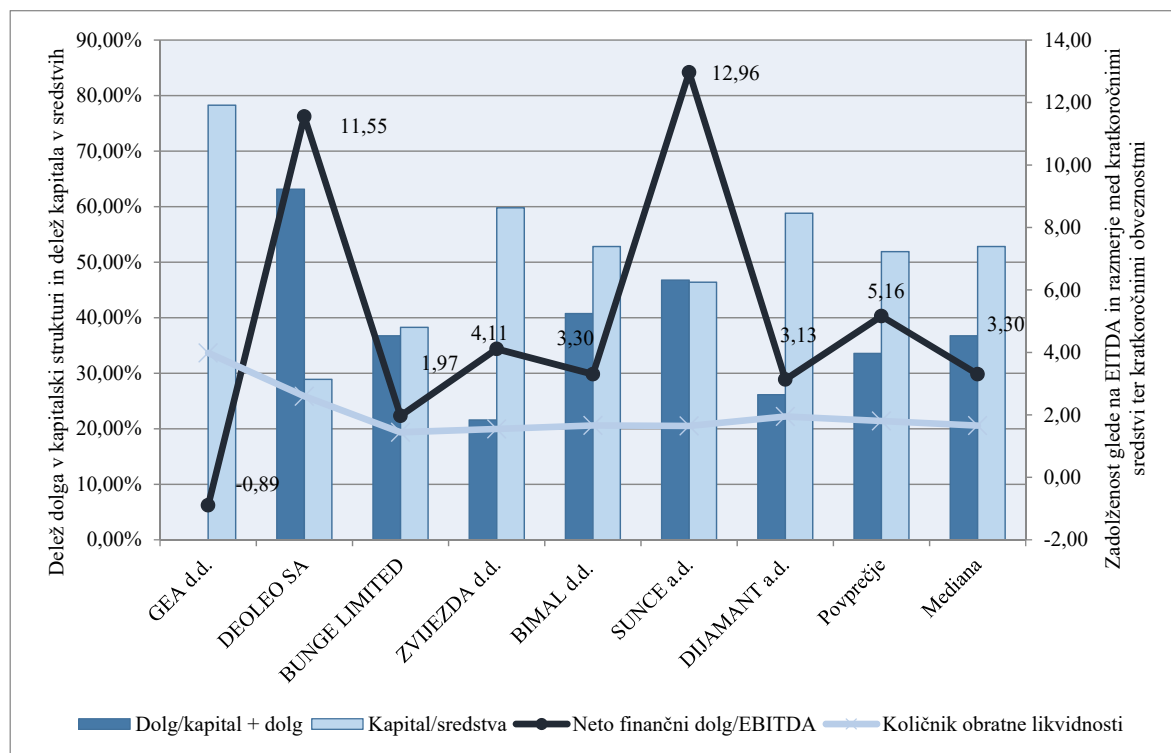
Sodeč po stopnjah lastniškega in dolžniškega financiranja se je družba GEA d.d. pretežno financirala z lastnimi viri, nekoliko manj s tujimi viri, kar kažejo izredno nizke stopnje zadolženosti v preučevanem obdobju od leta 2007. Kapitaliziranost družbe GEA d.d. je bila izjemno visoka, kapital je po presečnem stanju konec leta 2016 predstavljal 78,3 % bilančne vsote. Dolga v kapitalski strukturi ob koncu leta 2016 ni bilo, tudi zgodovinsko pa ni presegel niti četrtine glede na vsoto dolga in lastniškega kapitala. V primerjavi s konkurenco je to lahko pokazatelj varnega poslovanja, vprašamo pa se lahko, ali ni poslovni model v dejavnosti predelave olja vendarle lahko nekoliko bolj naravnan v poslovanje z nekaj zadolženosti za izkoriščanje poslovnih priložnosti, ki jih sicer lahko ob večji finančni zmogljivosti (moč najetih eksternih virov) izkoristi konkurenca.

Povprečje in mediana primerljivih podjetij vključno z ocenjevanim podjetjem sta za delež dolga v kapitalski strukturi konec leta 2016 predstavljala dobro tretjino kapitalske strukture. Brez ocenjevanega podjetja sta se tako povprečje kot mediana povzpela skoraj do 40 % dolga v vsoti lastniškega kapitala in dolga, saj družba GEA d.d. ni izkazovala dolga.

Denarna sredstva so bila glede na čiste prihodke od prodaje in bilančno vsoto precej visoko v letih 2014 in 2016, v povprečju pa so v obdobju od leta 2007 glede na stanja konec posameznega leta predstavljala 1,2 % čistih prihodkov od prodaje ter 1,9 % celotnih sredstev.

Zaradi pozitivnega obratnega kapitala je bil izjemno ugoden tudi količnik obratne likvidnosti družbe GEA d.d., ki je v povprečju znašal visokih 3,0. Pospešeni kazalnik je v povprečju znašal 1,7, denarni kazalnik pa 0,1.

Slika 3: Primerjava zadolženosti in količnika obratne likvidnosti ocenjevanega podjetja s konkurenco konec leta 2016 (v %)

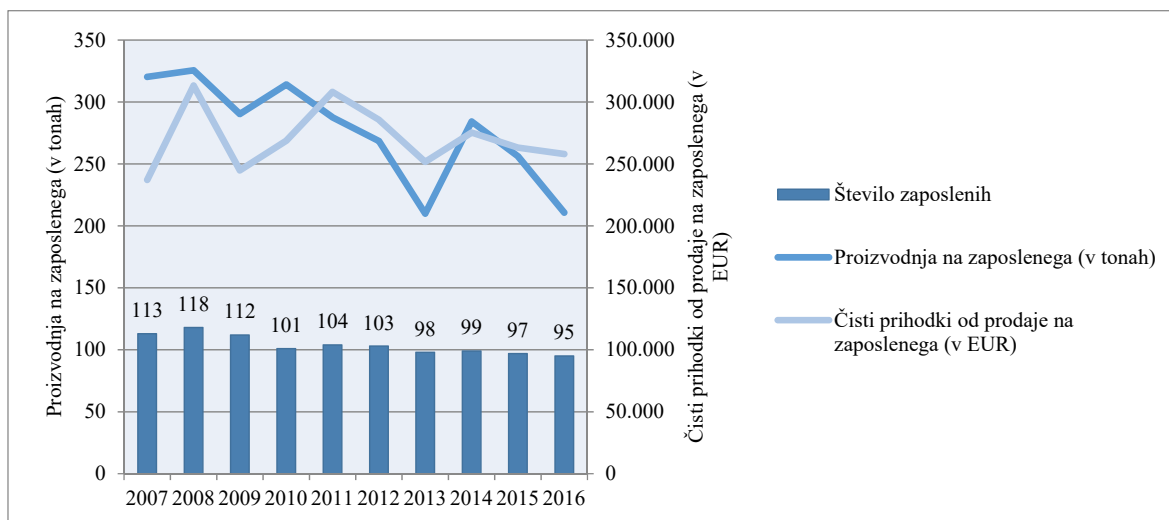


Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; Bimal d.d., Finančni izkazi za leto 2016, 2017b; Bunge Limited, Letno poročilo podjetja Bunge Limited za leto 2016, 2017b; Deoleo S.A., Letno poročilo Deoleo S.A. za leto 2016, 2017c; Dijamant a.d., Letno poročilo Dijamant a.d. za leto 2016, 2017b; Sunce a.d., Letno poročilo podjetja Sunce a.d. za leto 2016, 2017a; Zvijezda d.d., Finančni izkazi za leto 2016, 2017b; lastni izračuni.

Koeficienta obračanja zalog in kratkoročnih poslovnih terjatev sta bila najvišja v letu 2008, dnevi vezave zalog in kratkoročnih poslovnih terjatev pa posledično najkrajši v tem letu. Obrat zalog in terjatev se je nekoliko znižal v zadnjem letu analize ter bil celo nekoliko pod dolgoletnim povprečjem. Ocenjevano podjetje je obenem povečevalo obrat poslovnih obveznosti, kar je skrajševalo dneve vezave poslovnih obveznosti. To je imelo negativen vpliv na poslovni cikel, ki se je postopno podaljševal. Če je v letih 2007 in 2008 znašal dobrih 30 dni, je po stanju konec leta 2016 trajal skoraj 100 dni. Omenjeno ima negativen vpliv na likvidnost ocenjevanega podjetja.

Z vidika produktivnosti sem spremljala dva pokazatelja, in sicer proizvodnjo na zaposlenega (merjeno v tonah) ter razmerje med čistimi prihodki od prodaje glede na število zaposlenih. Kljub postopnemu nižanju števila zaposlenih ob nižanju prihodkov ocenjevanega podjetja, je moč opaziti postopen upad produktivnosti, kar je razvidno iz Slike 4. Čisti prihodki na zaposlenega so v letu 2016 znašali 258.056 EUR, kar je pod povprečjem obdobja od leta 2007, ki je znašalo 270.598 EUR na zaposlenega.

Slika 4: Produktivnost zaposlenih in število zaposlenih v podjetju GEA d.d. v obdobju od leta 2007 do vključno leta 2016



Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2006, 2007; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; lastni izračuni.

3.3.4 Analiza čistega obratnega kapitala

Neto (čisti) obratni kapital dobimo z zmanjšanjem operativnih kratkoročnih sredstev za znesek operativnih kratkoročnih obveznosti ob vključitvi časovnih razmejitev (tako aktivnih kot tudi pasivnih). V magistrski nalogi razlikujem izračun obratnega kapitala ter izračun čistega obratnega kapitala, pri čemer obratni kapital vključuje širši nabor postavk (tudi denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe). Pri analizi čistega obratnega kapitala, ki je za potrebe magistrske naloge pomembnejši (čisti obratni kapital namreč uporabim pri vrednotenju družbe GEA d.d.), nisem upoštevala denarja, saj je to povezano s postavko, katere višino sem ugotavljala (denarni tok). Pri izračunu čistega obratnega kapitala je prav tako izpuščena postavka kratkoročnih finančnih naložb, ki pa je skozi preučevano preteklo obdobje 10 let postopno upadla do vrednosti 0 na 31.12.2015 in 31.12.2016.

Kratkoročna sredstva potrebna za izvajanje poslovnih operacij tako vključujejo zaloge, denarna sredstva, kratkoročne poslovne terjatve in kratkoročne aktivne časovne razmejitve. Operativne kratkoročne obveznosti so obveznosti, zaradi katerih ocenjevano podjetje ne plačuje nikakršnih obresti, so pa povezane z osnovnim delovanjem in vsakdanjim

poslovanjem ter opravljanjem poslovnih aktivnosti. Običajno predstavljajo obveznosti do dobaviteljev, zaposlencev, kupcev in države ali državnih institucij. Sem spadajo kratkoročne poslovne obveznosti (kratkoročne obveznosti do dobaviteljev, prejeti kratkoročni predujmi in varščine, kratkoročne obveznosti do zaposlencev, obveznosti do državnih in drugih institucij ter druge kratkoročne obveznosti) in kratkoročne pasivne časovne razmejitev. Naštete postavke sem uporabila za izračun čistega obratnega kapitala (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005).

Obratni kapital (vključno z denarnimi sredstvi in finančnimi naložbami) je konec leta 2007 znašal slabih 3,0 mio EUR, v naslednjih obdobjih (glede na stanje konec posamičnega leta) pa se je postopno dvigoval vse do leta 2012, ko je ob koncu obdobja znašal 8,6 mio EUR. Konec leta 2013 je obdržal enako raven kot na 31.12.2012, potem pa se je do leta 2015 še nekoliko dvignil. Po stanju konec leta 2016 je znašal 6,7 mio EUR, kar predstavlja povečanje za 223% glede na stanje ob koncu leta 2007, ki predstavlja začetek preučevanega obdobja.

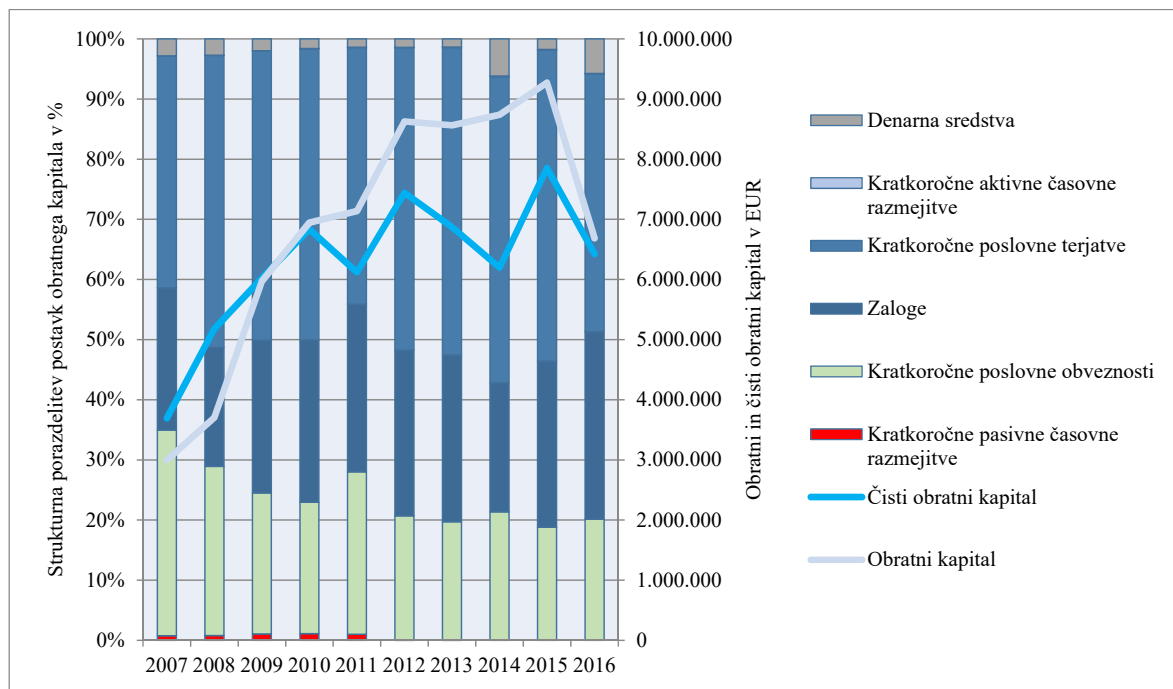
Čisti obratni kapital je na 31.12.2007 znašal 3,7 mio EUR, konec leta 2008 5,2 mio EUR, konec leta 2009 6,0 mio EUR, konec leta 2010 6,8 mio EUR, konec leta 2011 6,1 mio EUR, konec leta 2012 7,4 mio EUR, konec leta 2013 6,9 mio EUR, konec leta 2014 6,2 mio EUR, konec leta 2015 7,9 mio EUR in na 31.12.2016 6,4 mio EUR. Glede na zgodovinske ravni čistega obratnega kapitala ugotavljam, da je delež postavke v čistih prihodkih skozi obdobje analize od leta 2007 naprej naraščal. Najvišji je bil omenjeni delež v letu 2015, ko je znašal 30,8 %. Za leto 2016 je delež v čistih prihodkih znašal 26,2 %. V povprečju obdobja od leta 2007 do vključno leta 2016 je čisti obratni kapital predstavljal 22,7 % v vsakoletnih čistih prihodkih od prodaje, mediana pa je znašala 24,0 %.

