

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA PROCESA PRODAJE DEJAVNOSTI IZBRANEGA
PODJETJA**

Ljubljana, oktober 2017

JERNEJ SIMIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Jernej Simič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza procesa prodaje dejavnosti izbranega podjetja, pripravljene v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo Slapničar

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil 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 poskrbel/-a, 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 plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil/-a vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico 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 19. 10. 2017

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREDPRODAJNI PROCESI.....	4
1.1 Razlogi in motivi za prodajo podjetja.....	4
1.2 Izbira sodelujočih pri prodajnem procesu.....	4
1.3 Predmet in strategija prodaje	5
1.4 Priprava podjetja na prodajo.....	6
1.5 Analiza poslovanja.....	6
1.5.1 Analiza strategije	7
1.5.2 Finančna analiza	8
1.6 Plan poslovanja.....	10
1.7 Vrste vrednotenja.....	11
1.7.1 Nabavnorednostni način	12
1.7.2 Metoda multiplikatorjev	12
1.7.3 Metoda denarnih tokov	13
1.8 Iskanje potencialnih kupcev	16
1.9 Priprava predstavitve podjetja in ponudbenega memoranduma	18
1.10 Pogoste napake in nasveti predprodajnih procesov	19
2 PRODAJNI PROCESI.....	20
2.1 Nezavezujoče ponudbe in pismo o nameri	20
2.2 Skrbni pregled.....	21
2.2.1 Skrbni pregled poslovanja in zaposlenih	22
2.2.2 Finančni skrbni pregled	22
2.2.3 Pravni skrbni pregled.....	23
2.3 Pogajanja in podpis pogodbe o prodaji.....	23
3 ANALIZA PREDPRODAJNIH PROCESOV IZBRANE DEJAVNOSTI.....	24
3.1 Predstavitev dejavnosti	25
3.2 Vzroki, motivi in predmet prodaje	28
3.3 Izbira sodelujočih pri prodajnem procesu.....	29
3.4 Prestrukturiranje ter priprava podjetja na prodajo	29
3.5 Analiza poslovanja.....	30
3.5.1 Analiza strategije	31
3.5.2 Finančna analiza	33
3.6 Plan poslovanja.....	41
3.7 Vrednotenje dejavnosti	46
3.8 Iskanje potencialnih kupcev	49
4 PRODAJNI PROCESI.....	49
4.1 Nezavezujoče ponudbe in identifikacija kupca	49

4.1.1	Skrbni pregled poslovanja ter zaposlenih.....	50
4.1.2	Finančni skrbni pregled.....	50
4.1.3	Pravni skrbni pregled	51
4.2	Pogajanja o končni strukturi prodaje.....	51
4.2.1	Zaloge, terjatve in poslovne obveznosti.....	51
4.2.2	Število enot in najemnina.....	52
4.2.3	Čas in način plačila kupnine.....	53
4.3	Podpis prodajne pogodbe in zaključek prodaje.....	53
SKLEP.....		54
LITERATURA IN VIRI.....		56

PRILOGA

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Razlogi za zaprtje enot	30
Tabela 2:	Ključni kazalniki Skupine	35
Tabela 3:	Ključni kazalniki v Sloveniji.....	36
Tabela 4:	Ključni kazalniki na Hrvaškem	37
Tabela 5:	Ključni kazalniki v Srbiji	39
Tabela 6:	Ključni kazalniki v Bosni in Hercegovini	40
Tabela 7:	Ključni kazalniki po trgih v letu 2016.....	41
Tabela 8:	Predpostavke plana.....	44
Tabela 9:	Ključni kazalniki plana.....	45
Tabela 10:	Izračun diskontne stopnje.....	46
Tabela 11:	Vrednost dejavnosti.....	48
Tabela 12:	Analiza občutljivosti	48

KAZALO SLIK

Slika 1:	Prihodki iz prodaje (tisoč EUR).....	25
Slika 2:	Število zaposlenih na podlagi ur	26
Slika 3:	Število maloprodajnih enot v letu 2015	26
Slika 4:	Prodajna površina v m ² v letu 2015	27
Slika 5:	EBITDA dejavnosti po državah, 2012-2016	28
Slika 6:	Prihodki iz prodaje ter EBITDA skupine.....	34
Slika 7:	Skupna prodajna površina enot (m ²).....	34
Slika 8:	Prihodki iz prodaje ter EBITDA v Sloveniji.....	35
Slika 9:	Prihodki iz prodaje ter EBITDA na Hrvaškem.....	37
Slika 10:	Prihodki iz prodaje ter EBITDA v Srbiji	38
Slika 11:	Prihodki iz prodaje ter EBITDA v Bosni in Hercegovini.....	39

Slika 12: Realizacija in plan prihodkov iz prodaje ter EBITDA Skupine..... 44

UVOD

Nakupi podjetij so ključen proces, ki močnejšim podjetjem omogočajo rast, ki je mnogo hitrejša od organske rasti. V zadnjem času je tako zelo naraslo število prodaj podjetij znotraj panoge, kot so informacijska tehnologija, gradbeništvo, razvoj programske opreme, ter tudi v tradicionalnih panogah, kot so proizvodnja, potrošniški izdelki ter prehrambna panoga in tudi v zdravstveni negi in izobraževanju. Leto 2015 je bilo rekordno po vrednosti vseh prodaj in združitev. V primerjavi z letom prej se je skupna vrednost povečala za 42 % in je znašala 4,7 bilijona ameriških dolarjev v skupno 42.300 transakcijah po svetu. Največji delež je v letu 2015 pripadal zdravstveni panogi, znotraj katere je največ prispevala farmacija, sledili sta visoka tehnologija ter panoga predelave energije. Največ prodaj in prevzemom se je zgodilo v Združenih državah Amerike ter v Aziji, kar 74 % (Thompson Reuters, 2015).

Zaradi popularnosti prodaj podjetij se bodo praktično vsi menedžerji, ne glede na vrsto panoge, vedno pogosteje srečevali z odločitvijo o nakupu ali prodaji podjetja, kar pa zahteva dodatno znanje, saj nobena druga transakcija ni tako kompleksna. Lastniki se bodo morali zavedati, kako podjetje čim bolj pripraviti na prodajo ter kako poteka proces prodaje, saj je od tega odvisna uspešnost transakcije.

Glavni razlogi za nakup podjetij so hiter in učinkovit vstop na nov trg, prevzeti nove produkte ali povečati distribucijo. V mnogih primerih so glavni indikatorji, ki pospešujejo trend prodaj, hitra, spreminjajoča se tehnologija, močna konkurenca, sprememba potreb potrošnikov in stroškovna optimizacija (Sherman, 2011).

Prodaja podjetja je dolgotrajen in večstopenjski proces. Prodajalec mora definirati svojo strategijo izhoda: ali želi prodati celotno podjetje ali le del ter kdo je najprimernejši kupec. Pomembno je narediti analizo poslovanja, tako finančno kot tudi poslovno. Potrebno je razumeti ključne dejavnike, ki vplivajo na vrednost podjetja, ter jih v fazi sprememb ali prestrukturiranja izboljšati ter narediti podjetje čim privlačnejše za prodajo. V naslednji stopnji se zbere podatke o poslovanju podjetja, se jih interpretira, naredi strateški plan poslovanja ter prilagodi bilance tako, da odražajo poslovanje podjetja v primeru prodaje. Ti organizirani in dokumentirani podatki kasneje služijo kot predstavitveni material za potencialne kupce. Sledi iskanje in klasifikacija potencialnih kupcev glede na izkazane interese. Po izboru enega ali več potencialnih kupcev se definira struktura prodaje, cena in način plačila. Kasneje sledi nezavezujoča ponudba primernih kupcev ter začetek skrbnega pregleda, v katerem lahko sodeluje več potencialnih kupcev ali pa ima ekskluzivno pravico le izbrani posameznik. Po skrbnem pregledu sledi končni izbor kupca, oddaja zavezujoče ponudbe kupca, začetek končnih pogajanj ter priprava in podpis pogodbe o nakupu. Po podpisu pogodbe sledi obdobje, v katerem morata tako kupec kot prodajalec izpolniti dogovorjene pogoje prodaje ter obdobje skupnega sodelovanja, ki omogoča kupcu lažjo vpeljavo v poslovanje podjetja (Business Insider, 2011).

Prodaje podjetij so v Severni Ameriki ter zahodni Evropi nekaj povsem običajnega že več kot pol stoletja in jih je možno glede na popularnost in trende razvrstiti v pet valov (Gaughan, 2007). V državah, znanih kot EU 10, med katerimi je tudi Slovenija, pa se je trend začel šele okoli leta 1990. Največji vpliv je imela sprememba reguliranega ekonomskega sistema v tržno usmerjeni ekonomski sistem in posledično začetek privatizacijskih procesov (Baran & Saikevičius, 2015).

V zadnjem času smo tako kot drugod po svetu tudi v Sloveniji priča velikem številu prodaj večjih podjetij, kot so na primer Fructal, Pivovarna Laško, Žito, Radenska, Helios, Mercator. Številčno pa se v Sloveniji proda največ malih podjetij s področij storitev, trgovine in gostinstva. Koristi od prodaje so obojestranske, prodajalec s prodajo žanje rezultate svojega dela, kupec pa z nakupom utečenega podjetja pridobi hitrejši korak v posel z rednim denarnim tokom, z uveljavljeno blagovno znamko, s preizkušenim izdelkom ali storitvijo in z bazo zvestih kupcev. V tujini je prodaja podjetja kot vsaka druga transakcija, saj je povsem normalno, da se podjetnik zaradi različnih osebnih ali poslovnih razlogov odloči za prodajo svojega posla (Stergar, 2016).

Veliko podjetnikov v Sloveniji, ki so začeli svojo samostojno podjetniško pot v času osamosvojitve, prihaja v obdobje upokojitve. Tako se bodo lastniki podjetij v Sloveniji vedno pogosteje srečevali z vprašanjem, kako prodati svoje podjetje, v katerega so vložili veliko svojega znanja, truda ter časa. Večina manjših podjetij si klasičnih svetovalcev s področja združitve ter prevzemov ne bo mogla privoščiti, zato bodo lastniki potrebovali zelo specifično znanje za uspešno izpeljan proces. Menedžerji večjih podjetij pa bodo s poznavanjem postopka prodaje pohitrili proces ter zmanjšali stroške svetovalnih storitev (Stergar, 2016).

Namen magistrske naloge je s strani prodajalca sistematično predstaviti potek prodajnega procesa dejavnosti, tako s teoretičnega vidika kot tudi na konkretnem primeru iz prakse. Prodaja dejavnosti je zelo podobna prodaji podjetja. Torej vse, kar bom predstavil kot veljavno za prodajo podjetja, velja tudi za prodajo dejavnosti, v kolikor razlik ne bom posebej izpostavil. Cilj naloge je ozavestiti in seznaniti širšo javnost s potekom prodajnih procesov, še posebej pa vse, ki bodo v prihodnje pri prodaji sodelovali. Analizo prodajnega procesa dejavnosti sem razdelil na predprodajne in prodajne procese.

V **predprodajnih procesih** sem naredil analizo poslovanja s finančnega in tudi strateškega vidika. Finančne podatke, dobljene s strani dejavnosti, sem analiziral s horizontalno in vertikalno analizo, na podlagi izračunanih finančnih indikatorjev, primernih za analizo dejavnosti. Analizo strategije sem opravil na podlagi analize internih dokumentov dejavnosti in konkurentov. Naredil sem analizo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti (angl. *Strengths, weaknesses, opportunities and threats*, v nadaljevanju SWOT) ter analizo privlačnosti panoge s Porterjevo analizo petih silnic. Na podlagi opravljene analize poslovanja, upoštevajoč interne strateške cilje dejavnosti, dobljene na podlagi internih

dokumentov ter intervjujev ključnih zaposlenih, sem naredil petletni plan poslovanja dejavnosti. Plan poslovanja ocenjujem, da je glede na trend poslovanja zadnjih nekaj let ter analize okolja in konkurence konzervativno postavljen. Z metodo denarnih tokov sem izračunal vrednost dejavnosti za lastniško podjetje.

V **prodajnih procesih** sem glede na razloge in motive prodaje dejavnosti, dobljene s strani dejavnosti, analiziral in ovrednotil potek identifikacije in izbor končnega kupca, saj je bilo potrebno v danem primeru upoštevati več zahtev. Z namenom predstavitve poteka skrbnega pregleda dejavnosti sem opisal potek pregleda, ki sem ga razdelil na skrbni pregled poslovanja in zaposlenih, finančni in pravni skrbni pregled. Nato sem ovrednotil izpogajano strukturo prodaje ter zaključil z oceno uspešnosti celotnega prodajnega procesa.

Raziskovalna vprašanja, ki sem jih obravnaval v nalogi, so:

- Kako je podjetje dejavnost pripravilo na prodajni proces?
- Kakšni so bili finančni vplivi prestrukturiranja dejavnosti, ki je potekala od leta 2013?
- Katere so prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti obravnavane dejavnosti?
- Kakšno je okolje, v katerem dejavnost posluje?
- Kako bo dejavnost poslovala v prihodnje?
- Koliko je dejavnost vredna?
- Ali je bil proces identifikacije kupca dobro opravljen?
- Ali so bila pogajanja uspešna?
- Ali je bil celoten prodajni proces uspešen?

Magistrsko delo sem razdelil na teoretični in empirični del. V teoretičnem delu naloge sem preučil obstoječo literaturo, s katero sem pridobil potrebno teoretično ozadje. Uvod v tematiko sem predstavil na podlagi znanstvenih člankov, knjig, internetnih virov. V empiričnem delu pa sem predstavil, analiziral in ovrednotil praktični primer prodaje dejavnosti, da bi prikazal, kako to poteka v praksi. To sem naredil z analizo internih dokumentov podjetja, kot so izkaz poslovnega izida, postavke obratnega kapitala, strategije dejavnosti in dokumenti o prestrukturiranju. Na podlagi internih dokumentov dejavnosti sem opravil finančno in poslovno analizo, ki sem ju uporabil za planiranje poslovanja. Plan poslovanja sem nato uporabil za vrednotenje dejavnosti z metodo denarnih tokov. Z ozirom na zgoraj omenjene lastne analize, polstrukturirane intervjuje s ključnimi zaposlenimi, ki so sodelovali v prodajnih procesih, ter na podlagi prodajnih dokumentov, ki so jih sestavljali prodajna pogodba, najemna pogodba ter pogodba o konsignacijski prodaji zalog, sem kritično ovrednotil potek prodajnih postopkov na praktičnem primeru.

1 PREDPRODAJNI PROCESI

Predprodajni procesi se začnejo veliko prej od dejanske prodaje, saj se mora podjetje na prodajo dobro pripraviti. Po identifikaciji razlogov ter motivov prodaje se izbere sodelujoče pri prodajnih procesih. Pri prodaji podjetja se odloči, ali se bo prodalo poslovni delež ali svoja sredstva, pri prodaji dejavnosti pa gre lahko le za prodajo sredstev. Sledi priprava na prodajo z namenom ugotavljanja trenutnega stanja, med katero se identificirajo ključni faktorji, ki najbolj vplivajo na ceno prodaje. Faktorjem se določi ciljne vrednosti in se jih tekom predprodajnih procesov poizkuša doseči. Za to je potrebno opraviti analizo strategije podjetja ter finančno analizo. Analiza pretekle ter trenutne uspešnosti podjetja je ključnega pomena za nadaljni plan poslovanja in posledično izračun vrednosti podjetja. Zadnja faza predprodajnih procesov je klasifikacija potencialnih kupcev.

1.1 Razlogi in motivi za prodajo podjetja

Razlogi za prodajo podjetja so lahko zelo različni. Najpogostejši vzroki so upokožitev lastnika, nove poslovne priložnosti, zdravstvene ali družinske težave, smrt lastnika. Nekateri lastniki želijo prodati svoje podjetje zaradi dobrega zaslužka, slabega poslovanja, spet drugi se želijo preizkusiti v novih izzivih ali pa dobijo dobre ponudbe, ki jih ne morejo zavrnila (NLB d.d., 2017). Med mlajšimi podjetniki pa je pogost vzrok prodaje podjetja pomanjkanje pravega izziva. Medtem ko se lastniki vsakodnevno srečujejo z vodenjem ter razvijanjem podjetja, pa je potrebno znati iz njega tudi izstopiti, saj je to tudi del podjetniškega življenjskega cikla. Ne glede na razloge prodaje morajo imeti lastniki dobro izhodno strategijo ter morajo ohranjati vrednost podjetja do zaključka prodaje (Mihajlovič, 2010).

1.2 Izbira sodelujočih pri prodajnem procesu

Eden od ključnih postopkov v pripravi na prodajni proces je po Shermanu (2011) izbor ključnih zaposlenih in zunanjih svetovalcev, sodelujočih pri prodajnem procesu. Poznati morajo razloge, motive, cilje prodaje, biti dobro motivirani za uspešno izpeljan postopek, imeti morajo dostop do potencialnih kupcev ter dobro morajo preučiti finančno stanje kupca. Ključno je poznavanje trendov panoge, prodajnih postopkov ter davčnih vidikov prodaje.

Od velikosti podjetja, znanja zaposlenih in finančnih sredstev je odvisno, koliko zunanjih svetovalcev je potrebnih za prodajne procese. Podjetja najamejo najmanj svetovalca za prodaje in prevzeme, revizorja ter pravnega svetovalca. Svetovalec za prodaje in prevzeme mora poznati dinamiko trga, trende, potencialne kupce, vrednotenje in možne strukture prodaje. Njegova naloga je med drugim priprava ponudbenega memoranduma, ki služi kot predstavitev podjetja potencialnim kupcem. Zunanji revizor pomaga prodajalcu pri pripravi finančnih in drugih izkazov, ki jih kupec zahteva med skrbnim pregledom, ter svetuje o davčnih vidikih prodaje. Pravni svetovalec je odgovoren za urejanje pogodb vseh deležnikov

podjetja in za pripravo sporazuma o zaupnosti. Poznati mora tudi vse pravne vidiki prodaje ter zakone o gospodarskih družbah, prevzemih, o preprečevanju omejevanja konkurence itd. Sodeluje tudi pri pogajanjih in pri pripravi najemnih pogodb, pogodbe o nakupu ter pri ostalih pogodbenih dokumentacijah.

1.3 Predmet in strategija prodaje

Nourse (2015) loči dve obliki prodaje podjetja. Prva je prodaja sredstev oziroma dejavnosti, druga pa prodaja poslovnega deleža. Pri prodaji dejavnosti pa gre lahko le za prodajo sredstev. Pri prodaji sredstev so predmet prodaje izbrana sredstva, lahko pa tudi določene obveznosti. Kupnino, ki jo lastniki dobijo ob prodaji sredstev, lahko izplačajo skozi dividende, investirajo v razvoj ali pa poplačajo vse obveznosti, ki niso bile predmet prodaje, ter podjetje zaprejo. Prednosti prodaje podjetja s prodajo sredstev je v tem, da imajo lastniki možnost prodati le izbrana sredstva, ki niso nujno potrebna za nadaljnje poslovanje. Licence, franšizne pravice ter patenti lahko na drugi strani predstavljajo dodatne težave v primeru prodaje preko sredstev podjetja. Podjetje pri prodaji sredstev ohrani korporativno identiteto za trženje ter obdrži pravico do uporabe vseh davčnih olajšav v primeru preteklih nabranih izgub poslovanja, ki jih prenese v prihodnja leta. Davki so lahko tudi ovira, saj je lahko prodajalec predmet dvojne obdavčitve. Prodaja dejavnosti je dobra izbira v primeru, da podjetje želi dezinvestirati le določen del podjetja ter nadaljevati z rednim poslovanjem še naprej.

Druga oblika prodaje podjetja je prodaja poslovnega deleža. Pri prodaji podjetja preko poslovnega deleža ostane identiteta prodanega podjetja nespremenjena, saj ohrani vsa sredstva, pravice, obveznosti, ime, boniteto, reference in zaposlene. Kupec kupi podjetje v enakem stanju, kot je na dan prodaje. Prodaja podjetja preko poslovnega deleža je primerna takrat, ko želi prodajalec prodati celotno podjetje ter se lastniško umakniti iz poslovanja.

Pri odločanju o obliki prodaje podjetja so ključni faktorji fleksibilnost, prenos obveznosti, davki ter licence in patenti. V primeru prodaje sredstev ima prodajalec možnost prodati le del svojih sredstev in je tako veliko fleksibilnejši pri določanju predmeta prodaje. Pri prodaji podjetja preko poslovnega deleža podjetja se prodajo celotna sredstva, prav tako pa tudi obveznosti podjetja, tudi obveznost za preneseni davek. Pri prodaji sredstev kupec prevzame le obveznosti, ki so neposredno povezane s prodanimi sredstvi, kot so na primer okoljske dajatve. Pri prodaji sredstev lahko pride do navzkrižja interesov med prodajalcem ter kupcem. Prodajalcu je v interesu oceniti sredstva z večjo stopnjo amortizacije z manjšo vrednostjo, saj se v nasprotnem primeru izniči efekt znižanja amortizacije, kupec pa želi čim večjo vrednost, saj bi s prihodnjo amortizacijo sebi znižal davek na bodoči dobiček. Prodaja poslovnega deleža podjetja je z vidika davka na dobiček boljše izbira.

1.4 Priprava podjetja na prodajo

Lastniki pripravljajo podjetje na prodajo različno dolgo, odvisno od razloga prodaje. Nekateri začnejo pripravljati podjetje štiri leta pred začetkom prodajnih procesov, drugi eno leto in spet tretji se odločijo, da bojo prodali podjetje v zelo kratkem času. V veliki večini primerov je opazna močna korelacija med časom, vloženim v pripravo prodaje na prodajo ter končno ceno, zato je priprava ključnega pomena za uspešno prodajo (Sherman, 2011). Kvas (2007) svetuje, da za izboljšave poslovanja podjetja nikoli ni prezgodaj, vendar se morajo začeti vsaj dve leti pred začetkom prodaje. Podjetje mora poskrbeti za čvrstost ključnih direktorjev, dolgoročni plan poslovanja, ki prikazuje poslovno uspešnost, in dober odnos s ključnimi strankami. Poskrbeti je potrebno za učinkovito uporabo sredstev obratnega kapitala ter zmanjšati poslovno nepriznane stroške. Z ustrezno pripravo podjetja na prodajne procese celotna prodaja poteka bolj tekoče, prodajalec pa si zagotovi boljše izhodišče za pogajanje o optimalni ceni prodaje.

Pogosto se pred začetkom prodajnih procesov pregleda trenutno poslovanje podjetja ter naredi plan sprememb z namenom narediti podjetje privlačnejše za prodajo. To pa naj ne bi bile velike spremembe v sami strategiji podjetja, ker bi predolgo trajale in bile preveč tvegane. Po pregledu poslovanja je potrebno določiti cilje, ki jih je mogoče doseči pred začetkom prodajnih procesov (Sherman, 2011).