Tabela 2: Obratni kapital in čisti obratni kapital ocenjevanega podjetja

V EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zaloge	3.205.166	2.600.223	3.121.625	3.515.132	4.009.296	3.587.943	3.217.886	2.605.406	3.573.828	3.712.660
Kratkoročne poslovne terjatve	5.226.687	6.375.117	5.904.356	6.310.560	6.141.658	6.539.656	5.930.518	6.173.428	6.703.316	5.104.608
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	3.267	5.291	5.349	5.227	4.964	5.830	10.319	10.885	13.288	8.240
Kratkoročne poslovne obveznosti	4.638.354	3.693.371	2.877.212	2.848.323	3.890.079	2.691.380	2.288.265	2.590.555	2.424.320	2.395.520
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	104.469	105.005	131.421	145.953	144.324	1.135	1.001	1.932	14.879	5.169
Čisti obratni kapital	3.692.297	5.182.255	6.022.697	6.836.643	6.121.515	7.440.914	6.869.457	6.197.232	7.851.233	6.424.819
Sprememba čistega obratnega kapitala	312.646	1.489.958	840.442	813.946	-715.128	1.319.399	-571.457	-672.225	1.654.001	-1.426.414
Čisti prihodki od prodaje	26.801.574	36.960.397	27.418.870	27.138.807	32.050.153	29.417.765	24.667.491	27.259.620	25.527.187	24.515.308
Delež čistega obratnega kapitala v čistih prihodkih od prodaje (v %)	13,8	14,0	22,0	25,2	19,1	25,3	27,8	22,7	30,8	26,2
Povprečje čistega obratnega kapitala v čistih prihodkih od prodaje (v %)										22,7
Mediana čistega obratnega kapitala v čistih prihodkih od prodaje (v %)										24,0
Ocenjeni potrebni obratni kapital kot % v čistih prihodkih od prodaje										24,0
Ocenjeni potrebni obratni kapital										5.874.542
Presežek potrebnega obratnega kapitala										550.277
Obratni kapital	2.999.604	3.703.454	5.971.304	6.944.400	7.137.908	8.626.310	8.562.936	8.739.874	9.272.391	6.683.533

Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2006, 2007; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; lastni izračuni.

Slika 5: Obratni kapital in čisti obratni kapital ocenjevanega podjetja



Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja Gea d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja Gea d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja Gea d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; lastni izračuni.

3.4 Ocena tržne vrednosti

3.4.1 Metoda diskontiranega denarnega toka

V konkretnem primeru ocenjevanja vrednosti lastniškega kapitala podjetja, konkretnije ocenjevanega lastniškega deleža, je bil glede na namen ocenjevanja, značilnosti ocenjevanega podjetja in pričakovanega razvoja uporabljen na donosu zasnovan način. Ocenjevano podjetje ima namreč že utečene prodajne kanale, utrjen tržni delež, utečen in strokoven delovni tim, vso potrebno tehnološko opremljenost in dosega stabilen poslovni rezultat. Izdelana projekcija denarnega toka, ki predstavlja podlago metodi diskontiranega denarnega toka, bi tako bolj ali manj odražala pretekle rezultate. Ker sem ocenjevala manjšinski delež, so izračunani donosi odražali značilnosti obstoječega položaja ocenjevanega podjetja (Praznik, 2011).

3.4.1.1 Ocena prihodnjih čistih denarnih tokov

Projekcije čistega denarnega toka sem izdelala za obdobje od leta 2017 do vključno leta 2021 in sicer na podlagi naslednjih izhodišč:

- družba GEA d.d. je delujoče podjetje;
- ocenjevano podjetje bo nadaljevalo poslovanje nespremenjeno;
- upoštevane so bile razmere v ocenjevanem podjetju in splošne makroekonomske razmere v Sloveniji ter napovedi razmer za prihodnost tako na ravni ocenjevanega podjetja kot razmer v Sloveniji;
- upoštevane so bile razmere v dejavnosti proizvodnje olja in maščob ter analiza dejavnosti s pomočjo Porterjevega modela;
- upoštevana je bila finančna analiza ocenjevanega podjetja;
- upoštevane so bile tekoče cene, inflacija je vključena;
- denarni tokovi, ki temeljijo na projekcijah, so napovedani tokovi celotnemu kapitalu (lastniškemu in dolžniškemu kapitalu);
- projekcije temeljijo na predpostavkah glede določenih parametrov.

Napoved prihodnjih denarnih tokov se je tako v prvem delu nanašala na napoved denarnih tokov v eksplicitnem časovnem obdobju od leta 2017 do vključno leta 2021. Drugi del predstavlja napoved normaliziranega denarnega toka, ki sem ga na podlagi Gordonovega modela rasti projicirala v neskončnost. Bistveni parametri za izdelavo napovedi čistega denarnega toka se nanašajo na napoved poslovnih prihodkov in odhodkov, napoved vlaganj v obratni kapital in osnovna sredstva ter izračun preostale vrednosti podjetja.

Čisti denarni tok za celotni kapital (namenjen lastnikom in posojilodajalcem) sem izračunala po enačbi (7):

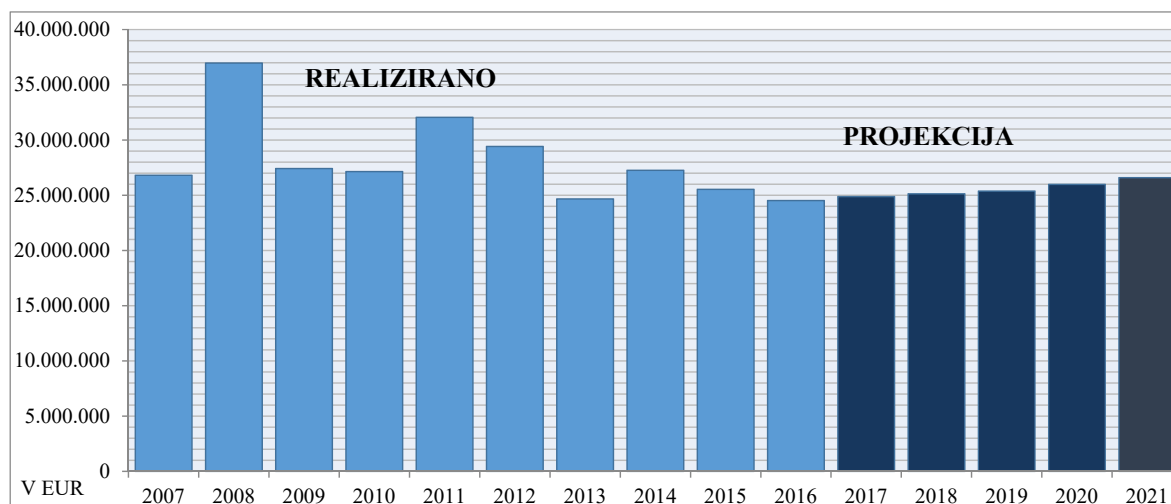
$$\begin{aligned} & \text{dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo} \\ & + \text{nedenarni stroški (amortizacija)} \\ & \quad - \text{vlaganja v obratni kapital} \\ & \quad - \text{naložbe v osnovna sredstva} \\ & = \text{čisti denarni tok za celotni kapital} \end{aligned} \tag{7}$$

Za izhodišče pri pripravi napovedi izkaza poslovnega izida ocenjevanega podjetja za obdobje od leta 2017 do vključno leta 2021 sem uporabila izkaze poslovanja podjetja GEA d.d. od leta 2007 do vključno leta 2016 (v nekaterih primerih tudi od leta 2006), ugotovitve celovite finančne analize iz celotnega poglavja 3.3, makroekonomske napovedi ter spoznanja analize razmer na svetovnih trgih surovega rastlinskega olja in značilnosti, ki veljajo za dejavnost oljarstva. Iz projekcije izkaza poslovnega izida (v delu, ki se nanaša na poslovanje podjetja GEA d.d.) sem kasneje izpeljala napoved prihodnjih denarnih tokov z

upoštevanjem povprečne efektivne davčne stopnje, amortizacije, potrebnega čistega obratnega kapitala in nadomestitvenih investicij v osnovna sredstva.

Projekcije odražajo nespremenjeno strateško usmeritev ocenjevanega podjetja ohranjati vodilno pozicijo na slovenskem trgu ob zadržanju tržnega deleža. Pri tem je upoštevana proizvodnja, ki izhaja iz proizvodnih kapacitet predelave olja predvsem leta 2016. Tudi na splošno je sicer proizvodnja olja (merjeno v tonah) beležila postopen padec skozi preučevano obdobje analize. Glede na zniževanje števila zaposlenih (v letu 2016 je število zaposlenih predstavljalo približno 84 % števila iz leta 2007), nižanje produktivnosti, zmanjšanja sredstev podjetja GEA d.d. (opredmetena osnovna sredstva so konec leta 2016 predstavljala le še dobro polovico opredmetenih osnovnih sredstev iz leta 2007) je realno pričakovanje, da se bodo prihodnje ravni proizvodnje ohranjale na ravni iz leta 2016 oziroma ob nekaterih notranjih optimizacijah nekoliko nad proizvodnjo omenjenega leta.

Slika 6: Projekcija prihodkov do leta 2021



Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; lastni izračuni.

Zanimivo je, da je letna proizvodnja olja v čistih prihodkih skozi celotno preteklo preučevano obdobje ohranjala približno enako razmerje glede na čiste prihodke od prodaje (zaokroženo 0,01 %, v letu 2016 natančneje 0,081 %). Pri napovedi prihodnjih prihodkov sem poleg predvidevanja o proizvodnih kapacitetah upoštevala še povprečno letno stopnjo rasti preteklega 10 letnega obdobja, ki je znašala nizkih 0,02 %. Sočasno je upoštevan pretekli letni prirast čistih prihodkov od prodaje - leto na leto (Priloga 3).

Ključni elementi projekcije so nizka rast prihodkov podjetja GEA d.d. ter ohranjanje stroškovne strukture ob upoštevanju nekaterih prilagoditev za neponavljajoče ali izredne odhodke. Pri ostalih kategorijah izkaza poslovnega izida sem upoštevala pri posamični postavki enak delež v čistih prihodkih od prodaje ocenjevanega podjetja, kot so ga predstavljale zgodovinske ravni. Pri tem sem za druge poslovne prihodke upoštevala mediano obdobja od leta 2011 do vključno leta 2016 v višini 0,5 %, saj omenjeno krajše obdobje realneje (glede na nižje ravni postavke kot v obdobju od leta 2007 do leta 2010) odraža stanje, ki bo relevantno za podjetje GEA d.d. tudi v prihodnje. Pri stroških blaga, materiala in storitev, kot ključnih stroških, sem upoštevala mediano dolgoletnega obdobja vse od leta 2007 do vključno leta 2016, saj verjamem, da sem s tem za projicirano obdobje najbolje zajela odraz stanja gibanja predmetne postavke. Glede na mediano so stroški blaga, materiala in storitev predstavljali 86,8 % prodaje. Enako sem pristopila pri projekciji drugih poslovnih odhodkov, ki pa so med vsemi odhodki, povezanimi s poslovanjem, predstavljali še najmanj pomemben odhodek. Pri stroških dela sem v projekciji upoštevala delež 10,0 % v čistih prihodkih od prodaje, kot ga odraža zadnje leto analiziranega obdobja, leto 2016.

Tabela 3: Projekcija izkaza poslovnega izida in napoved proizvodne aktivnosti

V EUR	2017	2018	2019	2020	2021	Normalizirano leto
Čisti prihodki od prodaje	24.878.049	25.126.109	25.370.053	25.979.850	26.589.708	27.148.092
Rast (v %)	1,5	1,0	1,0	2,4	2,3	2,1
Drugi poslovni prihodki	123.251	124.479	125.688	128.709	131.730	134.497
Stroški blaga, materiala in storitev	-21.601.484	-21.816.873	-22.028.688	-22.558.172	-23.087.709	-23.572.550
Stroški dela	-2.496.124	-2.521.013	-2.545.489	-2.606.673	-2.667.863	-2.723.888
Odpisi vrednosti	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295
Amortizacija	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295
Drugi poslovni odhodki	-82.723	-83.548	-84.359	-86.387	-88.415	-90.272
EBIT	104.673	112.859	120.909	141.032	161.157	179.583
EBIT marža (v %)	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
EBITDA	820.968	829.154	837.204	857.327	877.452	895.878
EBITDA marža (v %)	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Efektivna davčna stopnja (v %)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Izračunani davek od dobička iz poslovanja	-7.037	-7.587	-8.129	-9.481	-10.834	-12.073
Dobiček iz poslovanja znižan za davek (NOPLAT)	97.636	105.271	112.780	131.550	150.322	167.510
Načrtovana proizvodnja (v tonah)	20.400	20.600	20.800	21.300	21.800	-

Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2006, 2007; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; lastni izračuni.

Pomemben strošek je predstavljala tudi amortizacija (v postavki odpisi vrednosti), ki je kot stalni strošek načrtovana na osnovi obstoječe strukture osnovnih sredstev ter obstoječih

amortizacijskih stopenj. Glavna predpostavka pri tem je, da je GEA zaključila investicijski cikel (nove razširitvene investicije se posledično ne pričakujejo), dejavnost oljarstva pa je zrela. Pričakovati je le ustrezna vlaganja v ohranjanje in dopolnjevanje obstoječe infrastrukture. Ostalih postavk izkaza poslovnega izida glede na njihovo naravo (neponovljivost, enkratnost) nisem projicirala.

Projekcije predvidevajo pozitiven rezultat iz poslovanja, kar je razvidno tudi iz Tabele 3. EBIT marža bi ob upoštevanju zgoraj zapisanega znašala 0,4 % za prvi dve leti, 0,5 % za naslednji dve leti, medtem ko sem za zadnje leto projiciranega obdobja, leto 2021, izračunala EBIT maržo v višini 0,6 %. EBITDA marža je v celotnem obdobju projekcije predvidena na 3,3 %. Primerjalno so predstavljene prihodnje stopnje pokritja primerljive z dolgoročnim povprečjem in mediano podjetja GEA d.d. ob upoštevanju zadnjega leta preučevanega obdobja (leta 2016), ki je bilo po kazalnikih dobičkonosnosti podpovprečno.

Ocenjeni potrebni čisti obratni kapital ocenjevanega podjetja je ugotovljen na podlagi dolgoročne pretekle ravni obratnega kapitala v čistih prihodkih od prodaje v višini 24,0 % (Tabela 2). Pri tem sem denarna sredstva izključila iz analize, saj je ravno ugotavljanje ustrezne ravni denarja pomembno za izračun vrednosti podjetja. Glede na ugotovitve naj bi vsa leta projekcije podjetje GEA d.d. v obratni kapital dodatno investiralo (negativni denarni tok), kar naj bi v določeni meri rezultiralo tudi v rahlem povečevanju čistih prihodkov od prodaje.

Pri napovedi investicij sem z upoštevanjem obdobja od leta 2017 do leta 2021 ocenila, da so glede ne utrjen položaj podjetja GEA d.d. in relativno omejene možnosti nadaljnje rasti zaradi zasičenosti dejavnosti potrebne le investicije, ki bodo ohranjale osnovna sredstva na ravni, ki je potrebna za proizvodnjo obsega, kateri nekoliko presega raven proizvodnje olja iz leta 2016. Ob tem sem predvidela raven, ki zadošča za pokrivanje amortizacije v višini 716.295 EUR. Za ohranitev ravni nespremenjenih osnovnih sredstev na dolgi rok se morajo namreč investicije in amortizacija (kot obraba sredstev) pokrивati, kar bi nadalje omogočalo oziroma ohranjalo nespremenjene proizvodne kapacitete.

Na osnovi navedenih analiz, sklepov in predpostavk poslovanja sem izdelala napoved čistega denarnega toka za manjšinskega lastnika, ki je pozitiven tako za vsako posamično leto napovedi, z izjemo leta 2020, kot tudi za normalizirano leto. Napoved čistega denarnega toka se nanaša na celotni kapital in je bila izdelana iz prilagojenega dobička iz poslovanja, povečanega za amortizacijo ter zmanjšanega za investicije v obratni kapital in osnovna sredstva. Napoved obratnega kapitala, investicij in čistega denarnega toka za celotni kapital je podana v Tabeli 4.