V procesu priprave podjetja na prodajo je potrebno opraviti predrevizijo za analizo dejanskega stanja podjetja. Potrebno je poskrbeti za prečiščeno in pravilno stanje računovodskih in davčnih izkazov, pregled korporativnega upravljanja, administrativnih zadev, stanja intelektualne lastnine, ključnih pogodb, regulativnih vprašanj ter morebitnih sporov z deležniki podjetja, saj so to v velikih primerih prodaje ključni razlogi za neuspešnost prodajnega procesa. Cilj revizije je odkriti in odpraviti vse možne probleme, predno jih v postopku skrbnega pregleda odkrije kupec, saj to negativno vpliva na pogajanja (Lajoux & Elso, 2010).

Kljub dobri pripravi podjetja na prodajo pa to ne zagotavlja tudi uspešno zaključenega postopka. V času prodaje se lahko zgodi veliko dogodkov, na katere prodajalci nimajo vpliva, kar seveda ogrozi uspešnost prodaje. Med drugimi so to lahko makroekonomska gibanja in disruptivne spremembe v panogi podjetja. Tako je zelo pomembno, da tudi v procesu prodaje podjetja, ki je zelo časovno zahtevno, podjetje še naprej posluje kot do tedaj, saj se v primeru neuspešne prodaje to negativno vpliva na nadaljno poslovanje (Roberts, 2009).

1.5 Analiza poslovanja

Analizo poslovanja sem razdelil na dve poglavji, in sicer na analizo strategije ter finančno analizo. Tako lastniki identificirajo ključne dejavnike, ki dajejo podjetju vrednost. To so

konkurenca, baza kupcev, analiza produktov ter storitev, dinamika panoge, dobičkonosnost, rast, finančna uspešnost in stroškovna optimizacija. Spremljanje teh indikatorjev je ključno za uspešno vodenje podjetja, tudi če se podjetje ne prodaja. Tem dejavnikom je potrebno določiti prihodnje cilje ter jih v predprodajnem procesu tudi doseči. Analiza poslovanja ter izbrani cilji so osnova za nadaljnji proces planiranja poslovanja.

1.5.1 Analiza strategije

Analiza strategije vključuje analizo zunanjega okolja podjetja in tudi njene strategije za dolgoročno ohranjanje konkurenčne prednosti. Takšna kvalitativna analiza je prvi korak, ki služi za nadaljnje razumevanje podatkov finančne analize ter podlaga za ključne predpostavke pri izdelavi plana poslovanja. Prvi korak pri analizi zunanjega okolja je ocena privlačnosti panoge, ki jo je mogoče narediti s Porterjevo analizo petih silnic (1985). Ta je odvisna od stopnje trenutne in potencialne konkurence, k zajema rivalstvo med obstoječimi podjetji, nevarnost vstopa novih konkurentov in nevarnost substitutov.

1. Rivalstvo ima močan vpliv na privlačnost panoge. Močnejše kot je rivalstvo, manj dobičkonosna je panoga in posledično manj privlačna. Podjetja med seboj tekmujejo s cenovno politiko ali z inovativnostjo in z razlikovanjem blagovne znamke. Faktorji, ki povečujejo rivalstvo, so tudi veliko število konkurentov s primerljivimi izdelki, počasna rast panoge, visoki fiksni stroški, visoki izstopni stroški, presežene zmogljivosti v panogi in nepredvidljive strategije konkurentov.
2. Nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo povečujejo odsotnost ekonomije obsega, nizka diferenciacija med konkurenti, nizke kapitalske zahteve za začetne investicije, nizki stroški menjave dobavitelja, enostaven dostop do distribucijskih poti in tudi odsotnost regulacij.
3. Nevarnost pojava substitutov povečujejo visoko razmerje med prodajno ceno in kakovostjo izdelka, nizki stroški spremembe izdelka in visoka nagnjenost kupcev k substituciji.
4. Pogajalsko moč dobaviteljev povečujejo njihova visoka koncentracija, odsotnost velikega števila substitutov, če analizirana panoga predstavlja majhen trg za dobavitelje, visoka diferenciacija izdelkov dobaviteljev, visoki stroški menjave dobaviteljev in nevarnost integracije naprej.
5. Pogajalsko moč kupcev pa prav tako povečuje veliko število kupcev, velike količine nakupa enega kupca, standardizacija izdelkov, nizki stroški zamenjave dobavitelja, nizki dobički in dobra informiranost kupcev.

Pri analizi strategije podjetja je potrebno poiskati konkurenčne prednosti podjetja v dani panogi. Metodo za SWOT analizo sem povzel po Dysonu (2004). Med potekom analize se oceni strateški položaj podjetja z ocenjevanjem prednosti, slabosti, priložnosti ter nevarnosti. Pri ocenjevanju prednosti ter slabosti gre za notranjo analizo, glede na trenutno stanje podjetja.

Prednosti podjetja omogočajo učinkovitejše tekmovanje s konkurenčnimi podjetji na trgu, na katerem deluje oziroma ga oskrbuje s produkti. Prednosti predstavljajo področja, v katerih je podjetje boljše od konkurence. Strateške prednosti lahko predstavljajo zaposleni podjetja, dobri odnosi z dobavitelji in kupci, osnovna oprema, lokacija in infrastruktura ter inovativnost.

Slabosti so na drugi strani ključne omejitve, ki jih ima podjetje pri poslovanju, da je slabše od konkurence. Slabosti omejujejo učinkovitost poslovanja podjetja. Slabosti so lahko finančna omejenost, pomanjkanje dobrega kadra, neoptimalno opravljanje z obratnim kapitalom, neodvisnost pri strateškem odločanju.

Za ugotavljanje priložnosti in nevarnosti je potrebna analiza zunanjih dejavnikov, kot so politično, ekonomsko, socialno tehnološko in konkurenčno okolje. Analiza je časovno umerjena na prihodnost.

Priložnosti se pojavijo kot ugodne okoliščine, ki jih lahko podjetje izkoristi. Lahko so spremembe zakonodaje, ki omogočajo vstop na nove trge, razvoj tehnologije, ki omogoča podjetju optimalnejše delovanje, odkrivanje tržnih niš, izboljšanje odnosov do kupcev ali dobaviteljev.

Nevarnosti pa se pojavijo kot sprememba okolja, ki z veliko verjetnostjo negativno vpliva na poslovanje podjetja. Nevarnosti se lahko pojavijo z vstopom novih konkurentov, z naraščanjem pogajalske moči dobaviteljev ali kupcev, z naraščanjem tržnega deleža konkurentov.

Na podlagi identificiranih faktorjev se oblikuje strategija poslovanja, ki gradi na prednostih, odpravlja slabosti, izkorišča priložnosti ter se uspešno spopada z nevarnostmi (Pučko, 1993).

1.5.2 Finančna analiza

Finančna analiza podjetja predstavlja pomembnejši del analize podjetja, cilj katere je analizirati uspešnost preteklega poslovanja podjetja. Na podlagi teh informacij pa s pomočjo analize okolja ter strategije podjetja analize podjetja ceniti, koliko denarnega toka je podjetje sposobno proizvesti v prihodnosti (Healy & Palepu, 2000). Kakovost ocene prihodnjega denarnega toka podjetja pa je odvisna tudi od stabilnosti okolja (Mramor, 1997).

Pri finančni analizi se uporablja analitične metode za oceno uspešnosti ter trendov poslovanja podjetja. Uspešnost poslovanja se primerja s preteklim poslovanjem podjetja ali pa s primerjavo konkurentov. Njen namen pa je preoblikovati podatke poslovanja v finančne kazalnike, ki pomagajo pri procesu odločanja ter pri prihodnjih trendih poslovanja. Finančna analiza dejavnosti se od analize podjetja loči v tem, da se analizira izkaz poslovnega izida ter obratni kapital, pri prodaji podjetja pa je predmet analize tudi bilanca stanja podjetja (Robinson, Hennie van Greuning, Henry, & Broihahn, 2008).

Za razumevanje finančne analize ter možnosti predvidevanja prihodnjega poslovanja pa je predhodno potrebno poznati dobro vsebinsko razlago podatkov, za kar je potrebna predhodna analiza strategije. Za finančno analizo sem uporabil tri metode, povzete po Stevenu Braggu (2017): vodoravno analizo, navpično analizo ter analizo finančnih kazalnikov.

Vodoravno analizo se uporablja za ugotavljanje sprememb posameznih računovodskih postavk skozi različna obdobja opazovanja. Namen vodoravne analize je hitro opaziti, ali so se katere postavke močno spremenile v primerjavi s prejšnjimi obdobji. Tako dobimo prvo informacijo o spremembi, ki jo potem naprej raziskujemo.

Navpična analiza je analiza deležev računovodskih izkazov, pri kateri je vsaka postavka računovodskih izkazov izražena v procentih druge postavke. Običajno so postavke v izkazu uspeha izražene v procentih prihodkov. To vrsto analize se uporablja znotraj enega opazovanega obdobja, za primerjavo velikosti različnih postavk, lahko se uporablja tudi skozi različna obdobja. Prednost navpične analize je, da je uporabna za primerjavo različno velikih podjetij znotraj gospodarske panoge.

Analiza finančnih kazalnikov preteklega ter sedanjega poslovanja predstavlja osnovo za plan poslovanja. Kazalniki dajo informacijo, kaj se je zgodilo in ne zakaj, zato je njihova interpretacija pomembnejša kot le njihov izračun. Oblikovani so tako, da prikazujejo razmerja med postavkami računovodskih izkazov. Kazalniki se lahko primerjajo s preteklim poslovanjem analiziranega podjetja ali pa s kazalniki konkurence. Tako se preuči, na katerih področjih podjetje posluje dobro ter kje so mogoče izboljšave. Obstaja veliko različnih kazalnikov, v grobem pa jih lahko uvrstimo v štiri glavne skupine: kazalnike likvidnosti, obratnega kapitala, finančnega vzvoda in dobičkonosnosti. Izbor posameznih kazalnikov pa je odvisen predvsem od lastnosti panoge ali preučevanega podjetja. Kazalniki likvidnosti merijo zmožnost odplačevanja svojih kratkoročnih obveznosti s kratkoročnimi sredstvi. Kazalniki obratnega kapitala merijo učinkovitost upravljanja sredstev podjetja, potrebnih za poslovanje, to so zaloge, kratkoročne poslovne terjatve ter kratkoročne poslovne obveznosti. Kazalniki finančnega vzvoda merijo, v kolikšni meri se podjetje zanaša na financiranje poslovanja s posojili ter zmožnost odplačevanja le tega. Kazalniki dobičkonosnosti kažejo, kako dobro podjetje posluje in ustvarja dobiček. Med najpomembnejšimi kazalniki so bruto marža, delež čistega dobička, marža dobička iz poslovanja pred obrestmi, pred davkom in

amortizacijo (angl. *Earnings before intrests, taxes, depreciation and amortization*, v nadaljevanju EBITDA) (Berk & DeMarzo, 2007).

Pri prodaji dejavnosti ne gre za prenos finančnih obveznosti, zato se ta finančna analiza razlikuje od finančne analize prodaje deleža podjetja zaradi prepletenosti bilance stanja z lastniškim podjetjem. Finančna analiza pri prodaji dejavnosti je zato usmerjena v analizo dobičkonosnosti ter v učinkovitost uporabe obratnega kapitala, v kolikor ga ima dejavnost namen prodati. Pri prodaji dejavnosti tako ni mogoče izračunati kazalcev likvidnosti ali kazalcev finančnega vzvoda. Ker obresti za finančne obveznosti prav tako niso vključene v izkaz poslovnega uspeha, je potrebno pozornost nameniti le poslovnemu izidu iz poslovanja oziroma še boljše EBITDA.