Normalizirano leto je služilo za izračun čistega denarnega toka, ki upošteva normalizirano dolgoročno poslovanje ocenjevanega podjetja ob upoštevanju izenačenosti investicij ter stroškov amortizacije.

Tabela 4: Napoved obratnega kapitala, investicij in čistega denarnega toka za celotni kapital podjetja GEA d.d.

V EUR	2017	2018	2019	2020	2021	Normalizirano leto
Dobiček iz poslovanja znižan za davek (NOPLAT)	97.636	105.271	112.780	131.550	150.322	167.510
+ Amortizacija	716.295	716.295	716.295	716.295	716.295	716.295
Bruto denarni tok	813.931	821.566	829.075	847.845	866.617	883.805
+/- Sprememba obratnega kapitala	-86.923	-59.442	-58.456	-146.124	-146.139	-133.804
- Investicije	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295
Bruto investicije	-803.218	-775.737	-774.751	-862.419	-862.434	-850.099
Čisti denarni tok za celotni kapital	10.713	45.829	54.324	-14.574	4.184	33.706

3.4.1.2 Opredelitev diskontne mere in izračun stroška lastniškega kapitala (CAPM model)

Izračun diskontne mere (povprečni tehtani strošek kapitala) je podan Tabeli 5. Ker sem za namen vrednotenja uporabila denarni tok celotnemu kapitalu, sem temu primerno izbrala kot diskontno mero tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. *WACC*), ki se izračuna kot tehtano povprečje stroškov lastniškega kapitala in stroška dolga. Strošek lastniškega kapitala sem izračunala z uporabo metode CAPM, ki je izmed vseh metod določanja stroška kapitala ena najbolj razvitih in najpogosteje uporabljenih.

Za potrebe izračuna stroška lastniškega kapitala po metodi CAPM je bilo v začetni fazi potrebno upoštevati netvegano mero donosa, pri čemer običajno izberemo donos državne obveznice z 10 letno dospelostjo. Z nastopom finančne krize je nastopilo obdobje, ko je donos državnih obveznic (predvsem držav z najboljšo bonitetno oceno) zaradi bega kapitala v najvarnejše naložbe padel pod dolgoletno povprečje let pred pojavom finančne krize. Nekateri donosi so bili celo negativni. Znižanje donosov zaradi povečanega povpraševanja je razvilo nekoliko drugačen pristop pri uporabi netvegane mere donosa. V takšnih razmerah sem izhajala iz normalizirane dolgoročne mere donosa. Kot normalizirano netvegano mero donosa nemške 10 letne obveznice sem izbrala 3,0 % (Grabowski, Harrington, & Nunes, 2016).

Pribitek za kapitalno tveganje, kot mera donosa, ki se zahteva nad netvegano mero donosa zaradi vlaganja v delnice/deleže podjetij, je bila upoštevana v višini 5,0 % na podlagi dolgoročno pričakovanega pribitka za kapitalno tveganje. Uporabljen podatek prihaja z razvitega trga kapitala, saj nastavitev premije za kapitalno tveganje na podlagi podatkov slovenskega trga kapitala zaradi relativno kratkih obdobj možnega ugotavljanja ne nudi zadostne verodostojnosti za uporabo »slovenske« tržne premije za tveganje (Grabowski, Harrington, & Nunes, 2016; Pustoslemšek, Slapničar, & Valentinčič, 2016).

Faktor beta predstavlja mero posebnega tveganja, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju celotnega premoženja in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti. Izraža večjo ali manjšo variabilnost donosov ocenjevanega podjetja glede na donosnost povprečnega

podjetja. Pri izračunu bete za ocenjevano podjetje sem izhajala iz obstoječe kapitalske strukture (na datum ocenjevanja). Vir podatkov za splošno beto brez dolga na osnovi dejavnosti predelave hrane je bila baza Damodaran. Beta je za leto 2016 znašala 0,61 (Damodaran Online, 2017).

Tabela 5: Izračun diskontne mere

Zahtevana mera donosa lastniškega kapitala po modelu CAPM			
Netvegana stopnja donosa	=	3,0%	Normaliziran donos do dospelja 10-letne nemške obveznice
Beta z zadolženostjo - podjetje	=	0,61	
Pribitek za kapitalsko tveganje	=	5,0%	Razlika med povprečno stopnjo donosa delnic velikih podjetij in netvegano mero donosa
Pribitek za tveganje majhnega podjetja	=	2,8%	Razlika med povprečno stopnjo donosa delnic velikih in majhnih podjetij
Pribitek za deželno tveganje	=	1,4%	Normaliziran pribitek za deželno tveganje Slovenije
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	=	10,3%	Netvegana st. donosa + (beta x pribitek za kapitalsko tveganje) + pribitek za majhno podjetje + pribitek za deželno tveganje
Koeficient beta			
Beta brez zadolženosti - primerljiva podjetja	=	0,61	Študija Damodaran
Delež dolga	=	0%	Delež dolga v strukturi tržne vrednosti kapitala (na podlagi dejanske zadolženosti)
Delež lastniškega kapitala po tržni vrednosti	=	100%	100% - % dolga
Davčna stopnja - podjetje	=	19%	Davčna stopnja
Beta z zadolženostjo - podjetje	=	0,61	Beta brez zadolženosti x (1 + (1 - davčna stopnja) x (dolg/lastniški kapital))
Povprečni tehtani strošek kapitala			
Zahtevana mera donosa lastniškega kapitala	=	10,3%	Izračun po modelu CAPM
Strošek dolga pred obdavčitvijo	=	1,3%	Prilagojena nominalna obrestna mera dolga za podjetje
Delež dolga	=	0%	Delež dolga v strukturi kapitala (na podlagi dejanske stopnje zadolženosti podjetja)
Delež lastniškega kapitala po tržni vrednosti	=	100%	100% - % dolga
Davčna stopnja - podjetje	=	19%	Davčna stopnja
Povprečni tehtani strošek kapitala	=	10,3%	(% lastniškega kapitala x zahtevana stopnja donosa) + (% dolga x (1 - davčna stopnja) x strošek dolga)

Viri podatkov: R. J. Grabowski, J. P. Harrington, & C. Nunes, 2016 International Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; Damodaran Online, Data: Current, 2017; lastni izračuni.

Izmed pribitkov, ki jih je osnovnemu izračunu CAPM možno dodati, sem upoštevala pribitek za tveganje majhnega podjetja v višini 2,8 %. Omenjeni pribitek upošteva prilagajanje stroška kapitala na račun višje stopnje tveganja z zmanjševanjem velikosti podjetja. Pribitek za tveganje majhnega podjetja določa premija v presežku nad izračuni po CAPM modelu za podjetja z najnižjo tržno kapitalizacijo. Pribitek za tveganje podjetja GEA d.d. je zaradi majhnosti tržne kapitalizacije enak pribitkom 12. razreda podjetij, razvrščenih po vrednosti kapitala (Grabowski, Harrington, & Nunes, 2016).

Ob upoštevanju zgoraj naštetih dejavnikov sem po razširjenem CAPM modelu izračunala zahtevano stopnjo lastniškega kapitala, ki je znašala 10,3 %. Zaradi nezadolženosti

ocenjevanega podjetja na datum ocenjevanja, 31.12.2016, je tehtano povprečje stroškov kapitala enako strošku lastniškega kapitala, torej 10,3 %.

3.4.1.3 Izračun preostale vrednosti

Ocena preostale vrednosti temelji na predpostavki poslovanja ocenjevanega podjetja v neskončnost. Ob koncu projiciranega obdobja se bodo čisti dobički in posledično pripadajoči denarni tokovi, ki jih bo ustvarila GEA d.d., nadaljevali časovno neomejeno. Podlaga za ocenitev preostale vrednosti je denarni tok, ki ga bo ustvarjalo ocenjevano podjetje na osnovi normaliziranega denarnega toka po letu 2021 (v normaliziranem letu bo podjetje GEA d.d. poslovalo z EBIT v višini 179.583 EUR, z dobičkom iz poslovanja, zmanjšanim za davek, v višini 167.510 EUR ter generiralo čisti denarni tok celotnemu kapitalu v višini 33.706 EUR, kot prikazano v Tabelah 3 in 4). Ravno tako sem predvidela, da se na dolgi rok celotna amortizacija reinvestira (predpostavka, da so investicije enake višini amortizacije), dolgoročna povprečna letna stopnja rasti pa znaša 2,1 %.

Vsakoletno rast denarnega toka po letu 2017 enako višini predvidene inflacije utemeljujem z dejstvom, da ocenjevano podjetje deluje v dejavnosti, kjer ni pričakovati, da bodo donosi na nove neto investicije na dolgi rok presegli zahtevano mero donosa kapitala. Takšno stopnjo rasti sem smatrala kot upravičeno, saj sem izhajala iz nominalnih podatkov, ki sem jih diskontirala z nominalno diskontno stopnjo v višini inflacije (v neskončnost). Dolgoročna stopnja realne rasti normaliziranega denarnega toka tako znaša 0 %.

Pri izračunu preostale vrednosti sem uporabila Gordonov model rasti, enačbo (8):

$$RV = (NDT_0 \times (1 + g)) / (d - g) \quad (8)$$

Kjer je:

RV = preostala vrednost;

NDT₀ = normaliziran denarni tok na koncu obdobja projekcije;

d = diskontna mera;

g = povprečna letna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka.

3.4.1.4 Uporabljeni pribitki in odbitki

Pribitke oziroma odbitke, povezane s samim bistvom podjetja, ki se ocenjuje (1. krovna skupina) je bilo potrebno upoštevati bodisi pri določanju bodočega denarnega toka ali določanju ustrezne diskontne mere. Kar se tiče neposrednega prilagajanja stroška lastniškega kapitala, je bil uporabljen splošen pribitek za kapitalsko tveganje, ki se pomnoži z beto ocenjevanega podjetja ter pribitek za majhnost. Morebitnih elementov nesistematičnega tveganja, ki bi ga v obliki dodanih pribitkov upoštevala pri izračunu

stroška lastniškega kapitala, nisem identificirala – tovrsten pribitek bi se moral določati za oblike nesistematičnega tveganja za lastnosti ali elemente, ki bi bile prisotne/prisotni pri ocenjevanem podjetju, medtem ko jih pri primerljivih podjetjih ne bi bilo. Ocenila sem, da se ocenjevano podjetje v primerjavi z ostalimi preučevanimi podjetji v elementih posebnega tveganja ne razlikuje bistveno od primerljivih podjetij. Nikakršen dejavnik, ki bi povečeval specifično tveganje ocenjevanega podjetja v odnosu do primerljivih podjetij tako ni obstajal, zato pribitka za specifično (nesistematično) tveganje nisem uporabila.

V zvezi s pribitki oziroma odbitki predstavljene 2. krovnne skupine je glede na dejstvo, da sem ocenjevala ocenjevani lastniški delež, ki predstavlja vsega 1,25 % celotnega lastništva ocenjevanega podjetja, jasno, da gre za manjšinski delež. To pomeni delež, ki je manjši od 50 % celotnega lastništva, hkrati pa ne vsebuje nikakršnih drugih elementov, ki bi kazali na vsaj minimalno raven obvladovanja (nezmožnost vpliva podjetja A d.o.o. na odločitve v zvezi z likvidacijo, združitvijo ali prestrukturiranjem ocenjevanega podjetja, nezmožnost vpliva na višino nadomestil za zaposlene ali vodstvene delavce, nezmožnost vpliva na izbor in zaposlovanje zaposlenih in vodstvenih delavcev, nezmožnost vpliva na izplačilo dividend, nezmožnost vpliva na strateške odločitve o bodočem poslovanju, odsotnosti pravice podjetja A d.o.o. do sedeža v nadzornem svetu ocenjevanega podjetja, relativno nerazpršenost lastniških deležev ocenjevanega podjetja – 10 glavnih delničarjev predstavlja 84,8 % celotnega lastništva podjetja GEA d.d.

Ravno zaradi vrednotenja manjšinskega deleža sem lahko upoštevala obstoječo kapitalsko strukturo (manjšinski delničar nima vpliva na spremembo kapitalne strukture) kot strukturo za izračun vrednosti. V tem primeru je bil, glede na prisotnost vseh omenjenih elementov neobvladljivosti, odbitek za neobvladljivost izpuščen.

Izračunana vrednost manjšinskega deleža je namreč v tem primeru temeljila na izračunu vrednosti celotnega kapitala, od katere bi odštela vrednost finančnega dolga (tega nisem naredila, saj družba GEA d.d. na 31.12.2016 ni imela dolga) in upoštevala nekatere dodatne postavke iz bilance stanja. Po drugem možnem scenariju, ki ga nisem uporabila, bi odbitek za neobvladljivost lahko upoštevala, vendar bi v tem primeru morala predpostaviti hipotetično (kot ciljno strukturo kapitala) kapitalsko strukturo in ne dejanske (Pratt, 2009;; Pratt & Niculita, 2008).

Ob izračunu vrednosti celotnega kapitala v primeru, ko je odbitek za neobvladljivost izpuščen in struktura kapitala dana, lahko z odštetjem finančnega dolga ob hkratnem upoštevanju nekaterih drugih postavk iz bilance stanja dobimo vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči osnovi (Hitchner, 2006; Pratt & Grabowski, 2008).

Pri ocenitvi odbitka za pomanjkanje tržljivosti ocenjevanega lastniškega deleža je potrebno izhajati iz borzne kotacije podjetja GEA d.d. na Ljubljanski borzi. Dejstvo, da delnice kotirajo na eni izmed borz, bi lahko po hitri in pavšalni oceni pripeljalo do zaključka, da

gre pri delnici ocenjevanega podjetja za popolnoma tržljiv vrednostni papir in o odbitku za pomanjkanje tržljivosti ni potrebno razmišljati.

Ob dejstvu, da je slovenski kapitalski trg slabo razvit ter da Ljubljanska borza že vrsto let beleži izredno skromne promete na dnevni, mesečni in letni ravni, bi težko govorili o povsem prosti tržljivosti delnic, s katerimi se trguje. Analiza prometa z delnico GSBG iz poglavja 3.1 kaže na izredno skromno trgovanje, kar praktično pomeni, da za takšne delnice (kljub majhnemu absolutnemu številu delnic, ki predstavljajo ocenjevani lastniški delež) Ljubljanska borza ni trg, na katerem bi jih bilo možno takoj prodajati in kupovati, ob tem pa se znatno povečuje tveganje v primerjavi s prosto tržljivimi delnicami. Letni promet z delnico GSBG v letu 2016 je obsegal podobno število delnic (18.671 delnic), kot znaša ocenjevani lastniški delež (15.687 delnic).

Iz navedenih razlogov bi bilo vendarle vredno razmišljati o določitvi odbitka za pomanjkanje tržljivosti kot nekakšnega izenačevalca ocenjevanega lastniškega deleža z manjšinskim deležem v podjetjih, katerih delnice kotirajo na aktivnih trgih kapitala (Praznik, 2011). Pri določanju odbitka sem zaradi večje ustreznosti izhajala iz študij IPO, konkretnije študije IPO Johna Emory st. in Johna Emory ml. iz leta 2002 (preučevano obdobje od 1980 do 2000). Ugotovitve študije na osnovi proučitve 543 transakcij kažejo, da je znašalo povprečje odbitka za netržljivost 46,0 %, mediana odbitka za netržljivost pa 47,0 %. Z izvzemom opsijskih transakcij (teh je bilo 261 od skupno 543) je povprečje naraslo na 50,0 %, mediana pa na 52,0 % (Pratt, 2009).

Prav tako sem analizirala konkretne dejavnike, ki vplivajo na opredelitev odbitka na netržljivost – s pomočjo analize posameznega dejavnika sem ocenila odbitek za netržljivost, kar sem prikazala v Tabeli 6.

Na podlagi ugotovitev prej omenjenih študij in dejstva, da ocenjevano podjetje vendarle kotira na borzi (ni lastniško zaprto podjetje) in z izjemo že zapisanih pomislekov glede splošne likvidnosti delnic ocenjevanega podjetja ni ovir za prodajo ocenjevanega lastniškega deleža, sem vendarle upoštevala določen odbitek za pomanjkanje tržljivosti, in sicer v višini 3,5 %. Glede na predpostavko, da je osnovna vrednost, ki sem jo pridobila na osnovi metode diskontiranega denarnega toka vrednost za manjšinskega lastnika na popolnoma tržljivi osnovi, je bila uporaba 3,5 % odbitka za netržljivost smiselna.

Tabela 6: Opredelitev odbitka za netržljivost

Dejavniki, ki vplivajo na opredelitev odbitka za pomanjkanje tržljivosti					
Prisotnost dejavnika	Nizka 0	<----- 1	Zmerna 2	-----> 3	Visoka 4
Kotacija na borzi					4
Prodajljivost na borzi					4
Pravica do prodaje pod vnaprej znanimi pogoji					4
Izplačila dividend					4
Velikost svežnja, ki se prodaja		1			
Dostop do informacij in zanesljivost informacij					4
Določila v statutu/družbeni pogodbi					4
Stroški povezani s prodajo					4
Obdobje držanja delnic					4
Narava družbe					4
(zgodovina, položaj v dejavnosti itd.)	0	1	0	0	36
Število točk skupaj	37				
Sklep o odbitku za netržljivost	Odbitek	Število točk			
Najvišja stopnja tržljivosti	0%	40			
Popolna netržljivost	46%	0			
Število doseženih točk		37			
Odbitek za pomanjkanje tržljivosti	3,5%				

Viri podatkov: S. P. Pratt, R. F. Reilly, & R. P. Schweih, *Valuing a business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (4. izdaja), 2000; lastni izračuni.

3.4.1.5 Ocena vrednosti po metodi diskontiranega denarnega toka

Ocena vrednosti celotnega kapitala in ocena vrednosti lastniškega kapitala po metodi diskontiranega denarnega toka: vsota diskontirane vrednosti letnih čistih denarnih tokov v projekciji in diskontirane preostale vrednosti predstavlja sedanjo vrednost investiranega kapitala. Ko od te vsote odštejemo sedanjo vrednost kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti iz financiranja ter prištejemo finančne naložbe in denar na dan ocenjevanja vrednosti, dobimo ocenjeno vrednost lastniškega kapitala. Pri tem sem upoštevala tudi presežek ali primanjkljaj obratnega kapitala, ki povečuje ali zmanjšuje vrednost podjetja. Sedanja vrednost je bila izračunana s pomočjo enačbe (9):

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n} + \frac{\frac{NTD_n(1+g)}{d-g}}{(1+d)^n} \quad (9)$$

Pri tem je:

PV = sedanja vrednost;

NDT_{1 do n} = čisti denarni tok v obdobju napovedi od 1 do n;

d = diskontna mera;

n = število let napovedi;

g = stopnja rasti.

Ob upoštevanju predpostavk in dejstev iz analize preteklih gibanj minulega obdobja, projekcij poslovanja za obdobje od leta 2017 do leta 2021, makroekonomskih razmer in razmer v dejavnosti oljarstva sem ocenila tržno vrednost lastniškega kapitala za ocenjevano podjetje. Ob upoštevanju števila kotirajočih delnic (1.210.749 delnic) je vrednost delnice ocenjevanega podjetja na datum vrednotenja znašala 1,44 EUR. Ocenjeno vrednost ene delnice ocenjevanega podjetja na datum ocenjevanja sem pomnožila s številom delnic (15.687 delnic), ki predstavljajo ocenjevani lastniški delež, tako pa dobila njegovo vrednost. Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža na dan 31.12.2016 je znašala po metodi diskontiranega denarnega toka 22.544 EUR.

Tabela 7: Ocena vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža po metodi diskontiranega denarnega toka na dan 31.12.2016

V EUR	2017	2018	2019	2020	2021	Preostala vrednost						
Čisti denarni tok celotnemu kapitalu	10.713	45.829	54.324	-14.574	4.184	422.256						
Faktor sedanje vrednosti (dospetje konec leta)	0,9070	0,8227	0,7462	0,6768	0,6139	0,6139						
Sedanja vrednost denarnih tokov	9.717	37.704	40.538	-9.864	2.568	259.229						
Vsota sedanjih vrednosti denarnih tokov v obdobju napovedi	80.663	23,7% delež celotne sedanje vrednosti										
Sedanja vrednost preostale vrednosti	259.229	76,3% delež celotne sedanje vrednosti										
Ocenjena vrednost celotnega kapitala na neobvladujoči in tržljivi osnovi	339.891	Izračun vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža <table><tr><td>Število delnic v lasti podjetja A</td><td>15.687</td></tr><tr><td>Ocenjena vrednost ene delnice</td><td>1,44</td></tr><tr><td>Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža</td><td>22.544</td></tr></table>					Število delnic v lasti podjetja A	15.687	Ocenjena vrednost ene delnice	1,44	Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža	22.544
Število delnic v lasti podjetja A	15.687											
Ocenjena vrednost ene delnice	1,44											
Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža	22.544											
Plus: dolgoročne finančne naložbe	226.062											
Plus: denar	685.913											
Plus: presežek obratnega kapitala	550.277											
Tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in tržljivi osnovi	1.802.143											
Minus: odbitek za pomanjkanje tržljivosti (3,5%)	-62.174											
Tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in netržljivi osnovi	1.739.969											
Skupna tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in netržljivi osnovi	1.739.969											
Kotirajoče delnice	1.210.749											
Ocenjena vrednost ene delnice	1,44											

3.4.2 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Določanje vrednosti pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, poteka s pomočjo tržnih mnogokratnikov primerljivih podjetij, s katerimi se pomnožijo izbrane finančne kategorije podjetja, ki ga ocenjujemo. Tržni mnogokratniki temeljijo na borznih kotacijah/cenah teh primerljivih podjetij. Glede na uporabljene finančne kategorije se delijo na mnogokratnike lastniškega in celotnega kapitala (Krivc, 2012).

Glede ocenjevanja slovenskih podjetij na osnovi metode primerljivih podjetij, je treba poudariti, da obstaja velika verjetnost, da je v praksi navedena metoda lahko uporabljena le v omejenih primerih. Slovenska podjetja so namreč v večini primerov premajhna in preveč specifična, da bi se lahko primerjala z mednarodnimi podjetji, uvrščenimi na borzo. Kljub temu, pa je metoda smiselna za slovenska podjetja, ki so uvrščena v slovensko borzno kotacijo.

Pri ocenjevanju podjetja sem se poslužila naslednjih korakov (Lušnic, 2006):

- ugotavljanje istovetnosti dejavnosti in izdelovanje liste primerljivih podjetij;
- analiziranje, izbiranje in ugotavljanje istovetnosti primerljivih podjetij;
- izbor in izračunavanje mnogokratnikov;
- določitev vrednosti ocenjevanega podjetja;
- končno prilagajanje skupaj z odbitkom za netržljivost in končna opredelitev vrednosti.

3.4.2.1 Izbor primerljivih podjetij in prilagoditve računovodskih izkazov

Pri ugotavljanju istovetnosti dejavnosti je bilo najprej potrebno poiskati kotirajoča podjetja, ki se ukvarjajo bodisi z dejavnostjo predelave hrane gledano nekoliko širše in gledano ožje z dejavnostjo predelave in proizvodnje olja. Dejstvo, da so podjetja iz enake dejavnosti, bi pomenilo, da so elementi tveganja in rasti dovolj blizu tistim ocenjevanega podjetja. Primerljivost podjetij sem definirala na osnovi internetnega iskanja. Primerljiva podjetja za potrebe ocenjevanja vrednosti so bila identificirana upoštevaje dejavnost. Opredeljena in predstavljena kot konkurenca so bila že v poglavju 3.2.3.3.

Zaradi razmeroma lahke identifikacije dejavnosti izbor podjetij ni bil pretežak. Precej enostavno je bilo namreč poiskati kotirajoča primerljiva podjetja, ki se med drugim ali pa izključno ukvarjajo s predelavo olja. Primerljivega slovenskega oljarja, ki bi ga uporabila za namene te metode ocenjevanja, ni bilo na voljo, zato sem primerljiva podjetja iskala v večjih mednarodnih oljarskih družbah.

3.4.2.2 Uporabljeni mnogokratniki

Mnogokratniki so količniki, ki jih pridobimo na podlagi borznih kotacij in praviloma ekonomsko – finančne kategorije delovanja posameznega podjetja. Z mnogokratniki pomnožimo predmetne kategorije ocenjevanega podjetja, pri tem pa dobimo njegovo vrednost.

Glede na ločevanje mnogokratnikov lastniškega in celotnega kapitala je bila potrebna odločitev, kakšen pristop ubrati. Mnogokratniki celotnega kapitala se običajno pri vrednotenju manjšinskih deležev uporabijo, ko se primerjana podjetja razlikujejo glede na kapitalsko strukturo. Glede na dejstvo, da so se primerljiva podjetja od ocenjevanega

podjetja pomembno razlikovala po sestavi kapitala in sredstev, sem se odločila za uporabo mnogokratnikov celotnega kapitala kot sledi:

- Mnogokratnik MVIC/EBIT; EBIT je široko uporaben pokazatelj uspešnosti poslovanja. Je zelo ustrezen pokazatelj med podjetji znotraj posamezne dejavnosti, nanj pa ne vplivata različna kapitalska struktura in davčne stopnje primerjanih podjetij.
- Mnogokratnik MVIC/EBITDA; EBITDA je široko uporaben pokazatelj uspešnosti poslovanja podjetja in se uporablja kot nadomestek denarnemu toku, saj izraža denarne stroške poslovanja podjetja pri osnovni proizvodni dejavnosti. Je zelo ustrezen pokazatelj med podjetji znotraj posamezne dejavnosti, nanj pa ne vplivata različna kapitalska struktura in davčne stopnje primerjanih podjetij. Še posebej je njegova uporaba priporočljiva v primeru uporabe različnih amortizacijskih stopenj ali amortizacijskih politik primerjanih podjetij (Rosenbaum & Pearl, 2009).

Celotni kapital (angl. *Market Value of Invested Capital*, v nadaljevanju MVIC) je sicer vsota tržne kapitalizacije in tržne vrednosti dolga podjetja, pri čemer se v praksi (sploh v primeru dolga v obliki najetih posojil v primerjavi z izdanimi obveznicami) največkrat pri tržni vrednosti dolga upošteva kar knjigovodska vrednost dolga, kar sem upoštevala tudi sama.

Izračun izbranih mnogokratnikov je temeljil na:

- revidiranih konsolidiranih računovodskih izkazih primerljivih podjetij in revidiranih izkazih ocenjevanega podjetja;
- tečajih posamezne delnice in celotni tržni kapitalizaciji na datum ocenjevanja vrednosti;
- finančnih kategorijah EBIT in EBITDA, ki tvorita imenovalce mnogokratnikov primerljivih podjetij – nanašata se na leto 2016, torej enako obračunsko obdobje kot pri ocenjevanem podjetju.

Iz izračunov izhaja, da je povprečje mnogokratnika MVIC/EBIT za leto 2016 znašalo - 13,4x, mediana pa 13,7x. Povprečje mnogokratnika MVIC/EBITDA za leto 2016 je znašalo 12,6x, mediana pa 11,8x. Zaradi izločanja ekstremno visokih oziroma nizkih vrednosti je nekoliko bolj uporabno merilo za nadaljnje izračune mediana, še posebej v primeru ugotavljanja mnogokratnika MVIC/EBIT, kjer je povprečna vrednost negativna zaradi negativnega EBIT za podjetje Bimal d.d.

Tabela 8: Mnogokratniki celotnega kapitala primerljivih podjetij za leto 2016

V EUR, USD, HRK, BAM ali RSD	DEOLEO SA (v EUR)	BUNGE LIMITED (v USD)	ZVIJEZDA d.d. (v HRK)	BIMAL d.d. (v BAM)	SUNCE a.d. (v RSD)	DIJAMANT a.d. (v RSD)
Dolg	562.689.000	4.264.000.000	252.313.594	52.610.025	645.703.000	4.198.868.000
Lastniški kapital	328.718.000	7.343.000.000	916.805.327	76.507.835	734.752.000	11.876.669.000
MVIC	828.264.928	14.341.542.271	741.963.769	69.186.129	1.060.835.100	14.242.629.000
EBIT	25.887.000	1.143.000.000	36.643.690	12.794.607	-6.403.000	957.929.000
EBITDA	46.123.000	1.690.000.000	60.907.849	15.913.678	49.809.000	1.239.932.000
Število kotirajočih delnic	1.154.677.949	139.500.862	100.257	2.072.013	143.149	271.453
Vrednost delnice na borzi	0,23	72,24	4.883,95	8,00	2.900,00	37.000,00
Tržna kapitalizacija	265.575.928	10.077.542.271	489.650.175	16.576.104	415.132.100	10.043.761.000
Mnogokratniki						
MVIC/EBIT	32,0	12,5	20,2	5,4	-165,7	14,9
MVIC/EBITDA	18,0	8,5	12,2	4,3	21,3	11,5
Povprečje primerljivih podjetij						
MVIC/EBIT	-13,4					
MVIC/EBITDA	12,6					
Mediana primerljivih podjetij						
MVIC/EBIT	13,7					
MVIC/EBITDA	11,8					

Viri podatkov: letna poročila družb; internet (Y-charts, Ftmarkets); lastni izračuni.

3.4.2.3 Ocena vrednosti po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Z mediano izračunanih mnogokratnikov MVIC/EBIT (vrednost 13,7x) oziroma MVIC/EBITDA (vrednost 11,8x) vseh šestih primerljivih podjetij sem pomnožila EBIT oziroma EBITDA ocenjevanega podjetja za obračunsko leto 2016 ter tako dobila ocenjeni vrednosti celotnega kapitala na neobvladujoči in tržljivi osnovi.

Tabela 9: Vrednost celotnega kapitala ocenjevanega podjetja za leto 2016 glede na uporabljena mnogokratnika

Mediana primerljivih podjetij	
MVIC/EBIT	13,7
MVIC/EBITDA	11,8
V EUR	Ocenjevano podjetje
EBIT	52.010
EBITDA	768.305
Vrednost MVIC glede na EBIT	712.938
Vrednost MVIC glede na EBITDA	9.092.261

Ocenjeno vrednost ene delnice ocenjevanega podjetja na podlagi ugotovljenega mnogokratnika MVIC/EBIT 1,73 EUR na datum ocenjevanja sem pomnožila s številom delnic (15.687 delnic), ki predstavljajo ocenjevani lastniški delež in tako dobila njegovo vrednost, ki znaša 27.210 EUR.

Ocenjeno vrednost ene delnice ocenjevanega podjetja na podlagi ugotovljenega mnogokratnika MVIC/EBITDA 8,42 EUR na datum ocenjevanja sem pomnožila s številom delnic (15.687 delnic), ki predstavljajo ocenjevani lastniški delež in tako dobila njegovo vrednost, ki znaša 132.031 EUR.