Investitorji najpogosteje spremljajo poslovanje podjetja preko EBITDA, ki pove, koliko denarnih tokov iz poslovanja je podjetje sposobno ustvarjati. Zato je pomembno, da ga spremljajo tudi lastniki. V finančni analizi je potrebno preučiti zgodovinske prihodke in trende stroškov. Potrebno je poznati gibanje prihodkov ter marže glede na geografsko območje, distribucijske kanale, tipe izdelkov, različne kupce, saj bo kasneje tudi investitorje zanimalo, kako zanesljivi ter predvidljivi so prihodki ter kateri dejavniki lahko negativno vplivajo na dobičkonosnost podjetja. Na strani preteklih stroškov pa je potrebno posebno pozornost posvetiti analizi odnosov z dobavitelji in mogočim spremembam pogodb z dobavitelji, ki bi povečali nabavno vrednost, gibanju stroškov oglaševanja, prodaje in razvoja (Michalczyk, 2007).

1.6 Plan poslovanja

Večina finančnih analiz je narejena z namenom prihodnjega odločanja, tako da je smiselno zaključiti analizo podjetja s pripravo plana poslovanja. Plan poslovanja je pomemben za različne deležnike. Direktorji na podlagi plana določajo ključne cilje uspešnosti, banke ocenjujejo zmožnost odplačevanja dolgov, plan pa je ključen tudi pri iskanju potencialnih kupcev ter pri vrednotenju podjetja za namen prodaje. Plan poslovanja ni samostojna analiza, navezuje se namreč tako na analizo strategije podjetja kot tudi na finančno analizo ter služi kot povzetek obeh analiz (Healy & Palepu, 2012).

Pučko (1993) opredeljuje planiranje poslovanja kot zavesten, organiziran proces odločanja o prihodnji poslovni dejavnosti podjetja. Za zmanjšanje tveganj je potrebno dobro poznati prihodnje zunanje in notranje poslovne možnosti podjetja, zunanja in notranja razmerja ter prednosti in slabosti glede na predvidene zunanje poslovne nevarnosti. Pri planiranju gre za določanje in izbiro ciljev podjetja, določanje sredstev, iskanje najugodnejše alternative, oblikovanje politik ter planov, opredeljevanje organizacije za uresničitev odločitev ter postavljanje nadzora. Plan poslovanja mora vsebovati strateške cilje ter dejavnosti za uresničitev zadanih ciljev.

Povzeto po Healy in Palepu (2012) se vsak plan gradi glede na referenčno točko. To je lahko trend poslovanja v zadnjih nekaj letih, lahko je zadnje poslovno leto ali zadnjih dvanajst mesecev, ki so lahko prilagojeni glede na trenutne trende. Referenčna točka mora biti izbrana skrbno ter premišljeno, saj vpliva na nadaljnji plan poslovanja.

Prvi korak pri planu poslovanja je ocena prihodnjih prihodkov. Trgovsko podjetje običajno oceni prihodke glede na trenutno leto ter jih poveča ali zmanjša glede na odpiranje ali zapiranje maloprodajnih enot. Stroške je potrebno napovedati glede na faktorje, ki na njih vplivajo. Večina stroškov je odvisnih od prihodkov in so tako izraženi kot odstotek le teh. To so stroški prodaje, splošni stroški in stroški upravljanja. Stroški, ki niso vezani na prihodke, so davek, najemnine in tudi amortizacija, ki je odvisna od amortizacijske politike vrednosti opreme, nepremičnin ter naprav.

Napovedi obratnega kapitala, zalog, terjatev ter poslovnih obveznosti so najbolj odvisne od planirane prodaje, zato jih je najbolje napovedati kot procent prihodkov ali pa kot koeficient obračanja. V primeru, da ima vodstvo cilj izboljšati učinkovitost obratnega kapitala, je potrebno to tudi prilagoditi ter upoštevati v planu.

Plan poslovanja mora biti realen in verodostojen, saj mora prepričati potencialne kupce. Plan mora tako slediti trendom iz preteklega poslovanja ter imeti za izboljšanje poslovanja skrbno in verodostojno predstavljene vse ukrepe in aktivnosti. Kredibilnost plana pa je odvisna tudi od uresničitve preteklega planiranja, zato bodo potencialni investitorji tudi to z zanimanjem preverili (Michalczyk, 2007).

Plan poslovanja dejavnosti pa se v določenih točkah razlikuje od plana podjetja. V planu poslovanja dejavnosti za namen prodaje je potrebno prilagoditi poslovanje za prikaz poštenega samostojnega poslovanja dejavnosti. Skrbno je potrebno preučiti vse trenutne relacije med dejavnostjo ter lastniškim podjetjem, prilagoditi vse medsebojne stroške na tržne cene in dodati stroške, ki bi jih dejavnost dodatno imela v primeru prodaje. Običajno, poleg finančnih obveznosti, niso vključeni tudi stroški financ računovodstva, kontrolinga in informatike. Na vse prilagoditve se je potrebno dobro pripraviti, saj je v primeru prodaje dejavnosti to ključnega pomena za potencialne investitorje ter uspešnost prodajnega procesa. Običajno se omenjene prilagoditve naredi med planiranjem, lahko pa se jih upošteva tudi pri finančni analizi.

1.7 Vrste vrednotenja

Vrednotenje igra pomembno vlogo pri procesu prodaje, saj mora prodajalec oceniti realno vrednost podjetja in na podlagi tega sprejeti ali zavrniti potencialne kupce. Potrebno je poudariti, da kljub temu, da so modeli vrednotenja kvantitativni, temeljijo na subjektivnih ocenah predpostavk (Thomas & Gup, 2006). Prav tako je vrednotenje odvisno od namena. Pri vrednotenju gre tudi za konflikte interesov, saj prodajalci ocenijo vrednost njihovega

podjetja veliko bolj optimistično kakor kupci. Vrednotenje tako ni nikoli nepristransko, tega se je potrebno zavedati in se pristranskosti v čim večji meri izogniti. Vrednotenje tako ne more prikazovati povsem natančne vrednosti podjetja, tudi zaradi predpostavk o prihodnjem poslovanju ter gibanju gospodarstva. Zaradi tega je potrebno imeti pri ocenjevanju podjetja razumno stopnjo za napake. Za ocenjevanje vrednosti podjetja obstajajo različni modeli, od preprostih do zelo kompleksnih (Damodaran, 1994). Vrednotenje podjetja se med drugim lahko oceni po sledečih treh metodah, ocenjevanje vrednosti sredstev po nabavnovrednostnem načinu, na podlagi multiplikatorjev ter po dinamični metodi diskontiranih denarnih tokov.

1.7.1 Nabavnovrednostni način

Pri nabavnovrednostnem načinu se vrednoti sredstva, ki so predmet prodaje. Pri tem načinu se upošteva vrednost sredstev z uporabo ekonomskega načela, da je sredstvo vredno toliko, kolikor ga je pripravljen kupec plačati za pridobitev sredstva z enako koristnostjo. Način temelji na načelu substitucije. Pogosto je sredstvo, ki se ga ocenjuje, zaradi zastarelosti manj privlačno od primerljivega, ki bi ga bilo mogoče kupiti ali izdelati. V takem primeru je potrebno upoštevati prilagoditve cene glede na zahtevano podlago vrednosti. Pri oceni vrednosti pa je potrebno upoštevati tudi dodatne stroške, ki bi jih kupec imel v samem procesu nabave sredstev z enako koristnostjo. Med stroške lahko štejemo prevozne storitve, stroške montaže, pravne pomoči ipd. Pri ocenjevanju vrednosti sredstev je potrebna nepristranskost ter strokovna usposobljenost ocenjevalcev, seveda pa tudi dobro delujoči trg. Vrednost sredstev se oceni na presečni datum ocenjevanja vrednosti (International Valuation Standards Committee, 2013).

Nabavnovrednostni način ocenjevanja sredstev podjetja, ki se ukvarja s prodajo tekstilnih, modnih in kozmetičnih izdelkov ni primeren. Prodajana sredstva se nanašajo predvsem na osnovno opremo maloprodajnih eno, kot so prodajne police, reklamni panoji, garderobne omarice, osvetljava in ozvočenje, prodajni pulti ipd. Ta oprema je številčna, njena posamezna vrednost pa majhna, zato bi bilo ocenjevanje vrednosti podjetja po nabavnovrednostnem načinu zelo zamuden proces, saj je potrebno oceniti vsak posamezni del opreme. Prav tako pa se velik del vrednosti omenjenega podjetja nanaša na neopredmetena sredstva, kot so licence, lastne blagovne znamke in dobro ime, česar z nabavnovrednostno metodo ni mogoče oceniti.

1.7.2 Metoda multiplikatorjev

Pri metodi multiplikatorjev se vrednost podjetja ocenjuje v primerjavi s cenami delnic primerljivih podjetij glede na skupne spremenljivke, kot so čisti dobički, prihodki, denarni tokovi, knjigovodska vrednost podjetja itd. Podjetje, ki se vrednoti, se tako primerja s tržnim multiplikatorjem, na podlagi katerega se ugotovi, ali je podjetje podcenjeno ali precenjeno. Multiplikator tržne vrednosti glede na prihodke nam pove, koliko so investitorji pripravljeni

plačati za evro prihodka. Prednost multiplikatorja je, da je možno ocenjevati vrednost vsakega podjetja, ki ima prihodke, slabost pa, da se majhna sprememba v prihodku zelo močno odraža v samem izračunu vrednosti podjetja. Pogosto se uporabljajo multiplikatorji, kot so vrednost podjetja brez dolga v relaciji do EBITDA, denarnega toka, čistega dobička ipd. (Damodaran, 1994).

Metodo multiplikatorjev ni najprimernejša za vrednotenje podjetja, ki se ukvarja s prodajo tekstilnih in modnih ter tudi kozmetičnih izdelkov, saj je težko dobiti primerljivo podjetje. Po metodi multiplikatorjev bi bilo sicer mogoče ločeno vrednotiti prodajo tekstilnih in modnih izdelkov ter prodajo kozmetičnih izdelkov, vendar bi bilo potrebno ločeno pripraviti računovodske izkaze, kar bi zahtevalo veliko časa.

1.7.3 Metoda denarnih tokov

Metoda denarnih tokov je najpogosteje uporabljena metoda ocenjevanja vrednosti, primerna za podjetja, ki imajo dobro definirane plane poslovanja (Mihajlovič, 2010). Temelji na predpostavki, da je vrednost podjetja enaka vsoti vseh prihodnjih prostih denarnih tokov, ki jih podjetja prinaša lastnikom. Pri tem se prihodnje proste denarne tokove diskontira na neto sedanjo vrednost (v nadaljevanju NSV), ki odraža vrednost denarja skozi čas, ter mero tveganja, ki se nanaša na verjetnost uresničitve pričakovanega donosa podjetja. Pri metodi je potrebno upoštevati plan pričakovanih donosov v določenem časovnem obdobju, običajno 5 do 10 let, ter določiti diskontno stopnjo (Pratt & Niculita, 2000). Metoda je najpogosteje uporabljena s strani velikih investicijskih bank za ocenjevanje vrednosti podjetij za namen prodaje (Brotherson, Eades, Harris, & Higgins, 2014; Demirakos, Strong, & Walker, 2004; Viebig & Poddig, 2008).