Ob upoštevanju števila kotirajočih delnic (1.210.749 delnic) in obeh uporabljenih mnogokratnikov pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo je vrednost delnice ocenjevanega podjetja na datum vrednotenja znašala med 1,73 EUR in 8,42 EUR. Z upoštevanjem srednje vrednosti obeh mnogokratnikov je vrednost delnice ocenjevanega podjetja znašala 5,08 EUR. Ocenjeno vrednost ene delnice ocenjevanega podjetja na datum ocenjevanja sem pomnožila s številom delnic (15.687 delnic), ki predstavljajo ocenjevani lastniški delež, tako pa dobila njegovo vrednost.

Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža na dan 31.12.2016 je znašala po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo med 27.210 EUR in 132.031 EUR. Z upoštevanjem srednje vrednosti obeh mnogokratnikov je vrednost ocenjevanega lastniškega deleža znašala 79.621 EUR.

Tabela 10: Ocena vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo na dan 31.12.2016

V EUR	MVIC/EBIT	MVIC/EBITDA		
Ocenjena vrednost celotnega kapitala na neobvladujoči in tržljivi osnovi	712.938	9.092.261		
Plus: dolgoročne finančne naložbe	226.062	226.062		
Plus: denar	685.913	685.913		
Plus: presežek obratnega kapitala	550.277	550.277	Izračun vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža z uporabo mnogokratnika MVIC/EBIT	
Tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in tržljivi osnovi	2.175.190	10.554.513	Število delnic v lasti podjetja A	15.687
Minus: odbitek za pomanjkanje tržljivosti (3,5%)	-75.044	-364.131	Ocenjena vrednost ene delnice	1,73
			Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža	27.210
Tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in netržljivi osnovi	2.100.146	10.190.382	Izračun vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža z uporabo mnogokratnika MVIC/EBITDA	
Skupna tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in netržljivi osnovi	2.100.146	10.190.382	Število delnic v lasti podjetja A	15.687
Kotirajoče delnice	1.210.749	1.210.749	Ocenjena vrednost ene delnice	8,42
Ocenjena vrednost ene delnice	1,73	8,42	Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža	132.031

3.4.3 Metoda preostalega dobička (RIV model)

Tradicionalni računovodski izkazi, še posebej izkaz poslovnega izida, so pripravljeni z namenom izkazovanja dobičkov, ki so na voljo lastnikom. Rezultat tega je poslovni izid z upoštevanim stroškom dolžniškega kapitala (odhodki iz financiranja). Kljub temu pa ni upoštevan strošek lastniškega kapitala v obliki dividend ali ostalih stroškov kapitala, ki pripadejo lastnikom. Lastniki morajo glede na prikaz računovodskih izkazov sami oceniti, ali poslovni izid podjetja pokriva njihove oportunitetne stroške ob možnostih alternativnega vlaganja v druge primerljive naložbe (Pinto et al., 2017). Takšno problematiko merjenja ustreznega donosa podjetju skuša bolje nasloviti koncept preostalega dobička, pri čemer omenjena kategorija temelji na čistem dobičku in strošku lastniškega kapitala (Pinto et al., 2017).

3.4.3.1 Ocena prihodnjih čistih dobičkov

Pri oceni prihodnjih čistih dobičkov sem izhajala iz že izdelane projekcije, ki je bila uporabljena pri metodi diskontiranega denarnega toka. Pri slednji je bila izdelana do kategorije EBIT-a po davkih (NOPLAT-a). Že predstavljene projekcije sem dodatno dopolnila z zgodovinskimi razmerji postavk finančnega izida in izrednega izida v čistih prihodkih od prodaje. Bistveni parametri za izdelavo napovedi čistega dobička se nanašajo na vključitev finančnega in izrednega izida, ki ju prištejemo k EBIT.

Pri deležu posamične postavke v čistih prihodkih od prodaje sem upoštevala mediano preučevanega obdobja od leta 2007 do vključno leta 2016 za kategorije finančnih prihodkov iz danih posojil, finančnih prihodkov iz poslovnih terjatev, finančnih odhodkov iz oslabitve in odpisov finančnih naložb, drugih prihodkov in drugih odhodkov. Za kategorije finančnih prihodkov iz deležev, finančnih odhodkov iz finančnih obveznosti ter finančnih odhodkov iz poslovnih obveznosti sem uporabila delež v čistih prihodkih od prodaje iz zadnjega leta preučevanega obdobja (leta 2016), saj bolje odraža ekonomsko realnost ocenjevanega podjetja. Na ta način sem ob upoštevanju povprečne efektivne davčne stopnje ugotavljala projicirani čisti poslovni izid, ki je ena pomembnih kategorij v izračunu preostale vrednosti. Napoved prihodnjih čistih dobičkov se je nanašala na napoved eksplicitnega časovnega obdobja od leta 2017 do vključno leta 2021.

Ključni elementi projekcije so nizka rast prihodkov podjetja GEA d.d. ter ohranjanje stroškovne strukture podjetja ob upoštevanju nekaterih prilagoditev za neponavljajoče ali izredne odhodke. Projekcije odražajo nespremenjeno strateško usmeritev ocenjevanega podjetja ohranjanje vodilno pozicijo na slovenskem trgu ob zadržanju tržnega deleža. Pri tem je upoštevana proizvodnja, ki izhaja iz proizvodnih kapacitet predelave olja predvsem leta 2016. Enaka proizvodnja je upoštevana tudi pri metodi diskontiranega denarnega toka.

Tabela 11: Projekcija izkaza čistega poslovnega izida podjetja GEA d.d.

V EUR	2017	2018	2019	2020	2021
Čisti prihodki od prodaje	24.878.049	25.126.109	25.370.053	25.979.850	26.589.708
Rast (v %)	1,5	1,0	1,0	2,4	2,3
Drugi poslovni prihodki	123.251	124.479	125.688	128.709	131.730
Stroški blaga, materiala in storitev	-21.601.484	-21.816.873	-22.028.688	-22.558.172	-23.087.709
Stroški dela	-2.496.124	-2.521.013	-2.545.489	-2.606.673	-2.667.863
Odpisi vrednosti	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295
Amortizacija	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295	-716.295
Drugi poslovni odhodki	-82.723	-83.548	-84.359	-86.387	-88.415
EBIT	104.673	112.859	120.909	141.032	161.157
Finančni prihodki iz deležev	15.392	15.546	15.697	16.074	16.451
Finančni prihodki iz danih posojil	10.515	10.620	10.723	10.981	11.239
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	140.879	142.284	143.665	147.118	150.572
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	-6.932	-7.001	-7.069	-7.239	-7.409
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	-15.962	-16.121	-16.277	-16.669	-17.060
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	-47.944	-48.422	-48.892	-50.067	-51.243
Drugi prihodki	31.633	31.948	32.258	33.034	33.809
Drugi odhodki	-1.806	-1.824	-1.842	-1.886	-1.931
Efektivna davčna stopnja (v %)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Davek iz dobička	-15.493	-16.128	-16.752	-18.312	-19.872
Čisti poslovni izid	214.955	223.761	232.420	254.066	275.714
Neto profitna marža (v %)	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0

Projicirani čisti dobički odražajo neto profitno maržo v višini 0,9 % za leta 2017, 2018 in 2019, v letih 2020 in 2021 pa bo ocenjevano podjetje predvidoma celo izboljšalo profitno maržo in jo dvignilo za 0,1 odstotne točke na 1,0 %. Projicirana neto profitna marža odraža zgodovinske ravni – povprečna neto profitna marža je za obdobje od leta 2007 do leta 2016 znašala 1,4 %, mediana za enako obdobje pa 0,8 %.

3.4.3.2 Prihodnja dividenda politika in povezave z lastniškim kapitalom

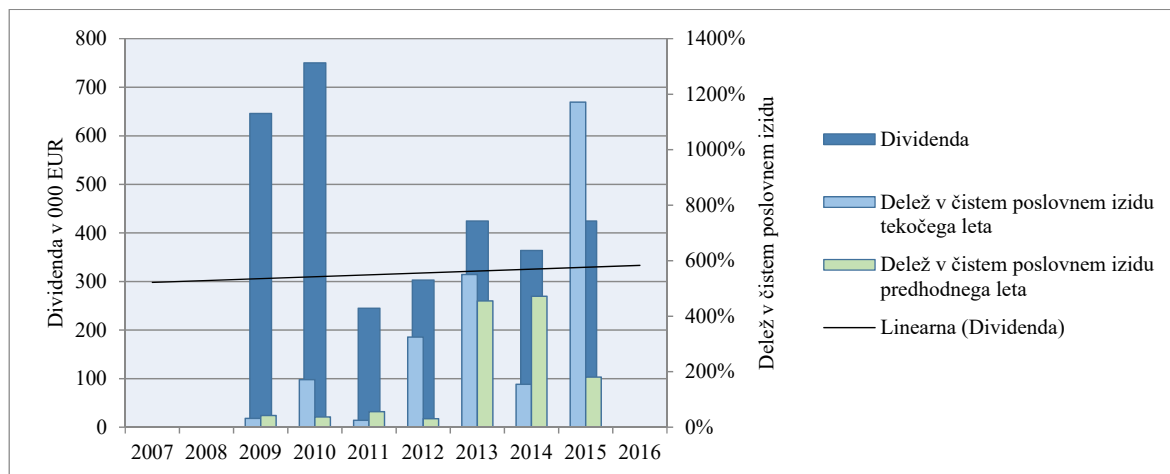
GEA d.d. je skozi obdobje analize od leta 2007 do leta 2016 izvajala precej raznovrstno dividendno politiko. V letih 2007, 2008 in 2016 dividend ni bilo izplačanih. Najvišja dividenda se je izplačala v letih 2009 in 2010. V letu 2010 je znašala rekordnih 750.129 EUR, kar je moč povezovati z uspešnima poslovnima letoma 2008 in 2009. V letih 2013 in 2015 je bila dividenda enaka, znašala je 424.642 EUR.

Kljub temu, da je bila absolutno gledano dividenda nižja v kasnejših letih preučevanega obdobja, pa je zaznati trend naraščanja deleža dividende bodisi v čistem dobičku posameznega tekočega leta ter posameznega preteklega leta. Za ugotavljanje pretekle dividendne politike je primerneje primerjati dividendno izplačilo posameznega tekočega leta s čistim dobičkom preteklega leta. Najvišji delež dividende v čistem poslovnem izidu predhodnega leta je ocenjevano podjetje zabeležilo v letih 2013 in 2014, ko je dividenda predstavljala med 455 % in 472 % dobička.

Pri opazovanju preteklega preučevanega obdobja je za obdobje 10 let mediana deleža dividende v čistem poslovnem izidu tekočega leta znašala 93,3 %. Mediana deleža dividende v čistem poslovnem izidu predhodnega leta je znašala 39,6 %. S kumulativnega

vidika je podjetje GEA d.d. ustvarilo 4,4 mio EUR čistega dobička (pri tem sem upoštevala tudi čisto izgubo v letu 2007 z zmanjšanjem ustvarjenega dobička za ustvarjeno izgubo v višini -1,2 mio EUR navedenega leta), dividend pa je bilo izplačanih 3,2 mio EUR.

Slika 7: Dividendna politika ocenjevanega podjetja v obdobju od leta 2007 do vključno leta 2016



Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; lastni izračuni.

Glede na prikazane vzorce obnašanja podjetja GEA d.d. pri izplačevanju dividend sem za potrebe uporabe metode preostalega dobička uporabila mediano deleža dividende v čistem poslovnem izidu preteklega leta, ki je znašala 39,6 %. Na podlagi omenjenega podatka sem določila prihodnjo dividendno politiko ocenjevanega podjetja oziroma izplačilo dividende za obdobje projekcije do vključno leta 2021. Dolgoročneje gledano je delež primernejši kot deleži, ki si jih je GEA d.d. izplačevala v nekaj zadnjih letih preučevanega obdobja.

Namen izračuna dividende je določanje knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala ob uporabi računovodstva čistega presežka (angl. *clean surplus accounting*, katerega nasprotje je angl. *dirty surplus accounting*). Takšna definicija predvideva povečanje lastniškega kapitala na račun ustvarjenega čistega dobička. Lastniški kapital se z izplačanimi dividendami lastnikom podjetja nasprotno znižuje, pri čemer drugih transakcij z lastniki ni predvidenih (dokapitalizacija kot primer ipd.).

Tabela 12: Projekcija dividende in stanja lastniškega kapitala

V EUR	2017	2018	2019	2020	2021
Čisti poslovni izid	214.955	223.761	232.420	254.066	275.714
Neto profitna marža (v %)	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Dividendna stopnja (v %)	39,6	39,6	39,6	39,6	39,6
Dividende	-72.128	-85.199	-88.689	-92.121	-100.700
Lastniški kapital	11.764.166	11.902.728	12.046.459	12.208.404	12.383.417

3.4.3.3 Določitev diskontne mere in ocena vrednosti po metodi preostalega dobička

Izračun diskontne mere – strošek lastniškega kapitala je podan v Tabeli 5. Uporabila sem diskontno mero 10,3 %. Vsota diskontirane vrednosti letnih preostalih čistih dobičkov v projekciji in knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala na datum ocenjevanja (31.12.2016) predstavlja sedanjo vrednost lastniškega kapitala. Te vrednosti ne prilagajamo za kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz financiranja, finančne naložbe, denar, obratni kapital ali ostala presežna sredstva v obliki poslovno nepotrebnega premoženja, saj je ugotovljena raven vrednosti že izračunana za lastniški kapital in ne pripisuje vrednosti celotnemu kapitalu.

Glede na omejitve pri napovedovanju projekcijskega (eksplicitnega) obdobja se metoda preostalega dobička lahko nadgradi oziroma dopolni z ugotavljanjem vrednosti po koncu obdobja napovedi. Smatram, da ocenjevano podjetje zaradi utrjenega položaja v dejavnosti oljarstva na slovenskem tržišču lahko računa na preostalo vrednost po koncu obdobja napovedi, zato sem vrednost lastniškega kapitala ocenjevanega podjetja ugotavljala s pomočjo prilagojene enačbe RIV modela z vključitvijo dela formule, ki se nanaša na preostalo vrednost. Ob tem sem faktor vztrajnosti opredelila ter ocenila v višini 1, čigar višino utemeljujem predvsem na račun vodilnega položaja GEA d.d. na slovenskem trgu. Metoda preostalega dobička tako v moji različici izračuna vrednosti upošteva napoved preostalega dobička v neskončnost (Penman, 2007).

Ob upoštevanju predpostavk in dejstev iz analize gibanj preteklega obdobja, projekcij poslovanja za obdobje od leta 2017 do leta 2021 vključno s projekcijo dividend in čistega dobička, makroekonomskih razmer, razmer v dejavnosti oljarstva (vključno z ocenjenim faktorjem vztrajnosti za obdobje po končanju projekcije) sem izračunala tržno vrednost lastniškega kapitala za ocenjevano podjetje. Dodatno sem upoštevala še odbitek za pomanjkanje tržljivosti v višini 3,5 %. Izračun je prikazan v poglavju 3.4.1.4.

Ob upoštevanju števila kotirajočih delnic (1.210.749 delnic) je vrednost delnice ocenjevanega podjetja na datum vrednotenja znašala 1,66 EUR. Ocenjeno vrednost ene delnice ocenjevanega podjetja na datum ocenjevanja sem pomnožila s številom delnic (15.687 delnic), ki predstavljajo ocenjevani lastniški delež, tako pa dobila njegovo vrednost. Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža na dan 31.12.2016 je znašala po metodi preostalega dobička 26.078 EUR.

Tabela 13: Ocena vrednosti ocenjevanega lastniškega deleža po metodi preostalega dobička na dan 31.12.2016

V EUR	2016	2017	2018	2019	2020	2021								
Lastniški kapital	11.621.339	11.764.166	11.902.728	12.046.459	12.208.404	12.383.417								
Čisti poslovni izid		214.955	223.761	232.420	254.066	275.714								
Zahtevana mera donosa lastniškega kapitala (v %)		10,3	10,3	10,3	10,3	10,3								
Presežni dobički		-976.232	-982.066	-987.610	-980.696	-975.647								
Faktor sedanje vrednosti (dospetje konec leta)		0,9070	0,8227	0,7462	0,6768	0,6139								
Sedanja vrednost presežnih dobičkov		-885.471	-807.948	-736.970	-663.774	-598.963								
Tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in tržljivi osnovi	2.084.673	<table><tr><th colspan="2">Izračun vrednosti Ocenjevanega lastniškega deleža</th></tr><tr><td>Število delnic v lasti podjetja A</td><td>15.687</td></tr><tr><td>Ocenjena vrednost ene delnice</td><td>1,66</td></tr><tr><td>Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža</td><td>26.078</td></tr></table>					Izračun vrednosti Ocenjevanega lastniškega deleža		Število delnic v lasti podjetja A	15.687	Ocenjena vrednost ene delnice	1,66	Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža	26.078
Izračun vrednosti Ocenjevanega lastniškega deleža														
Število delnic v lasti podjetja A	15.687													
Ocenjena vrednost ene delnice	1,66													
Vrednost ocenjevanega lastniškega deleža	26.078													
Minus: odbitek za pomanjkanje tržljivosti (3,5%)	-71.921													
Tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in netržljivi osnovi	2.012.751													
Skupna tržna vrednost lastniškega kapitala na neobvladujoči in netržljivi osnovi	2.012.751													
Kotirajoče delnice	1.210.749													
Ocenjena vrednost ene delnice	1,66													

SKLEP

Ocena vrednosti, ki je bila opravljena z uporabo različnih metod vrednotenja in je predstavljena v magistrskem delu, temelji na predpostavki, da vrednost delnice na borzi velikokrat ni merodajna za določanje realne oziroma prave oziroma tržne vrednosti podjetja in je zato potrebno le-to oceniti z ustreznimi metodami vrednotenja.

Ocena tržne vrednosti je zgolj razumna ocena, po kateri bi lahko premoženje prešlo iz rok prodajalca v roke kupca v neosebni transakciji. Dejansko plačana cena v poslovnem dogodku, ki se nanaša na predmetno premoženje, pa se lahko razlikuje od ocenjene vrednosti zaradi različnih vzrokov, kot so na primer motivacija pogodbenih strank, pogajalske sposobnosti strank, sinergijski učinki in drugi dejavniki.

Glede na zapisano bi lahko povzeli, da se prodajalec (v mojem primeru je šlo za izmišljen primer – družbo A d.o.o.) ne more nekritično zanesti na vrednost delnice na borzi, saj ta ne podaja nujno merodajnega merila za presojo vrednosti. Hkrati pa tudi ni rečeno, da bo izdelana ocena vrednosti prevladujoč dejavnik v pogajanjih za izpeljavo prodajne transakcije. Ne glede na vrednost delnice na borzi in različne možne ugotovitve o vrednosti

delnice s pomočjo različnih metod vrednotenja se namreč končna cena lahko oblikuje na povsem drugačnih temeljih in osnovah.

Pri vrednotenju lastniškega kapitala 15.687 delnic oznake GSBG na dan 31.12.2016 sem uporabila metodo diskontiranih denarnih tokov, metodo primerljivih, na borzo uvrščenih podjetij in metodo preostalega dobička (RIV model). Glavno raziskovalno vprašanje magistrske naloge je bilo, ali je vrednost delnice GSBG na borzi merodajna za določanje prave in resnične tržne vrednosti lastniškega deleža podjetja A d.o.o.

V konkretnem primeru sem glede na predmet in namen ocenjevanja uporabila na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti, v okviru tega pa metodo diskontiranega denarnega toka. Metoda diskontiranega denarnega toka temelji na teoretični predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki jo določa časovna vrednost denarja in mera tveganja. S pomočjo metode diskontiranega denarnega toka sem ocenila, da je bila tržna vrednost ocenjevanega lastniškega deleža na dan 31.12.2016 enaka 22.544 EUR (1,44 EUR/delnico).

Prav tako sem kot podporno in kontrolno metodo metodi diskontiranega denarnega toka dodatno uporabila metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi in metodo preostalega dobička.

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi izhaja iz predpostavke, da predstavljajo primerljiva podjetja, ki kotirajo na eni izmed borz in katerih podatki so splošno dostopni, dobro osnovo za opredelitev vrednosti ocenjevanega podjetja. Določanje vrednosti poteka s pomočjo tržnih mnogokratnikov primerljivih podjetij. Pri izračunu sem v magistrski nalogi uporabila mnogokratnika MVIC/EBIT in MVIC/EBITDA in ocenila, da je vrednost delnice ocenjevanega podjetja na datum vrednotenja znašala med 1,73 EUR in 8,42 EUR. Z upoštevanjem srednje vrednosti obeh mnogokratnikov je vrednost delnice ocenjevanega podjetja znašala 5,08 EUR in vrednost ocenjevanega lastniškega deleža 79.621 EUR.

Metoda preostalega dobička za izhodišče vrednotenja kapitala vzame trenutno knjigovodsko vrednost, kateri prišteje sedanjo vrednost vseh prihodnjih pričakovanih preostalih dobičkov. S pomočjo te metode in ob upoštevanju števila kotirajočih se delnic (1.210.749 delnic) je vrednost delnice ocenjevanega podjetja na datum vrednotenja znašala 1,66 EUR in vrednost ocenjevanega lastniškega deleža 26.078 EUR.

Na osnovi dejstev, predpostavk in metod vrednotenja uporabljenih v tem magistrskem delu, je moje mnenje o ocenjeni tržni vrednosti 1,25 % lastniškega kapitala podjetja A d.o.o. na dan 31.12.2016, za namen prodaje 15.687 delnic, da znaša le-ta 22.544 EUR (1,44 EUR/delnico). Zaradi večje zanesljivosti informacij sem se najbolj zanesla na rezultat, ki sem ga dobila s pomočjo metode diskontiranega denarnega toka. Metoda

preostalega dobička ter uporaba mnogokratnika MVIC/EBIT predmetno vrednost relativno dobro potrjujeta z izračunanimi vrednotenjem v višini 1,66 EUR/delnico in 1,73 EUR/delnico. Nekoliko bolj je odstopala uporaba metode preko mnogokratnika MVIC/EBITDA z vrednostjo 8,42 EUR/delnico, kar je nekoliko bližje knjigovodski vrednosti delnice ocenjevanega podjetja na datum ocenjevanja.

Vrednost delnice GSBG na Ljubljanski borzi je konec leta 2016 znašala 3,30 EUR, medtem ko je knjigovodska vrednost delnice, po stanju konec posamičnega leta, presegala tržno vrednost delnice na borzi – v letu 2016 je ta razlika znašala 6,30 EUR. Glede na vse navedeno in z izdelano empirično analizo potrjujem hipotezo, da vrednost delnice na borzi ni vsakokrat merodajna za določanje tržne vrednosti delnice oziroma podjetja. Borzna vrednost delnice konec leta 2016 (3,30 EUR/delnico) je na primeru podjetja GEA d.d. presegala ocenjeno vrednost delnice ocenjevanega podjetja (1,44 EUR/delnico). Vendarle pa lahko izpostavim, da so odstopanja relativno majhna, kar sem poskusila zagotoviti z upoštevanjem številnih dejavnikov, ki zaznamujejo delovanje ocenjevanega podjetja ter uporabo raznovrstnih metod vrednotenja.

Potrebno je tudi opozoriti, da v empirični študiji, ki je bila opravljena in predstavljena v magistrski nalogi, opravljena analiza temelji na javno dostopnih podatkih in številnih predpostavkah. Ugotovljene vrednosti nikakor ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo delnice družbe GEA d.d., gre zgolj za študijo primera, ki je bila opravljena za potrebe izdelave magistrske naloge.

Uporabljeni kontrolni metodi (metoda z uporabo mnogokratnika MVIC/EBIT in RIV model) dajeta v primeru vrednotenja podjetja GEA d.d. dobro podlago za zaupanje v uporabljivost metode diskontiranih denarnih tokov. Z uporabo morebitnih drugih metod ocenjevanja vrednosti bi lahko še z nekoliko večjo zanesljivostjo potrdila ali ovrgla razlikovanje med borzno in pravo tržno vrednostjo delnice ocenjevanega podjetja na 31.12.2016.

LITERATURA IN VIRI

1. Banka Slovenije. (b.l.a). *Mesečna tečajnica Banke Slovenije – valute, za katere ECB ne objavlja referenčnih tečajev in cene plemenitih kovin*. Najdeno 11. septembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/podatki/eksot-tec.asp?MapaId=1231>
2. Banka Slovenije. (b.l.b). *Dnevna tečajnica – referenčni tečaji ECB*. Najdeno 11. septembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/podatki/tec-bs.asp?MapaId=1230>
3. Beograjska borza. (2017). *Sunce a.d.* Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.belex.rs/trgovanje/vesti/hartija/SNCE>
4. Bimal d.d. (2017). *O nas*. Najdeno 20. maja 2017 na spletnem naslovu http://www.bimaldd.com/index.php?option=com_content&view=article&id=64&Itemid=81&lang=en
5. Bimal d.d. (2017b). *Finančni izkazi za leto 2016*. Najdeno 11. septembra 2017 na spletnem naslovu <http://www.sase.ba/v1/Tr%C5%BEi%C5%A1te/Emitenti/Profil-emitenta/symbol/BBR9R>
6. Bunge Limited. (2017). *Kdo smo*. Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.bunge.com/who-we-are>
7. Bunge Limited. (2017a, 15. februar). *Bunge Reports Fourth Quarter 2016 Results*. Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.bunge.com/sites/default/files/attachments/4q16combinedreleasetables.vfinal.pdf>
8. Bunge Limited. (2017b). *Letno poročilo podjetja Bunge Limited za leto 2016*. New York: Bunge Limited.
9. Cerik, A. (2010). *Ocenjevanje vrednosti podjetja na podlagi tržnih primerjav: primer podjetja Salus* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Čerpnjak, J. (2011). *Odstopanja modelskih ocen od tržnih vrednosti denic* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
12. Damodaran Online. (2017). Najdeno 29. maja 2017 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
13. Deoleo, S.A. (2017a). *Predstavitev*. Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu <http://deoleo.com/accionistas-e-inversores/presentacion-e-informes/?lang=en>
14. Deoleo, S.A. (2017b). *Rastlinska olja*. Najdeno 31. marca na spletnem naslovu <http://deoleo.com/deoleo/acerca-del-negocio/producto/?lang=en>
15. Deoleo, S.A. (2017c). *Letno poročilo Deoleo S.A. za leto 2016*. Madrid: Deoleo S.A.
16. Deoleo SA. (b.l.). *V 4-traders*. Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.4-traders.com/DEOLEO-SA-159781/company/>
17. Dijamant a.d. (2017a). *Predstavitev*. Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.dijamant.rs/en/about-us/>

18. Dijamant a.d. (2017b). *Letno poročilo Dijamant a.d. za leto 2016*. Zrenjanin: Dijamant a.d.
19. Feltham, G., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689–732.
20. French, D. W., Subramaniam, C., & Trapani, T. (1998). The market valuation of earnings and real growth. *Journal of Investing*, 7(1), 54–60.
21. GEA d.d. (2007). *Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2006*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
22. GEA d.d. (2008). *Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
23. GEA d.d. (2009). *Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
24. GEA d.d. (2010). *Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
25. GEA d.d. (2011). *Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
26. GEA d.d. (2012). *Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
27. GEA d.d. (2013). *Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
28. GEA d.d. (2014). *Letno poročilo Tovarne olja Gea d.d. za leto 2013*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
29. GEA d.d. (2015). *Letno poročilo Tovarne olja Gea d.d. za leto 2014*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
30. GEA d.d. (2016). *Letno poročilo Tovarne olja Gea d.d. za leto 2015*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
31. GEA d.d. (2017a). *Letno poročilo 2016*. Slovenska Bistrica: GEA d.d.
32. GEA d.d. (2017b). *O Tovarni olja Gea*. Najdeno 13. maja 2017 na spletnem naslovu <http://www.gea.si/o-podjetju/o-tovarni/>
33. GEA d.d. (2017c). *Za vlagatelje*. Najdeno 13. maja 2017 na spletnem naslovu <http://www.gea.si/o-podjetju/za-vlagatelje/>
34. Grabowski, R. J., Harrington, J. P., & Nunes, C. (2016). *2016 International Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital*. Wiley.
35. Gupta, R. (2007). Accounting Based Valuation Models and Security prices in India – An Empirical Assessment. *The Business Review*, 7(1), 158–163.
36. Halsey, R. F. (2001). Using the residual-income stock price valuation model to teach and learn ratio analysis. *Issues in Accounting Education*, 16(2), 257–272.
37. Hitchner, J. R. (2006). *Financial valuation: Applications and models* (2. izdaja). Wiley Finance.
38. Hočevár, M. (2007). *Kontroling stroškov : oblikovanje računovodskih informacij za managersko odločanje* (1. natis). Ljubljana: GV založba.

39. International Monetary Fund. (2017, 28. marec). *Slovenia: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission*. Najdeno 11. aprila 2017 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/03/28/mcs032817-slovenia-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>
40. Jennergren, L. P., & Skogsvik, K. (2008, 28. september). The Abnormal Earnings Growth Model: Applicability and Applications. *SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration No. 2007:11*. Najdeno 10. julija 2017 na spletnem naslovu http://swoba.hhs.se/hastba/papers/hastba2007_011.pdf
41. Jorgensen, N. B., Lee, Y. G., & Yoo, Y. K. (2011). The valuation accuracy of equity value estimates inferred from conventional empirical implementations of abnormal earnings growth model: US evidence. *Journal of business finance & accounting*, 38(3), 446–471.
42. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2013). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies* (4. izdaja). Hoboken: Wiley.
43. Koren, L., Rozman, E., & Ocvirk, T. (2009). Določanje kakovosti jedilnih olj. *Raziskovalna naloga*. Najdeno 21. maja 2017 na spletnem naslovu http://mladiraziskovalci.scv.si/admin/file/oddane_naloge/1061_378730_4_olja_19_03.pdf
44. Krivic, P. (2012). Tržni način ocenjevanja vrednosti slovenskih podjetij. *Bančni vestnik*, 61(6), 34–35.
45. Ljubljanska borza. (2017). *GEA d.d.* Najdeno 17. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289>
46. Lušnic, K. (2006). Uporaba metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, pri ocenjevanju vrednosti podjetij. *Revija Revizor*, 17(9), 42–44.
47. Nagorniak, J. J., & Wilcox, S. E. (2014). *Equity Valuation: Concepts and Basic tools*. V CFA Program Curriculum 2014, Level I, Volume 4 (str. 251). CFA Institute: Wiley.
48. New York Stock Exchange. (2017). *Bunge Limited*. Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu <https://nyse.nyx.com/>
49. OECD-FAO Agricultural Outlook 2017-2026. (b.l.). V *OECD.stat*. Najdeno 15. maja 2017 na spletni strani <http://stats.oecd.org/>
50. Ohlson, J. A. (1991). The theory of value and earnings and an introduction to the Ball-Brown analysis. *Contemporary Accounting Research*, 8(1), 1–19.
51. Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–688.
52. Ohlson, J. A. (2003). Positive (Zero) NPV Projects and the Behavior of Residual Earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1/2), 7–16.
53. Ohlson, J. A. (2005). On accounting-based valuation formulae. *Review of Accounting Studies*, 10(2/3), 323–347.
54. Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation*. Hampshire: Cengage Learning EMEA.