Prosti denarni tok je denar (v nadaljevanju PDT), ki podjetju ostane potem, ko podjetje investira v potrebne naložbe obratnega kapitala ter v stalna sredstva, ključna za normalno poslovanje (Brigham & Daves, 2002).

Prosti denarni tok se izračuna, kot prikazuje formula (1):

$$PDT = EBIT * (1 - t) + \text{amortizacija} - \Delta \text{ obratnega kapitala} - \text{neto naložbe v osnovna sredstva}$$

(1)

Izračun se začne s seštevkom poslovnih prihodkov, od katerih se odšteje poslovne odhodke. Dobljen rezultat je poslovni izid iz poslovanja pred plačilom obresti, davkov (angl. *Earnings before interests and taxes*, v nadaljevanju EBIT). EBIT se nato pomnoži z ena minus stopnjo davka in tako dobi čisti dobiček iz poslovanja po davkih. Nato se prišteje amortizacijo ter odšteje spremembe obratnega kapitala ter naložbene investicije. Tako se izračuna PDT, na podlagi katerega se z metodo denarnih tokov izračuna vrednost podjetja (Damodaran, 1994).

Za lastnike podjetja je višina PDT pomembna zato, da vidijo, koliko sredstev podjetje potrebuje za poplačilo finančnih obveznosti, ter koliko dobička si lahko izplačajo. V primeru, izplačila večjega dobička, kot znaša PDT v enem letu, pomeni, da bo moralo podjetje poiskati zunanji vir financiranja. Prosti denarni tok je lahko tudi negativen. V primeru, da je razlog v negativnem EBIT, predstavlja to podjetju veliko težavo, saj pomeni, da je poslovanje podjetja na dolgi rok nevzdržno. PDT je lahko začasno tudi negativen zaradi velikih vlaganj v razvoj, vendar zaradi dodatnih investicij pričakuje v prihodnje večje denarne tokove (Brigham & Daves, 2002).

Na podlagi trenutnih ter prihodnjih prostih denarnih tokov se oceni vrednost podjetja. Denarne tokove, ki so bližje v prihodnosti, je lažje ter z večjo gotovostjo oceniti kot tiste, ki se bodo zgodili kasneje. Zato se v metodi vrednotenja uporabi vrednotenje denarnih tokov v dveh obdobjih - določeno obdobje napovedi denarnih tokov, ter vsi denarni tokovi od določenega obdobja naprej v neskončnost. Vrednost denarnih tokov po določenem obdobju se imenuje končna oziroma preostala vrednost. Za izračun vrednosti podjetja je potrebno vrednosti denarnih tokov še diskontirati (Coperland, Koller, & Murrin, 1996).

Vrednost podjetja se tako izračuna na podlagi formule (2):

$$\text{Vrednost podjetja} = \text{Sedanja vrednost denarnih tokov v določenem obdobju napovedi (5 let)} + \text{Končna vrednost podjetja} \quad (2)$$

Za preračun sedanje vrednosti denarnih tokov je potreben izračun diskontnega faktorja.

1.7.3.1 Diskontni faktor

Diskontni faktor (angl. *Weighted average cost of capital*, v nadaljevanju WACC) je potreben za diskontiranje prihodnjih PDT na sedanjo vrednost, kar je potrebno pri ocenjevanju vrednosti z metodo denarnih tokov. WACC tako predstavlja uravnotežen strošek dolžniškega in lastniškega kapitala (Copeland, Koller, & Murrin, 2010).

Formula (3) za izračun je sledeča:

$$WACC = \frac{E}{V}k_c + \frac{D}{V}k_d*(1-t) \quad (3)$$

Legenda:

E – vrednost kapitala,

D – vrednost dolga,

V – vrednost celotnega kapitala ($V = E+D$),

t – davčno stopnja podjetja,

k_c – strošek lastniškega kapitala,

k_d – strošek dolžniškega kapitala.

Za izračun diskontnega faktorja je potrebno razmerje med vrednostjo kapitala in dolgom do celotne bilančne vsote podjetja, davčne stopnje za podjetje ter strošek kapitala in dolga. Strošek dolžniškega kapitala se nanaša na efektivno stopnjo dolga po davkih, ki jo podjetje plačuje za trenutni dolg. Strošek lastniškega kapitala pa se izračuna po CAPM modelu (angl. *Capital asset pricing model*), ki nam pove, kakšen donos investitorji zahtevajo za investicijo v naložbe podjetij (Damodaran, 2010). Izračun WACC, ki se uporablja za izračun sedanje vrednosti PDT podjetja, se uporablja tudi pri diskontiranju PDT dejavnosti z razliko, da se upošteva kapitalna struktura lastniškega podjetja.

1.7.3.2 Izračun vrednosti podjetja

Vrednost podjetja na podlagi metode denarnih tokov se, kot že omenjeno, izračuna kot sedanja vrednost denarnih tokov v nekem obdobju, običajno pet let, ter vrednost denarnih tokov po tem obdobju. Za izračun sedanje vrednosti po določenem obdobju je potrebno oceniti rast denarnih tokov v prihodnje (Coperland et al., 1996). Potrebno je opozoriti, da je rast prihodnjih denarnih tokov po določenem obdobju potrebno ocenjevati konzervativno, saj ni mogoče pričakovati visoke rasti denarnih tokov na dolgi rok (Damodaran, 1994).

Izračuna se po formuli (6):

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{PDT_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PDT_n*(1-g)}{(1+WACC-g)^n} \quad (4)$$

Legenda:

t – sredina posameznega leta v določenem obdobju,

n – število let, po katerem se določeno obdobje napovedi konča, za izračun končne vrednosti,

g – rast prostih denarnih tokov po določenem obdobju.

Rast prostih denarnih tokov po določenem obdobju je težko oceniti in je vrednost podjetja odvisna od subjektivnih predpostavk ter napak, je priporočljivo narediti tudi analizo občutljivosti vrednosti podjetja. Analiza občutljivosti nam tako pove, kako sprememba ključnih predpostavkah vpliva na vrednost podjetja (Baird, 1989).

Metoda denarnih tokov je najprimernejša za ocenjevanje podjetja, ki ima večji del vrednosti vezan na neopredmetena sredstva, kot so blagovne znamke, dobro ime in licenčne pravice. V primeru prodaje dejavnosti finančne obveznosti niso zajete, zato je izračunana vrednost že končna vrednost dejavnosti in dodatne prilagoditve vrednosti niso potrebne - kot v primeru prodaje celotnega podjetja, ko se od izračunane vrednosti odšteje neto dolg. Metoda denarnih tokov omogoča, preučitev verjetnost realizacije plana ter s tem kredibilnost vrednosti podjetja. Prav tako je mogoče z metodo denarnih tokov preučiti vpliv posameznih predpostavk plana na končno vrednost podjetja ter simulirati možne scenarije prihodnjega poslovanja. Ker ima vodstvo bistveno boljše informacije o poslovanju podjetja, je ob realnih predpostavkah plana njihovo vrednotenje realnejše od vrednotenja potencialnih kupcev. Naloga lastnikov je tako v veliki meri prepričati kupce podjetja o uresničitvi plana, na podlagi katerega je izračunana vrednost podjetja.

1.8 Iskanje potencialnih kupcev

Roberts (2009) pravi, da je razumeti kupca ter njegove namene ključnega pomena za pripravo dobre strategije prodaje. V procesu prodaje je pomembno poznavanje kupca in njegovih razlogov za nakup, poznavanje njegovih zahtev ter pričakovanj. Potencialne kupce je mogoče identificirati med petimi skupinami. Večja podjetja iz iste panoge, podjetja iz iste oskrbovalne verige, podjetja, ki prodajajo komplementarne izdelke, podjetja, ki bi z nakupom rada pridobila tržni delež na novem geografskem območju, ter ostali kupci, ki jih lahko pomagajo najti svetovalci.

1. Kupci približno 25 % vseh prodaj podjetij so večja podjetja od prodajanega in znotraj iste panoge. Za omenjene kupce je ključnega pomena poiskati potencialne sinergije, ki bi jih podjetje imelo z nakupom, jih dobro raziskati, izračunati ter jim jih predstaviti.
2. Kadar so kupci iz iste oskrbovalne verige, se imenuje vertikalna združitev (Kovačič, 2006). Potrebno jih je iskati v obeh smereh. Tako tiste, od katerih podjetje kupuje surovine, ter podjetja, ki prodajajo izdelke končnim kupcem (Avinadav, Chernonog, & Perlman, 2016).
3. Potencialni kupci so lahko tisti, ki niso iz iste oskrbovalne verige in izdelujejo ali prodajajo komplementarne produkte. Te je najlažje najti pri pregledu veleprodajnih katalogov produktov, ki jih prodajajoče podjetje izdeluje ali prodaja. Če ponazorim s primerom, podjetje, ki se prodaja, izdeluje tiskalnike, lahko išče potencialne kupce med podjetji, ki prodajajo kartuše, tiskalni papir, stojala za tiskalnike in podobno.

4. Kupci so lahko tudi podjetja, ki delujejo v isti panogi, vendar na drugem geografskem območju. Ta želijo z nakupom hitro razširiti tržni delež ter izkoristiti ekonomijo obsega.
5. Med ostale kupce spadajo tisti, ki vidijo nakup podjetja kot priložnost zaslužka.

Potencialne kupce je mogoče ločiti glede na njihov interes:

1. Konsolidatorski kupci so bili aktivni predvsem v poznih 90-ih letih, vendar se pojavljajo na vsake toliko časa. So zelo dobri kupci, saj so za podjetja pripravljani plačati premijo. Pojavljajo se v zelo razdrobljeni panogi, znotraj katere kupijo več podjetij hkrati, jih združijo v eno samo podjetje ter prodajo na javnem trgu z začetno javno ponudbo (angl. *Initial public offering*, v nadaljevanju IPO) z velikim realiziranim dobičkom. Večjo ceno so pripravljani plačati predvsem zaradi časovne stiske zaradi hitre prodaje konsolidiranega podjetja. Velike dobičke realizirajo na račun arbitraže, potencialne ekonomije obsega ter sinergij. Takim kupcem pa sledijo določene težave. Običajno panoge ne poznajo dobro in kupujejo podjetja le zaradi dobička preko hitre prodaje konsolidiranega podjetja, sestavljenega iz več kupljenih podjetij. Velikokrat se po prodaji konsolidiranega podjetja izkaže, da potencialna ekonomija obsega ni dobro izpeljana in dosežena zaradi neuresničitve sinergij. Problemi nastanejo tudi zaradi težav pri vodenju tega konsolidiranega podjetja, saj so podjetja, ki sestavljajo konsolidirano podjetje, navajena svoje neodvisnosti in rabijo čas za vzpostavitev novega vodstva.
2. Strateški kupci so motivirani za nakup podjetij predvsem zaradi realizacije ekonomije obsega, vstopa na nove trge ter ostalih sinergij. Za razliko od konsolidacijskih kupcev imajo strateški kupci znanje iz panoge in vzpostavljeno dobro delujoče podjetje, ki jim služi kot platforma ter ga z nakupom novega podjetja dopolnijo in razširijo njegovo poslovanje. Te vrste kupci so zelo zaželeni in spadajo med kupce, ki si jih prodajalci podjetij najbolj želijo.
3. Privatni kapitalski skladi (angl. *private equity groups*) iščejo priložnosti na trgu z nakupom podcenjenih podjetij ter z njihovo prodajo po višji ceni. Današnji privatni kapitalski skladi kupijo približno 25 do 30 % vseh srednje velikih podjetij. Investirajo v podjetja v vseh stopnjah razvoja, tako v zgodnjem razvoju kot v kasnejših stopnjah. Privatni skladi imajo okoli 95 % svojih sredstev vezanih v zelo varnih naložbah, kot so pokojninski načrti, portfelji zavarovalnic, ostalih 5 % pa investirajo v tvegane investicije, od katerih pričakujejo večje donose. Med tvegane investicije pa štejemo tudi nakupe posameznih podjetij. V povprečju imajo privatni kapitalski skladi življenjsko dobo od štirih do sedmih let. Na koncu svoje življenjske dobe prodajo svoja sredstva. Privatni kapitalski skladi imajo namen izboljšati poslovanje kupljenega podjetja in na koncu obdobja prodati z dobičkom.