55. Penman, S. H. (2005). Discussion of on accounting-based valuation formulae and expected eps and eps growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies*, 10(2/3), 367–378.
56. Penman, S. H. (2007). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (3. izdaja). New York: McGraw–Hill.
57. Penman, S. H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (4. izdaja). New York: McGraw–Hill.
58. Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2017). Residual Income Valuation. V CFA Program Curriculum 2017, Level II, Volume 4 (str. 488–498). CFA Insitute: Wiley.
59. Porter, M. E. (2008). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Simon and Schuster.
60. Povprečni devizni tečaji. (b.l.). V *Banka Slovenije*. Najdeno 15. maja na spletni strani <http://www.bsi.si/podatki/povp-tec.asp?MapaId=1281>
61. Poznanić, V., & Cvijanović, J. M. (2011). *Metode vrednovanja preduzeća*. Beograd: Ekonomski institut.
62. Pratt, S. P. (2009). *Business Valuation, Discounts and Premiums* (2. izdaja). Hoboken, New Jersey: Wiley.
63. Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2008). *Cost of capital* (3. izdaja). Hoboken, New Jersey: Wiley.
64. Pratt, S. P., & Niculita, A. V. (2008). *Valuing a business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (5. izdaja). New York: McGraw-Hill.
65. Pratt, S. P., Reilly, R. F., & Schweihs, R. P. (2000). *Valuing a business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (4. izdaja). New York: McGraw-Hill.
66. Praznik, B. (2011). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: SIR.
67. Preinreich, G. (1938). Annual survey of economic theory: The theory of depreciation. *Econometrica*, 6(3), 219–241.
68. Pustoslemšek, T., Slapničar, S., & Valentinčič, A. (2016). Uporabnost modela določanja donosnosti lastniškega kapitala za slovenski kapitalski trg. *Economic and business review*, 18, 73–88.
69. Rihar, Š. (2009). *Ocena vrednosti delnice na podlagi napovedi ekonomskih analitikov* (diplomsko delo). Ljubljana; Ekonomska fakulteta.
70. Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2009). *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions, application and models*. Chichester: Wiley.
71. SASE. Najdeno 25. aprila 2017 na spletnem naslovu <http://www.sase.ba/v1>
72. Slovenski inštitut za revizijo. (2012). *Kodeks etičnih načel za ocenjevalce vrednosti*. Najdeno 17. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=DRUG3820>
73. Slovenski inštitut za revizijo. (2013). *Slovenski poslovnofinančni standardi*. Najdeno 17. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=DRUG1174>

74. Slovenski inštitut za revizijo. (2015). *Hierarhija pravil ocenjevanja vrednosti*. Najdeno 17. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=DRUG3548>
75. Slovenski inštitut za revizijo. (2017). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti* (slovenski prevod). Ljubljana: Odbor za Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti.
76. Statistični urad Republike Slovenije. (2016, 29. december). Indeksi cen življenjskih potrebščin. Najdeno 4. aprila 2017 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/sl/News/Index/6436>
77. Statistični urad Republike Slovenije. (b.l.). *BDP in nacionalni računi*. Najdeno 13. julija 2017 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/Field/Index/1>
78. Sunce a.d. (2017a). *Letno poročilo podjetja Sunce a.d. za leto 2016*. Samobor: Sunce a.d.
79. Sunce a.d. (2017b). *Predstavitev*. Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu http://www.sunce.co.rs/o_kompaniji.php?lang=sr
80. Sunce a.d. (b.l.). V *Centralni registar*. Najdeno 31. marca na spletnem naslovu <http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabranieमितentjmb=2ACACB58F8C5061E&isin=48A1A8208CB87A168609DD09>
81. Turk, I. (2012). *Pojmovnik računovodstva, financ in revizije*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
82. Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2017). *Poročilo o razvoju 2017*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
83. Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2017a, 31. marec). Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2017. Najdeno 16. maja na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/napovedi/pomladanska-napoved/napoved/news/pomladanska-napoved-gospodarskih-gibanj-2017/?tx_news_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx_news_pi1%5Baction%5D=detail&cHash=54d7c948b21cf562c52748b38fe2f71f
84. Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2017b, 11. maj). Poročilo o razvoju 2017. Poročilo o razvoju. Najdeno 25. maja 2017 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/razvoj-slovenije/porocilo/news/porocilo-o-razvoju-2017/?tx_news_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx_news_pi1%5Baction%5D=detail&cHash=84f098a88dbfd9edae6ca6c7da518755
85. Zakon o revidiranju (ZRev-2). *Uradni list RS* št. 65/2008, 63/2013 – ZS-K.
86. Zvijezda d.d. (2017a). *Predstavitev*. Najdeno 31. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.zvijezda.hr/o-nama/>
87. Zvijezda d.d. (2017b). *Finančni izkazi za leto 2016*. Najdeno 11. septembra 2017 na spletnem naslovu <http://www.zse.hr/userdocsimages/financ/ZVZD-fin2016-4Q-NotREV-K-HR.pdf>
88. Zvijezda d.d. (b.l.) V *Zagrebačka burza*. Najdeno 31. marca na spletnem naslovu <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=406>

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Izkaz poslovnega izida ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016.....	1
Priloga 2: Struktura izkaza poslovnega izida ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016	2
Priloga 3: Stopnje letnih rasti ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016 ...	3
Priloga 4: Bilanca stanja ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016.....	4
Priloga 5: Struktura bilance stanja ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016	6
Priloga 6: Seznam v delu uporabljenih kratic.....	8

PRILOGA 1: Izkaz poslovnega izida ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

Tabela 1: Izkaz poslovnega izida ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

V EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Čisti prihodki od prodaje	26.801.574	36.960.397	27.418.870	27.138.807	32.050.153	29.417.765	24.667.491	27.259.620	25.527.187	24.515.308
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvode	102.880	-25.315	120.636	17.248	325.769	-193.962	-233.910	6.468	-215.736	27.955
Drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi poslovnimi prihodki)	224.715	281.534	154.312	557.467	121.945	210.066	96.209	92.240	153.371	176.124
Stroški blaga, materiala in storitev	-25.013.379	-31.373.429	-21.734.058	-23.938.375	-27.985.011	-26.083.246	-20.853.830	-23.402.056	-22.066.740	-21.381.005
Stroški dela	-2.353.943	-2.405.683	-2.614.612	-2.369.857	-2.377.498	-2.410.359	-2.374.847	-2.617.362	-2.502.750	-2.459.729
Odpirski prihodki	-1.031.529	-1.864.001	-1.558.050	-1.080.430	-1.078.048	-993.525	-1.162.991	-986.517	-919.188	-767.697
Amortizacija	-924.381	-1.008.683	-949.593	-972.820	-1.033.653	-953.294	-835.901	-814.449	-750.327	-716.295
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih dolgoročnih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	-39.942	-769.050	-39.484	-2.741	-4.285	-2.052	-1.675	-98.411	-5.075	-1.136
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	-67.206	-86.268	-568.973	-104.869	-40.110	-38.179	-325.415	-73.657	-163.786	-50.266
Drugi poslovni odhodki	-110.378	-138.274	-101.511	-88.535	-97.884	-104.747	-77.807	-87.080	-78.104	-58.946
Finančni prihodki iz deležev	301.198	266.211	463.209	152.889	137.020	223.589	9.300	1.242	1.439	15.168
Finančni prihodki iz danih posojil	38.061	30.115	22.410	12.989	13.816	12.187	190	58	1	0
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	54.572	337.307	172.822	147.397	80.824	97.952	145.399	127.961	213.180	170.046
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	0	-373.049	-94.445	-33.886	-11.542	0	0	-51.396	-5.033	-1.545
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	-192.137	-238.818	-100.392	-82.493	-87.272	-65.768	-54.677	-20.945	-12.360	-15.729
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	-10.126	-9.125	-22.640	-8.475	-14.335	-72.607	-81.998	-46.789	-67.947	-47.245
Drugi prihodki	42.738	114.824	219.148	25.739	103.182	56.025	14.818	24.586	10.378	12.272
Drugi odhodki	-85.857	-37.985	-12.486	-13.025	-1.495	-61	-1.750	-1.720	-1.451	-1.821
Davek iz dobička	0	0	-300.607	0	-197.310	0	-14.431	-63.306	0	-1.177
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	-1.231.611	1.524.709	2.032.606	437.460	982.314	93.309	77.166	235.004	36.247	181.979
EBIT	-1.380.060	1.435.229	1.685.587	236.325	959.426	-158.008	60.315	265.313	-101.960	52.010
EBITDA	-455.679	2.443.912	2.635.180	1.209.145	1.993.079	795.286	896.216	1.079.762	648.367	768.305

Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo 2016, 2017a; lastni izračuni.

PRILOGA 2: Struktura izkaza poslovnega izida ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

Tabela 2: Struktura izkaza poslovnega izida ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

V %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Povprečje	Mediana
Čisti prihodki od prodaje	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Čisti prihodki od prodaje na domačem trgu	85,8	88,8	95,2	87,8	90,3	87,3	87,5	77,9	79,9	80,1	86,1	87,4
Čisti prihodki od prodaje na tujem trgu	14,2	11,2	4,8	12,2	9,7	12,7	12,5	22,1	20,1	19,9	13,9	12,6
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	0,4	0,1	0,4	0,1	1,0	-0,7	-0,9	0,0	-0,8	0,1	0,0	0,1
Drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi poslovnimi prihodki)	0,8	0,8	0,6	2,1	0,4	0,7	0,4	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7
Stroški blaga, materiala in storitev	93,3	84,9	79,3	88,2	87,3	88,7	84,5	85,8	86,4	87,2	86,6	86,8
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	84,2	77,5	69,4	79,6	79,3	81,3	76,3	77,8	78,2	78,9	78,2	78,6
Stroški storitev	9,2	7,4	9,9	8,6	8,0	7,4	8,3	8,0	8,2	8,3	8,3	8,2
Stroški dela	8,8	6,5	9,5	8,7	7,4	8,2	9,6	9,6	9,8	10,0	8,8	9,2
Odpisi vrednosti	3,8	5,0	5,7	4,0	3,4	3,4	4,7	3,6	3,6	3,1	4,0	3,7
Amortizacija	3,4	2,7	3,5	3,6	3,2	3,2	3,4	3,0	2,9	2,9	3,2	3,2
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih dolgoročnih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	0,1	2,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,3	0,0
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0,3	0,2	2,1	0,4	0,1	0,1	1,3	0,3	0,6	0,2	0,6	0,3
Drugi poslovni odhodki	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
Finančni prihodki iz deležev	1,1	0,7	1,7	0,6	0,4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,5
Finančni prihodki iz danih posojil	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	0,2	0,9	0,6	0,5	0,3	0,3	0,6	0,5	0,8	0,7	0,5	0,6
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	0,0	1,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	0,7	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1
Drugi prihodki	0,2	0,3	0,8	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1
Drugi odhodki	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Davek iz dobička	0,0	0,0	1,1	0,0	0,6	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	4,6	4,1	7,4	1,6	3,1	0,3	0,3	0,9	0,1	0,7	2,3	1,2

PRILOGA 3: Stopnje letnih rasti ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

Tabela 3: Stopnje letnih rasti ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

V %	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	Povprečje	Mediana
Čisti prihodki od prodaje	9,5	37,9	-25,8	-1,0	18,1	-8,2	-16,1	10,5	-6,4	-4,0	1,5	-2,5
Čisti prihodki od prodaje na domačem trgu	10,2	42,7	-20,4	-8,8	21,5	-11,2	-16,0	-1,6	-3,9	-3,8	0,9	-3,9
Čisti prihodki od prodaje na tujem trgu	5,6	8,9	-68,4	153,5	-6,0	19,6	-17,0	94,9	-15,0	-4,6	17,2	0,5
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvode	-300,3	-124,6	-576,5	-85,7	1788,7	-159,5	20,6	-102,8	-3435,4	-113,0	-308,9	-118,8
Drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi poslovnimi prihodki)	-60,3	25,3	-45,2	261,3	-78,1	72,3	-54,2	-4,1	66,3	14,8	19,8	5,4
Stroški blaga, materiala in storitev	16,9	25,4	-30,7	10,1	16,9	-6,8	-20,0	12,2	-5,7	-3,1	1,5	3,5
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	18,0	27,0	-33,6	13,6	17,7	-5,9	-21,3	12,7	-5,8	-3,2	1,9	4,8
Stroški storitev	7,7	10,8	0,0	-13,7	9,7	-15,6	-6,1	7,5	-4,4	-2,6	-0,7	-1,3
Stroški dela	-8,8	2,2	8,7	-9,4	0,3	1,4	-1,5	10,2	-4,4	-1,7	-0,3	-0,6
Odpisi vrednosti	-23,2	80,7	-16,4	-30,7	-0,2	-7,8	17,1	-15,2	-6,8	-16,5	-1,9	-11,5
Amortizacija	-22,8	9,1	-5,9	2,4	6,3	-7,8	-12,3	-2,6	-7,9	-4,5	-4,6	-5,2
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih dolgoročnih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	890,1	1825,4	-94,9	-93,1	56,3	-52,1	-18,4	5775,3	-94,8	-77,6	811,6	-35,2
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	-52,5	28,4	559,5	-81,6	-61,8	-4,8	752,3	-77,4	122,4	-69,3	111,5	-28,6
Drugi poslovni odhodki	-38,9	25,3	-26,6	-12,8	10,6	7,0	-25,7	11,9	-10,3	-24,5	-8,4	-11,5
Finančni prihodki iz deležev	75,1	-11,6	74,0	-67,0	-10,4	63,2	-95,8	-86,6	15,9	954,1	91,1	2,7
Finančni prihodki iz danih posojil	-7,9	-20,9	-25,6	-42,0	6,4	-11,8	-98,4	-69,5	-98,3	-100,0	-46,8	-33,8
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	1,0	518,1	-48,8	-14,7	-45,2	21,2	48,4	-12,0	66,6	-20,2	51,4	-5,5
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	-100,0	-	-74,7	-64,1	-65,9	-100,0	-	-	-90,2	-69,3	-80,6	-74,7
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	467,9	24,3	-58,0	-17,8	5,8	-24,6	-16,9	-61,7	-41,0	27,3	30,5	-17,3
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	-53,2	-9,9	148,1	-62,6	69,1	406,5	12,9	-42,9	45,2	-30,5	48,3	1,5
Drugi prihodki	-19,0	168,7	90,9	-88,3	300,9	-45,7	-73,6	65,9	-57,8	18,3	36,0	-0,4
Drugi odhodki	1312,1	-55,8	-67,1	4,3	-88,5	-95,9	2768,9	-1,7	-15,6	25,5	378,6	-8,7
Davek iz dobička	-	-	-	-100,0	-	-100,0	-	338,7	-100,0	-	9,7	-100,0
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	286,7	-223,8	33,3	-78,5	124,5	-90,5	-17,3	204,5	-84,6	402,1	55,7	8,0

PRILOGA 4: Bilanca stanja ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

Tabela 4: Bilanca stanja ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

V EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sredstva	20.641.863	19.489.008	19.019.689	20.285.053	20.161.570	19.838.702	18.245.103	17.749.631	16.292.781	14.850.332
Dolgoročna sredstva	8.450.259	7.744.601	7.376.791	7.879.015	7.406.562	7.156.670	6.559.502	5.884.753	5.720.049	5.285.343
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve	383.116	229.680	174.032	197.491	252.574	366.815	321.140	249.304	169.791	106.980
Dolgoročne premoženjske pravice	382.365	228.814	173.231	197.082	251.990	366.080	320.213	247.314	168.199	104.146
Dolgoročne aktivne časovne razmejitve	751	866	801	409	584	735	927	1.990	1.592	2.834
Opredmetena osnovna sredstva	7.758.386	7.184.607	7.091.627	7.613.624	7.108.637	6.508.163	5.967.754	5.407.969	5.297.430	4.952.301
Zemljišča in zgradbe	3.583.658	3.580.175	3.522.756	3.519.165	3.485.886	3.498.023	3.414.241	3.291.169	3.150.927	3.100.652
Zemljišča	1.192.629	1.192.629	1.192.629	1.192.629	1.192.629	1.201.562	1.199.552	1.199.552	1.199.552	1.131.690
Zgradbe	2.391.029	2.387.546	2.330.127	2.326.536	2.293.257	2.296.461	2.214.689	2.091.617	1.951.375	1.968.962
Proizvajalne naprave in stroji	3.793.091	3.182.620	2.852.966	3.720.709	3.228.471	2.670.952	2.241.644	1.839.378	1.821.954	1.605.849
Druge naprave in oprema	297.874	281.231	328.906	319.259	358.976	325.668	282.689	249.501	231.196	204.399
Predmeti za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev in opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi	83.763	140.581	386.999	54.491	35.304	13.520	29.180	27.921	93.353	41.401
Opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi	78.437	138.005	133.873	26.766	35.304	13.520	29.180	27.921	40.992	41.401
Predmeti za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	5.326	2.576	253.126	27.725	0	0	0	0	52.361	0
Dolgoročne finančne naložbe	308.757	330.314	111.132	67.900	45.351	281.692	270.608	227.480	252.828	226.062
Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil	308.750	317.799	101.427	61.207	41.889	280.404	270.506	227.480	252.828	226.062
Druge dolgoročne finančne naložbe	308.750	317.799	101.427	61.207	41.889	280.404	270.506	227.480	252.828	226.062
Dolgoročna posojila	7	12.515	9.705	6.693	3.462	1.288	102	0	0	0
Druge dolgoročna posojila	7	12.515	9.705	6.693	3.462	1.288	102	0	0	0
Kratkoročna sredstva	12.188.337	11.739.116	11.637.549	12.400.811	12.750.044	12.676.202	11.675.282	11.853.993	10.559.444	9.556.749
Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	3.047.398	2.406.042	2.366.189	2.364.285	2.364.285	2.363.760	2.368.744	2.324.091	53.568	53.568
Zaloge	3.205.166	2.600.223	3.121.625	3.515.132	4.009.296	3.587.943	3.217.886	2.605.406	3.573.828	3.712.660
Material	1.939.587	1.382.783	1.777.333	2.167.664	2.319.049	2.148.358	2.012.114	1.392.948	2.566.785	2.680.252
Nedokončana proizvodnja	473.263	424.427	392.142	463.560	640.898	656.364	543.317	528.980	444.746	459.704
Proizvodi in trgovsko blago	792.316	793.013	952.150	883.908	1.049.349	783.221	662.455	683.478	562.297	572.704
Kratkoročne finančne naložbe	327.337	2.741	3.071	3.293	33.680	2.716	1.277	305	0	0
Kratkoročna posojila	327.337	2.741	3.071	3.293	33.680	2.716	1.277	305	0	0
Kratkoročna posojila družbam v skupini	77.498	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročna posojila drugim	249.839	2.741	3.071	3.293	33.680	2.716	1.277	305	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	5.226.687	6.375.117	5.904.356	6.310.560	6.141.658	6.539.656	5.930.518	6.173.428	6.703.316	5.104.608
Kratkoročne poslovne terjatve do družb v skupini	73.601	38.062	28.381	27.007	23.942	19.098	17.174	16.400	14.265	20.761
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	4.794.477	6.150.072	5.698.452	5.878.458	5.953.368	6.254.937	5.751.271	5.996.986	6.477.398	4.969.107
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	358.609	186.983	177.523	405.095	164.348	265.621	162.073	160.042	211.653	114.740
Denarna sredstva	381.749	354.993	242.308	207.541	201.125	182.127	156.857	750.763	228.732	685.913
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	3.267	5.291	5.349	5.227	4.964	5.830	10.319	10.885	13.288	8.240

se nadaljuje

Tabela 4: Bilanca stanja ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016 (nad.)

V EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obveznosti do virov sredstev	20.641.863	19.489.008	19.019.689	20.285.033	20.161.570	19.838.701	18.245.103	17.749.631	16.292.781	14.850.332
Kapital	11.755.390	13.235.529	13.872.355	14.271.549	14.954.308	14.713.617	14.363.862	14.242.017	11.530.252	11.621.339
Vpoklicani kapital	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	3.981.895	3.981.895
Osnovni kapital	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	5.236.855	3.981.895	3.981.895
Kapitalske rezerve	5.866.700	5.866.700	5.866.700	5.866.700	5.866.700	5.866.700	5.866.700	5.866.700	4.916.633	4.916.633
Rezerve iz dobička	523.686	523.686	523.686	523.686	523.686	523.686	523.686	523.686	398.190	398.190
Zakonske rezerve	523.686	523.686	523.686	523.686	523.686	523.686	523.686	523.686	398.190	398.190
Rezerve za lastne delnice in lastne poslovne deleže	57.182	57.182	113.761	126.872	166.412	207.312	207.312	207.312	173.396	183.527
Lastne delnice in lastni poslovni deleži (odbitna postavka)	-57.182	-57.182	-113.761	-126.872	-166.412	-207.312	-207.312	-207.312	-173.396	-183.527
Presežek iz prevrednotenja	128.149	30.247	30.154	19.118	4.313	14.529	12.250	19.380	-6.144	-15.303
Preneseni čisti poslovni izid	0	53.332	975.255	2.200.841	2.379.980	3.019.438	2.647.205	2.360.392	2.203.431	2.168.076
Čisti poslovni izid poslovnega leta	0	1.524.709	1.239.705	424.349	942.774	52.409	77.166	235.004	36.247	171.848
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitev	344.037	480.376	448.836	745.374	1.078.564	1.005.988	935.514	915.127	873.330	828.304
Rezervacije za pokojnine in podobne obveznosti	221.318	235.483	233.740	222.259	216.386	201.745	189.207	215.114	231.253	244.162
Dolgoročne pasivne časovne razmejitev	122.719	244.893	215.096	523.115	862.178	804.243	746.307	700.013	642.077	584.142
Dolgoročne obveznosti	54.286	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne finančne obveznosti	54.286	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Druge dolgoročne finančne obveznosti	54.286	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne obveznosti	8.383.681	5.668.098	4.567.077	5.122.177	3.984.374	4.117.961	2.944.726	2.590.555	3.874.320	2.395.520
Kratkoročne finančne obveznosti	3.745.327	1.974.727	1.689.865	2.273.854	94.295	1.426.581	656.461	0	1.450.000	0
Kratkoročne finančne obveznosti do bank	3.744.886	1.974.286	950.000	2.270.000	90.000	1.422.000	650.000	0	1.450.000	0
Druge kratkoročne finančne obveznosti	441	441	739.865	3.854	4.295	4.581	6.461	0	0	0
Kratkoročne poslovne obveznosti	4.638.354	3.693.371	2.877.212	2.848.323	3.890.079	2.691.380	2.288.265	2.590.555	2.424.320	2.395.520
Kratkoročne poslovne obveznosti do družb v skupini	2.186	1.016	738	1.320	1.358	1.995	1.816	996	2.113	6.301
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	4.367.981	3.259.687	2.143.926	2.361.222	3.282.813	2.292.338	1.795.658	2.016.927	1.970.681	2.003.341
Kratkoročne poslovne obveznosti na podlagi predujmov	746	117.975	2.301	639	432	85.518	82.192	66.367	63.149	57.537
Druge kratkoročne poslovne obveznosti	267.441	314.693	730.247	485.142	605.476	311.529	408.599	506.265	388.377	328.341
Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	104.469	105.005	131.421	145.953	144.324	1.135	1.001	1.932	14.879	5.169
Izvenbilanca	7.082.557	6.208.683	7.314.286	9.361.094	9.350.679	11.676.813	12.170.822	11.071.629	11.186.044	10.608.811

Viri podatkov: GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2007, 2008; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2008, 2009; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2009, 2010; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2010, 2011; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2011, 2012; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2012, 2013; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2013, 2014; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2014, 2015; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2015, 2016; GEA d.d., Letno poročilo Tovarne olja GEA d.d. za leto 2016, 2017a; lastni izračuni.

PRILOGA 5: Struktura bilance stanja ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

Tabela 5: Struktura bilance stanja ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016

V %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Povprečje	Mediana
Sredstva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dolgoročna sredstva	40,9	39,7	38,8	38,8	36,7	36,1	36,0	33,2	35,1	35,6	37,1	36,4
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitev	1,9	1,2	0,9	1,0	1,3	1,8	1,8	1,4	1,0	0,7	1,3	1,2
Dolgoročne premoženjske pravice	1,9	1,2	0,9	1,0	1,2	1,8	1,8	1,4	1,0	0,7	1,3	1,2
Dolgoročne aktivne časovne razmejitve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opredmetena osnovna sredstva	37,6	36,9	37,3	37,5	35,3	32,8	32,7	30,5	32,5	33,3	34,6	34,3
Zemljišča in zgradbe	17,4	18,4	18,5	17,3	17,3	17,6	18,7	18,5	19,3	20,9	18,4	18,4
Zemljišča	5,8	6,1	6,3	5,9	5,9	6,1	6,6	6,8	7,4	7,6	6,4	6,2
Zgradbe	11,6	12,3	12,3	11,5	11,4	11,6	12,1	11,8	12,0	13,3	12,0	11,9
Proizvajalne naprave in stroji	18,4	16,3	15,0	18,3	16,0	13,5	12,3	10,4	11,2	10,8	14,2	14,2
Druge naprave in oprema	1,4	1,4	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
Predjumi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev in opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi	0,4	0,7	2,0	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,6	0,3	0,5	0,3
Opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi	0,4	0,7	0,7	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Predjumi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	0,0	0,0	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,2	0,0
Dolgoročne finančne naložbe	1,5	1,7	0,6	0,3	0,2	1,4	1,5	1,3	1,6	1,5	1,2	1,5
Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil	1,5	1,6	0,5	0,3	0,2	1,4	1,5	1,3	1,6	1,5	1,1	1,4
Druge dolgoročne finančne naložbe	1,5	1,6	0,5	0,3	0,2	1,4	1,5	1,3	1,6	1,5	1,1	1,4
Dolgoročna posojila	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Druge dolgoročna posojila	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kratkoročna sredstva	59,0	60,2	61,2	61,1	63,2	63,9	64,0	66,8	64,8	64,4	62,9	63,6
Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	14,8	12,3	12,4	11,7	11,7	11,9	13,0	13,1	0,3	0,4	10,2	12,1
Zaloge	15,5	13,3	16,4	17,3	19,9	18,1	17,6	14,7	21,9	25,0	18,0	17,5
Material	9,4	7,1	9,3	10,7	11,5	10,8	11,0	7,8	15,8	18,0	11,2	10,8
Nedokončana proizvodnja	2,3	2,2	2,1	2,3	3,2	3,3	3,0	3,0	2,7	3,1	2,7	2,9
Proizvodi in trgovsko blago	3,8	4,1	5,0	4,4	5,2	3,9	3,6	3,9	3,5	3,9	4,1	3,9
Kratkoročne finančne naložbe	1,6	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Kratkoročna posojila	1,6	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Kratkoročna posojila družbam v skupini	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kratkoročna posojila drugim	1,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Kratkoročne poslovne terjatve	25,3	32,7	31,0	31,1	30,5	33,0	32,5	34,8	41,1	34,4	32,6	32,6
Kratkoročne poslovne terjatve do družb v skupini	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	23,2	31,6	30,0	29,0	29,5	31,5	31,5	33,8	39,8	33,5	31,3	31,5
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	1,7	1,0	0,9	2,0	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	0,8	1,2	0,9
Denarna sredstva	1,8	1,8	1,3	1,0	1,0	0,9	0,9	4,2	1,4	4,6	1,9	1,3
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0

se nadaljuje

Tabela 5: Struktura bilance stanja ocenjevanega podjetja od leta 2007 do vključno leta 2016 (nad.)

V %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Povprečje	Mediana
Obveznosti do virov sredstev	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kapital	56,9	67,9	72,9	70,4	74,2	74,2	78,7	80,2	70,8	78,3	72,4	73,6
Vpoklicani kapital	25,4	26,9	27,5	25,8	26,0	26,0	28,7	29,5	24,4	26,8	26,7	26,6
Osnovni kapital	25,4	26,9	27,5	25,8	26,0	26,0	28,7	29,5	24,4	26,8	26,7	26,6
Kapitalske rezerve	28,4	30,1	30,8	28,9	29,1	29,6	32,2	33,1	30,2	33,1	30,5	30,1
Rezerve iz dobička	2,5	2,7	2,8	2,6	2,6	2,6	2,9	3,0	2,4	2,7	2,7	2,7
Zakonske rezerve	2,5	2,7	2,8	2,6	2,6	2,6	2,9	3,0	2,4	2,7	2,7	2,7
Rezerve za lastne delnice in lastne poslovne deleže	0,3	0,3	0,6	0,6	0,8	1,0	1,1	1,2	1,1	1,2	0,8	0,9
Lastne delnice in lastni poslovni deleži (odbitna postavka)	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,1	-1,2	-0,8	-0,9
Presežek iz prevrednotenja	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1
Preneseni čisti poslovni izid	0,0	0,3	5,1	10,8	11,8	15,2	14,5	13,3	13,5	14,6	9,9	12,6
Čisti poslovni izid poslovnega leta	0,0	7,8	6,5	2,1	4,7	0,3	0,4	1,3	0,2	1,2	2,5	1,2
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejčitve	1,7	2,5	2,4	3,7	5,3	5,1	5,1	5,2	5,4	5,6	4,2	5,1
Rezervacije za pokojnine in podobne obveznosti	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,2	1,4	1,6	1,2	1,2
Dolgoročne pasivne časovne razmejčitve	0,6	1,3	1,1	2,6	4,3	4,1	4,1	3,9	3,9	3,9	3,0	3,9
Dolgoročne obveznosti	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dolgoročne finančne obveznosti	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Druge dolgoročne finančne obveznosti	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kratkoročne obveznosti	40,6	29,1	24,0	25,3	19,8	20,8	16,1	14,6	23,8	16,1	23,0	22,3
Kratkoročne finančne obveznosti	18,1	10,1	8,9	11,2	0,5	7,2	3,6	0,0	8,9	0,0	6,9	8,0
Kratkoročne finančne obveznosti do bank	18,1	10,1	5,0	11,2	0,4	7,2	3,6	0,0	8,9	0,0	6,5	6,1
Druge kratkoročne finančne obveznosti	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0
Kratkoročne poslovne obveznosti	22,5	19,0	15,1	14,0	19,3	13,6	12,5	14,6	14,9	16,1	16,2	15,0
Kratkoročne poslovne obveznosti do družb v skupini	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	21,2	16,7	11,3	11,6	16,3	11,6	9,8	11,4	12,1	13,5	13,5	11,9
Kratkoročne poslovne obveznosti na podlagi predujmov	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4
Druge kratkoročne poslovne obveznosti	1,3	1,6	3,8	2,4	3,0	1,6	2,2	2,9	2,4	2,2	2,3	2,3
Kratkoročne pasivne časovne razmejčitve	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,3
Izvenbilanca	34,3	31,9	38,5	46,1	46,4	58,9	66,7	62,4	68,7	71,4	52,5	52,6

PRILOGA 6: Seznam v delu uporabljenih kratic

Kratika	Polno ime
CAPM	Capital Asset Pricing Model
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings Before Tax
FDA	Food and Drug Administration
IFS	International Food Standard
ISO	International Organization for Standardization
HACCP	Hazard Analysis and Critical Control Point
MVIC	Market Value of Invested Capital
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
WACC	Weighted Average Cost of Capital