4. Investitorji tveganega kapitala (venture capitalists) so najbolj znani kot glavni krivec za tako imenovani "dot.com boom" iz leta 1997. Investirajo predvsem v podjetja v zagonu, v katerih vidijo velik potencialen zaslužek (Roberts, 2009). Investitorji tveganega kapitala vlagajo 80 % denarja v podjetja znotraj panog infrastrukture, proizvodnje in oglaševanja. Njihova strategija je razviti podjetje do te mere, da ga lahko potem prodajo z velikim dobičkom (Zider, 1998).
5. Družinska podjetja investirajo svoj denar večinoma znotraj iste panoge. Njihov namen je ohraniti oziroma povečati družinsko vrednost, da bo trajala skozi več generacij. Večinoma investirajo bolj konzervativno ter za daljše časovno obdobje. Ta oblika kupcev je bolj redka, ponudijo manj denarja za nakup podjetja, vendar so idealni za lastnike, ki iščejo likvidacijo svojih sredstev, hkrati pa biti še naprej zaposleni v istem podjetju ter želijo od novega lastnika dodatno usmeritev in strateško pomoč (Lehrman, 2015).

Znotraj podjetij, ki so identificirana kot potencialna podjetja, je najbolje pristopiti s konkretnimi izračuni koristi, in sicer do višjih direktorjev s področij, ki bi imela največjo korist za nakup novega podjetja; ti direktorji imajo moč in vpliv lobiranja pri samem vrhu strateških odločitev (Roberts, 2009).

1.9 Priprava predstavitve podjetja in ponudbenega memoranduma

Korak, ki sledi identifikaciji potencialnih kupcev, je priprava dveh začetnih dokumentacij: predstavitve podjetja (angl. teaser) in ponudbenega memoranduma, ki se ju pošilja v fazi prodajnih procesov potencialnim kupcem. Namen gradiva je kupcem predstaviti podjetje. Predstavitvev podjetja se pošilja v prvi fazi, znotraj katere so predstavljeni le osnovni podatki podjetja, saj se v zgodnji fazi ne razkriva občutljivih poslovnih podatkov. V ponudbenem memorandumu so podatki prodajane podjetja razkriti podrobneje, vendar preišljeno. Najbolj občutljive podatke se razkriva v pozni fazi skrbnega pregleda. Tako predstavitev podjetja kot ponudbeni memorandum služita kot marketinško orodje, katerega ključ je predstaviti ključne attribute podjetja - velikost, rast in potencialno dobičkonosnost. Vsebovani podatki morajo biti predstavljeni točno ter pošteno upodobiti izzive, s katerimi se sooča prodajano podjetje. Ponudbeni memorandum naj bi po Shermanu (2011) vseboval naslednje informacije:

- povzetek,
- lastniško strukturo,
- zgodovino podjetja,
- pregled direktorjev ter organizacijske strukture,
- zgodovinske finančne podatke ter prilagoditve za realen prikaz poslovanja,
- pregled poslovanja,

- prodajne izdelke, storitve in cene,
- opis trženjske strategije, prodajno strategijo in strategije rasti,
- predstavitev konkurenčnega okolja,
- opis nepremičnin, naprav in opreme,
- opis tveganj podjetja ter sporov,
- tržne priložnosti,
- finančni plan poslovanja,
- priložnosti za rast,
- okvirno ceno podjetja in
- strukturo prodaje.

V praktičnem delu magistrske naloge sem predstavitev podjetja in ponudbeni memorandum predstavil skozi poglavja 3.1 do 3.7.

1.10 Pogoste napake in nasveti predprodajnih procesov

Prodaja podjetja je zapleten in dolgotrajen postopek, zato se pogosto dogajajo napake, ki lahko močno negativno vplivajo na ceno ali strukturo prodaje (NLB d.d., 2017).

Čas prodaje podjetja je ključen za uspeh prodaje. V primeru, da želi prodajalec hitro prodati svoje podjetje, lahko to kupec dobro izkoristi, na drugi strani pa se s predolгим zavlačevanjem prodaje lahko zamudi čas, znotraj katerega bi za podjetje iztržil največ. Teoretično je pravi čas prodaje tedaj, ko je podjetje na vrhuncu svoje življenjske krivulje, v praksi pa je pogosto takrat, ko je lastnik v to prisiljen (Stergar, 2016).

Kdaj povedati zaposlenim, da se podjetje prodaja? V primeru, da izvejo prehitro, lahko zaradi negotovosti zapustijo podjetje ali prekinejo sodelovanje, če izvejo prepozno, pa imajo lahko zamere, da niso zvedeli tega prej. Prav tako ključne stranke ter dobavitelji ne bi imeli možnosti oceniti, kakšne vplive bi to imelo za njihovo poslovanje. Pomembno je tudi motivirati ter stimulirati ključne kadre, ki so pomagali podjetju do uspeha. Tako bodo imeli enake cilje kot lastnik podjetja ter bodo tako v procesu prodaje bolje sodelovali. To je mogoče doseči s planom izplačil bonusov ali likvidacijskimi denarnimi nagradami (Gutknecht & Keys, 1993).

Prikaz realne slike poslovanja in zaslužka. Majhna podjetja pogosto ne prikazujejo realne slike poslovanja zaradi višjega plačila davka na dobiček. Potencialne kupce zanima, kako bi podjetje po nakupu poslovalo v primeru. Zaradi tega je potrebno prilagoditi previsoko izplačilo plač lastnikom ter njihovim družinskim članov, ki v podjetju ne opravljajo dela, izločiti osebne stroške, kot so finančni najemi avtomobilov za osebno uporabo, večerje za osebne potrebe ipd. Prodaja dejavnosti se od prodaje podjetja razlikuje v tem, da je potrebno oceniti in prilagoditi vse stroške, ki bi dejavnost v primeru prodaje nosilo samo, saj so stroški

prepleteni z lastniškim podjetjem ter jih ni mogoče popolnoma ločiti na dejavnost. Na primer stroške režije, tržne najemnine, računovodstva in vzpostavitve lastnega informacijskega sistema (Sherman, 2011).

Neprepričljivo predstavljen plan poslovanja negativno vpliva na verodostojnost vodstva. V primeru znatnega izboljšanja poslovanja v prihodnjih letih, glede na pretekla, mora biti vodstvo sposobno prepričljivo predstaviti ključne predpostavke plana poslovanja ter pojasniti, s katerimi ukrepi bo možno doseči te projekcije. V nasprotnem primeru lahko to močno zniža vrednost podjetja, saj je le ta odvisna od prepričanja kupca o prihodnji uspešnosti poslovanja (Harroch, 2016).

Način plačila kupnine podjetja je lahko pomembnejši od vrednosti prodaje. Celotna kupnina podjetja se le redko izplača v celoti ter takoj ob zaključku prodaje. Tudi visoka cena podjetja je lahko zaradi načina izplačila manj ugodna kot nižja cena v primeru ugodnejšega načina plačila. Pomembno je preučiti, kateri pogoji lahko vplivajo na višino kupnine: lahko je to slabo poslovanje po zaključku prodaje, lahko so neuspešna pogajanja z zunanjimi deležniki podjetja, kot na primer z zunanjimi najemodajalci, ali pa je čas prejetja kupnine zelo dolg (NLB d.d., 2017).

Pravilna ocena kredibilnosti kupca ima lahko velik vpliv. Predvsem v primeru daljšega poslovnega sodelovanja. Kupec mora dokazati, da je zmožen financiranja prodaje, ima izvedljiv plan in strategijo poslovanja, je sposoben izpolniti vse pogoje in zahteve prodajalca in bo dobro posloval ter izpolnjeval vse nadaljnje obveznosti (Sherman, 2011).

2 PRODAJNI PROCESI

Ob dobri pripravljenosti podjetja na prodajne procese, po določeni strategiji prodaje, v dobrem stanju podjetja ter z izdelanim "teaserjem" in ponudbenim memorandumom sledijo prodajni procesi. V prodajnih procesih se v prvi fazi pošilja predstavitev podjetja, na podlagi katere potencialni kupci izkažejo interes za nakup. Najprimernejšim kupcem se pošlje ponudbeni memorandum, na podlagi katerega se odločijo za oddajo nezavezujočih ponudb ter pisma o nameri. Ponovno se naredi ožji izbor potencialnih kupcev, ki se jim nato omogoči skrben pregled podjetja. Med skrbnim pregledom potencialni kupci podrobneje spoznajo podjetje, ocenijo tveganja ter koristi nakupa, prodajalec pa lahko že tekom skrbnega pregleda izbere končnega kupca. Po končanem skrbnem pregledu se pričnejo pogajanja. V kolikor so pogajanja z obeh strani uspešna, se prodajni proces zaključi s podpisom pogodbe o prodaji.

2.1 Nezavezujoče ponudbe in pismo o nameri

Potencialnim kupcem se v prvi fazi pošilja kratko predstavitev podjetja, v kateri je splošna predstavitev podjetja, na podlagi katere se odločijo, ali so zainteresirani za nakup. Nato se pošlje podrobnejše informacije o podjetju v obliki ponudbenega memoranduma. Preden se

pošlje informacijski memorandum, pa je potrebno, da potencialni kupec podpiše izjavo o zaupnosti, v kateri je navedeno, da informacije ne bodo uporabljali za lastno korist ali korist druge osebe (Senekovič, 2017). Po pregledu tega se odločijo, ali so za nakup podjetja še zainteresirani. Običajno sledijo osebna srečanja ter sestanki, da se ugotovi, ali so interesi prodaje oziroma nakupa obojestranski in ali se podjetji strateško ujemata. Na koncu vsi zainteresirani kupci oddajo nezavezujoče ponudbe, v katerih ponudijo način transakcije ter okvirno ceno, ki so jo pripravljani plačati za podjetje. Na podlagi ponudb prodajalec izbere enega ali več najprimernejših kandidatov ter jih/ga povabi v naslednji krog in jim/mu omogoči skrbni pregled prodajanega podjetja (NLB d.d., 2017).

Čeprav lahko prodajalec omogoči več potencialnim kupcem skrbni pregled, pa je tako v interesu prodajalca kot kupca, da ima le en kupec ekskluzivno pravico za določen čas, do 60 dni, za opravljanje skrbnega pregleda. S strani prodajalca je to dobro, saj mora poleg sprotnega poslovanja omogočati kupcu vse potrebno za skrbni pregled. V primeru večjih kupcev pa bi bilo to zelo obremenjujoče in bi lahko negativno vplivalo na poslovanje podjetja. Kupec pa si s tem zagotovi, da podjetje v tem času ne bo prodano drugemu (Roberts, 2009).

Pred začetkom skrbnega pregleda se običajno podpiše dokument, imenovan Pismo o nameri. Ta je pravni dokument, ki izkazuje strinjanje obeh strank glede načina prodaje, pred pričetkom skrbnega pregleda ter pred nadaljnimi pogajanja. Služi kot vodilo za kasnejši proces prodaje in vsebuje tako nezavezujoče pogoje prodaje, ki bodo še stvar pogajanj, ter zavezujoče pogoje, o katerih pogajanja ne bodo možna (Grden, 2002). Tako kupec hitro ugotovi, ali se strinja z zavezujočimi pogoji prodaje ter ali je še zainteresiran za nakup podjetja. V dokumentu je določena tudi okvirna cena prodaje ter faktorji, ki vplivajo na končno ceno. Zavezujoči faktorji oziroma pogoji pisma o nameri so, da prodajalec omogoči kupcu vpogled v poslovne in računovodske izkaze ter sodeluje v skrbnem pregledu, polog kupnine, način razdelitve transakcijskih stroškov, zagotovitev prodajalca, da podjetje ostane v generalno takem stanju, kot je, vpliv prodaje na zaposlene, trajanje skrbnega pregleda in čas podpisa pogodbe (NLB d.d., 2017).

2.2 Skrbni pregled

Lajoux in Elson (2010) pravita, da je skrbni pregled analiza tveganj nakupa, ki lahko pomeni razliko med uspešno ter neuspešno prodajo. Pri pregledu podjetja ni mogoče preveriti prav vseh potencialnih tveganj, ki jih kupec ima, saj bi bilo za to potrebno ogromno časa ter denarja, zato mora kupec oceniti zanj najpomembnejša ter materialna tveganja na katera se osredotoča tekom skrbnega pregleda. Pri prodaji celotnega podjetja je skrbni pregled obsežnejši, saj se obveznosti prenesejo na novega lastnika, ki tako nosi več tveganj, medtem ko je skrbni pregled pri prodaji sredstev običajno krajši in manj obsežen. Funkcija skrbnega pregleda je torej oceniti tveganja ter koristi nakupa podjetja na podlagi preteklih, sedanjih ter prihodnjih poslovnih informacij. Kupec naredi seznam podatkov, ki jih želi od prodajalca

pridobiti in jih preučiti. Skrbni pregled prodaje podjetja se loči na skrbni pregled poslovanja ter zaposlenih, finančni in pravni skrbni pregled. Vse podatke iz skrbnega pregleda se prenaša v varovano podatkovno sobo, do katere imajo dostop le osebe, ki so podpisale pogodbo o zaupnosti.

2.2.1 Skrbni pregled poslovanja in zaposlenih

Analiza bilanc je pomemben element pri skrbnem pregledu, vendar je za interpretacijo številklj nujno potrebno razumevanje poslovanja. To se doseže z intervjuji zaposlenih, z branjem letnih poročil, poročil bonitetnih agencij in poslovnih novic. Za dobro razumevanje poslovanja je potrebno pridobiti informacije o povpraševanju po izdelkih in trendih prodaje ter o faktorjih, ki bi potencialno lahko negativno vplivali na poslovanje. Pomembne so tudi informacije o viziji, poslanstvu ter ciljih podjetja, o višini zavezanih investicij v prihodnjem letu ter o gibanju stroškov surovin, o materialu ali nabavnih cenah prodajanih izdelkov. Potrebno je preučiti vplive nevsakdanjih ter nenavadnih dogodkov na tekoče poslovanje, prav tako spremembe, ki bi lahko v veliki meri vplivale na denarne tokove. Cilj skrbnega pregleda poslovanja je torej identifikacija ključnih sredstev podjetja, ki podjetju dajejo vrednost, ter oceniti, kateri faktorji lahko na ključna sredstva podjetja negativno vplivajo. Ključna sredstva so lahko blagovna znamka, ugled, licence, globalni doseg, tržni delež, število in lokacija prodajnih enot ter zaposleni.

Pri skrbnem pregledu zaposlenih se preverja število zaposlenih, način zaposlovanja, povprečna starost ter izobrazba, fluktuacija in nagrajevanje zaposlenih, možnosti napredovanja, izobraževanj, upokojevanje, pregled kolektivne in individualnih pogodb, število zaposlenih za določen ter nedoločen čas in pregled organizacijske strukture ter kulture. Tako potencialen kupec preuči možne spremembe ter izboljšave v postopku poslovanja in možnosti prekinitve delovnega razmerja.

2.2.2 Finančni skrbni pregled

Za potencialnega kupca je finančni pregled podjetja najpomembnejši del skrbnega pregleda. Namen finančnega skrbnega pregleda ni ocena vrednosti podjetja, temveč opaziti anomalije, ki so jih ostali spregledali v procesu ocenjevanja vrednosti. Iskanje teh odstopanj se tako začne s finančnim skrbnim pregledom. Ključna sta pregleda bilance stanja ter izkaza poslovnega izida.

V bilanci stanja je pomemben pregled opredmetenih osnovnih sredstev, kot so stroji, nepremičnine ter zaloge. Potrebno je poznati tržno vrednost sredstev, saj so običajno vrednosti v bilanci stanja zaradi amortizacije manjše od tržnih. Prav tako je velikokrat tržna vrednost zemljišč veliko večja od knjigovodske. Nato kupec pregleda vrednost opredmetenih sredstev, ki pa niso ključna za poslovanja podjetja, saj predstavljajo skrito vrednost. To so lahko vrednostni papirji, višek surovin in nestrategske investicije. Nato kupci

pregledajo še neopredmetena sredstva, kot so patenti in tržne znamke, ki podpirajo zaslužke podjetja, saj imajo lahko zelo veliko vrednost. Pri prodaji podjetja preko deleža podjetja finančni skrbni pregled sestoji tudi iz pregleda finančnih obveznosti ter kazalnikov likvidnosti, saj se v primeru prodaje sredstev, obveznosti ne prenesejo na novega lastnika. Kupci v bilanci stanja pregledujejo spremembe, ki bi pomenile netočnost bilanc. To so lahko sprememba metodologije prikaza, uporaba kapitalskih rezerv zaradi izpada prihodkov in podobno.

Izkaz poslovnega izida se analizira s pomočjo že omenjene vertikalne in horizontalne analize ter s pomočjo kazalnikov dobičkonosnosti. Kupci so pozorni tudi na znake, ki kažejo na netočnost podatkov. Med drugimi so to večji nepojasneni prihodki tik pred poročevalskim obdobjem, veliko boljši poslovni izid od konkurence, kadar v poslovanju ni večjih razlik, v primeru enakih ali zelo podobnih rezultatov plana, kadar se odlaša s knjiženjem stroškov ali pri uporabi neobičajnih praks priznavanja prihodkov.

2.2.3 Pravni skrbni pregled

Cilj pravnega skrbnega pregleda je pridobiti čim več informacij o sklenjenih pogodbah, ki trenutno bremenijo podjetje ter se bodo prenesle tudi pri prodaji oziroma bo podjetje moralo na novo skleniti pogodbe za nemoteno in normalno poslovanje, tudi po zaključku prodajnega postopka. V pogodbah se mora prikriti poslovno pomembne informacije, saj lahko v nasprotnem primeru pride to tožb s strani druge stranke pogodbe. Med pravnim skrbnim pregledom se prav tako pregleda, ali se podjetje drži vseh okoljskih zakonodaj glede varstva okolja in ravnanja z odpadki. Pred prodajo se v pravnem skrbnem pregledu preveri skladnost predvsem s tremi zakoni – z Zakonom o gospodarskih družbah (Ur. l. RS št. 42/2006), z Zakonom o prevzemih (Ur. l. RS št. 79/2006) ter z Zakonom o varstvu konkurence (Ur. l. RS, št. 18/1993).

2.3 Pogajanja in podpis pogodbe o prodaji

Pogajanja sestojijo iz deljenja informacij ter usklajevanja, cilj le tega pa je strinjanje obeh strank o vseh aspektih prodaje. Je ključna faza, ki vpliva na uspešnost ali neuspešnost prodajnega procesa. Proces pogajanja se deli na tri korake. V prvem koraku morata obe stranki predstaviti točke nestrinjanja. Druga faza vključuje iskanje alternativnih rešitev za točke nestrinjanja, ki lahko vključujejo plačilne nagrade, izplačila morebitnih dobičkov (angl. *earn out*) in podobno. Zadnja faza pogajanj nastopi s strinjanjem prodajalca ter kupca o končni obliki pogodbe o prodaji (Cooper & Finkelstein, 2014).

Skozi celoten potek skrbnega pregleda ter kasnejših pogajanj ter usklajevanj prodajalec izbere najprimernejšega kupca. Na koncu je predmet pogajanj razviden v prodajni pogodbi, ki opredeljuje pravno razumevanje kupca in prodajalca o prodaji.

Prodajna pogodba določa strukturo, ceno in pogoje transakcije. V primeru prodaje sredstev se skozi pogajanja določi ter natančno opiše vsa sredstva ter obveznosti, ki so predmet prodaje, določi se ceno ter način in čas plačila. Plačilo skoraj nikoli ni plačano v enkratnem znesku takoj po zaključku prodaje, temveč se večinoma izplačuje skozi nekaj let. V prodajni pogodbi se razkrije vsa pomembna pravna, finančna ter ostala pomembna vprašanja o kupcu ter prodajalcu, zavezuje obe stranki, da naredita, kar je v njuni moči za uspešen zaključek transakcije. Pogodba zavezuje prodajalca, da podjetja v veliki meri ne spreminja ter narekuje, kaj narediti v primeru, ko prodajalec ali kupec naletita na do sedaj pomembne nerazkrite informacije. Medtem ko ima pismo o nameri zavezujoče ter nezavezujoče člene, je pogodba o prodaji izključno zavezujoča. Če po podpisu pogodbe stranki brez pravnega razloga ne izpolnita predpisanih obvez, sta odgovorni za nastalo škodo. Vse to pa je predmet pogajanj ter usklajevanj (Cooper & Finkelstein, 2014).

Večje skrbi obeh strank se nanašajo predvsem na dva dela pogodbe. Na pogoje za zaključek prodaje ter povrnitev škode v primeru kršitev ter pogoje znotraj katerih lahko kupec brez kazni zapusti prodajni proces. V delu pogodbe, ki se nanaša na povrnitev škode, so zapisane tudi obveznosti obeh strank v primeru odkritja novih informacij. V pogodbi so zapisana jamstva ter garancije, ki dajejo pravico kupcu, da v primeru odkritja nepravilnosti v prikazu podjetja od nakupa odstopi. V pogodbi je tudi zapisano, da mora prodajalec povrniti škodo za probleme, na katere naleti kupec tudi po zaključku prodajnega procesa. Prodajalec je tudi zavezan, da podjetja ne bo spreminjal izven obzirov, kot je zapisano v jamstvih ter garancijah, ter bo do zaključka prodajnega procesa opravljal svoj posel normalno. V prodajni pogodbi so jamstva, garancije ter zaveze zelo pomembne za tekoč ter uspešen zaključek prodaje podjetja, zato predstavljajo pomemben del pogajanj. Po podpisu pogodbe sledi obdobje, znotraj katerega se morata tako prodajalec ter kupec držati členov prodajne pogodbe ter mora prodajalec predati podjetje v dogovorjenem stanju. To obdobje traja nekaj mesecev. Na dan zaključka prodaje se pregleda, ali sta tako prodajalec kot kupec izpolnila vse pogoje, določene v prodajni pogodbi, nakar se podpiše prodajno pogodbo. V obdobju po končani prodaji ponavadi ostanejo dogovorjene zaveze, ki se jih morajo držati tako kupci kot prodajalci (Lajoux & Elson, 2010).

3 ANALIZA PREDPRODAJNIH PROCESOV IZBRANE DEJAVNOSTI

V tretjem poglavju sem na podlagi teoretičnih priporočil iz prvega in drugega poglavja predstavil potek predprodajnih procesov na konkretnem primeru prodaje dejavnosti tekstilnih, modnih ter kozmetičnih izdelkov. Zaradi občutljivosti podatkov bo ostala dejavnost neimenovana, prav tako pa so podatki o prodajnem procesu prilagojeni.

Predstavil sem poslovanje dejavnosti po trgih, kjer dejavnost posluje, ter opisal razloge za prodajo. Naredil sem analizo strategije podjetja skozi Porterjevo analizo silnic ter SWOT analizo, ki bo služila za boljše razumevanje finančne analize. V finančni analizi sem

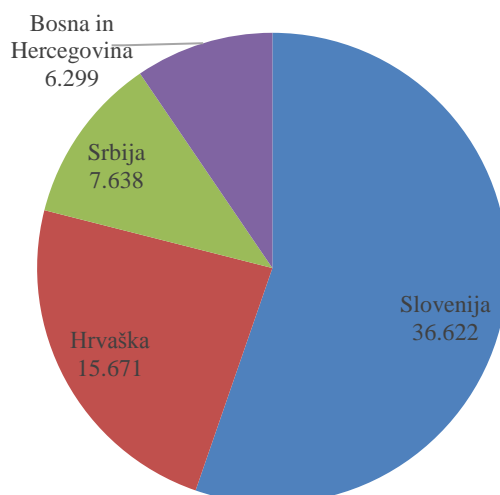
izračunal ključne kazalnike celotne dejavnosti, kot tudi za Slovenijo, Hrvaško, Srbijo ter Bosno in Hercegovino. Primerjal sem leto 2012 z letom 2016, da bi preučil uspešnost prestrukturiranja ter prikazal trend poslovanja. Na koncu finančne analize sem opravil primerjalno analizo poslovanja leta 2016 med posameznimi državami ter tako preučil možne izboljšave posamezne države. Finančna analiza je služila za pripravo plana poslovanja dejavnosti, ki je temeljila na strateških ciljih dejavnosti ter na aktivnostih za doseg ciljev. Plan sem za primerljivost s preteklim poslovanjem dejavnosti predstavil z enakimi finančnimi kazalniki poslovanja. Na podlagi plana poslovanja dejavnosti sem z metodo denarnih tokov ocenil vrednost dejavnosti. Poglavje predprodajnih procesov sem zaključil z iskanjem najprimernejših kupcev.

3.1 Predstavitev dejavnosti

Dejavnost deluje že več kot petdeset let na področju prodaje modnih, tekstilnih in kozmetičnih izdelkov. Po klasifikaciji se dejavnost uvršča v trgovino na drobno v specializiranih prodajalnah s tekstilom (G 47.5) in trgovino na drobno v specializiranih prodajalnah s kozmetičnimi in toaletnimi izdelki (G 47.7) (Standardna klasifikacija dejavnosti, 2008). Dejavnost obratuje na trgih Slovenije, Srbije, Hrvaške ter Bosne in Hercegovine. Osnovni podatki dejavnosti za leto 2015 so prikazani v sledečih grafih.

Kot prikazuje Slika 1 so celotni prihodki v letu 2015 znašali 66 milijonov EUR, največji delež prihodkov je bil v Sloveniji, zato predstavlja Slovenija najpomembnejši trg. Dejavnost prodaja skupaj 282 različnih modnih in tekstilnih izdelkov.

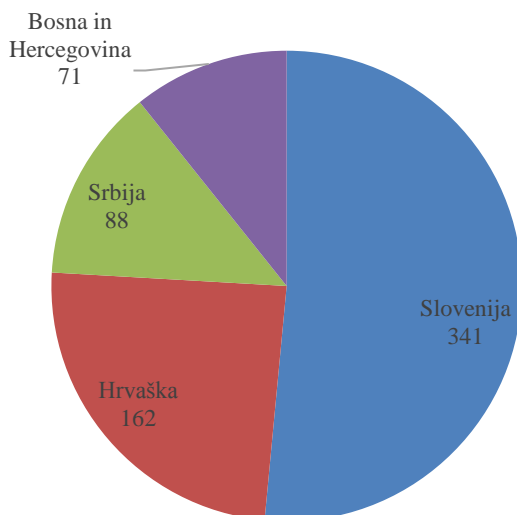
Slika 1: Prihodki iz prodaje (v tisoč EUR)



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

Slika 2 prikazuje povprečno število zaposlenih na podlagi ur. Dejavnost ima v Sloveniji največ zaposlenih, skoraj polovico, na drugem mestu ji sledi Hrvaška, nato Srbija in Bosna in Hercegovina. Skupno ima dejavnost 662 zaposlenih iz ur.

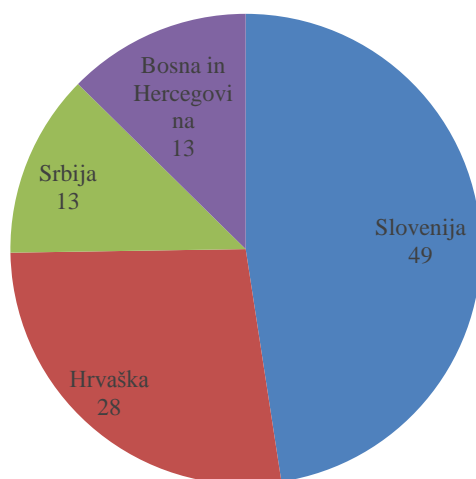
Slika 2: Število zaposlenih na podlagi ur



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

Slika 3 prikazuje število maloprodajnih enot v letu 2015. Skupno število maloprodajnih enot v letu 2015 je bilo 103, skoraj polovico od tega jih je bilo v Sloveniji.

Slika 3: Število maloprodajnih enot v letu 2015

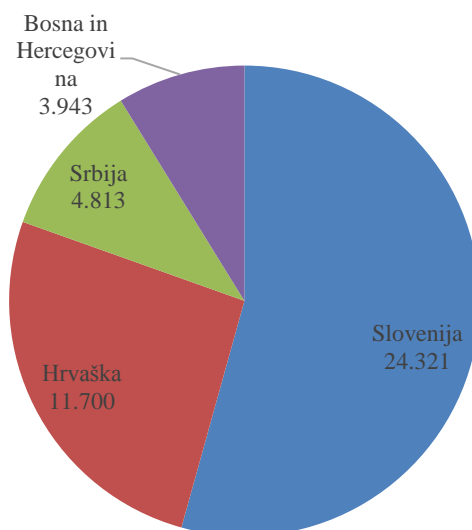


Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

Slika 4 prikazuje prodajno površino po državah v letu 2015. Slovenija ima največjo prodajno površino zaradi večjega števila prodajnih enot, prav tako pa so enote v povprečju večje kot

v drugih državah. V Sloveniji le-ta znaša skoraj 500m², na Hrvaškem 410 m², Srbiji 370 m² in v Bosni in Hercegovini 300 m².

Slika 4: Prodajna površina v m² v letu 2015



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

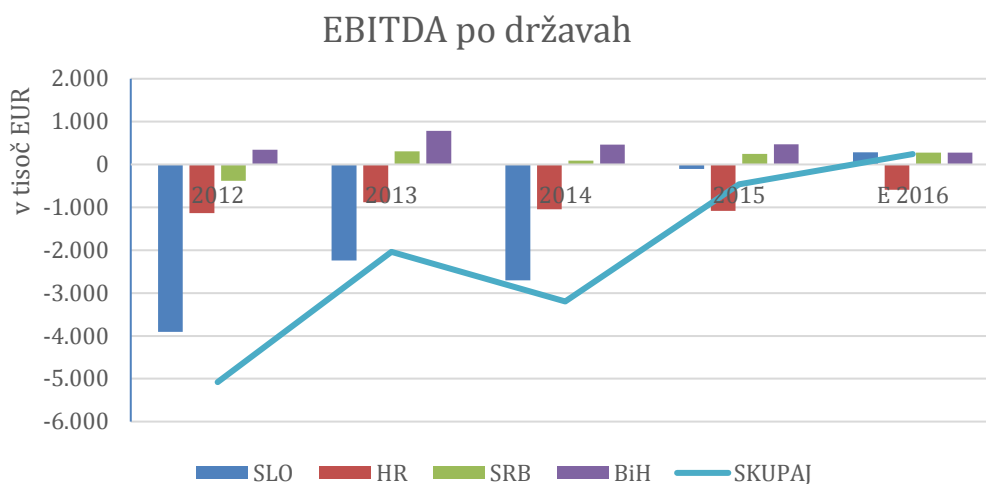
Obstoječi kupci predstavljajo relativno zvesto in predvidljivo bazo, katere delež bo, zaradi demografskih trendov, v porastu. Tipičen kupec je zaposlena ženska, starejša od 45 let, ki živi z družino. Tržni delež na trgih Slovenije je okoli 10 %, na trgih Hrvaške pa 3,8 % (Podjetje X, 2016).

Vizija dejavnosti podjetja je postati eden od treh največjih trgovcev kakovostnega, modnega, cenovno sprejemljivega tekstila na vseh ciljnih trgih. Poslanstvo dejavnosti pa je ostati ponudnik visoko kakovostnih modnih oblačil, dodatkov in kozmetike. Cilj dejavnosti je jamčiti poštene cene, ki kupca spodbujajo k nakupu brez cenovnih znižanj, uspešno nagovarjati in zadovoljevati vse skupine potrošnikov, s poudarkom na rastoči ciljni skupini populacije srednjih let, ter s stabilnim poslovanjem dosegati zaupanje vseh deležnikov (Podjetje X, 2016).

Slika 5 prikazuje realizirano EBITDA od leta 2012 do 2015, leto 2016 pa predstavlja oceno EBITDA, saj je bila dejavnost pred koncem tega leta prodana. EBITDA je glavni kazalec poslovanja, ki prikazuje, koliko denarnega toka je dejavnost sposobna ustvariti za poplačilo dolgov, investicije ter za zaslužek lastnikov. EBITDA posameznih držav je prikazana v stolpcih, modra črta pa prikazuje EBITDA celotne dejavnosti. Od leta 2012 pa do leta 2015 je imela dejavnost negativno EBITDA. V prvih treh letih je imela Slovenija na poslovanje največji negativen vpliv, vendar se je leta 2015 poslovanje v Sloveniji močno izboljšalo. Poslovanje na Hrvaškem je skozi vsa leta stabilno, vendar negativno. Dejavnost je najbolj donosna na območju Bosne in Hercegovine, kljub najmanjši prodajni površini. Srbija nima

velikega vpliva na EBITDA skupine. EBITDA celotne dejavnosti je bila v letu 2012 negativna, več kot 5 milijonov EUR, v letu 2013 se je izboljšala zaradi boljšega poslovanja Slovenije, v letu 2014 pa ponovno padla, predvsem zaradi velikih popustov, saj je dejavnost pospeševala prodajo starih zalog, ki so se nabrale iz preteklih let. Poslovanje dejavnosti se je v letih močno izboljšalo, EBITDA je bila leta 2016 prvič pozitivna, v višini dobrih 240 tisoč EUR.

Slika 5: EBITDA dejavnosti po državah, 2012-2016



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

3.2 Vzroki, motivi in predmet prodaje

Za dobro razumevanje prodajnih procesov ter kasnejših pogajanj je potrebno razumeti vzroke in motive prodaje. Dejavnost prodaje modnih, tekstilnih ter kozmetičnih izdelkov pripada večjemu podjetju, katerega osnovna dejavnost se razlikuje od prodane dejavnosti. Lastniško podjetje se želi osredotočiti le na svojo glavno dejavnost ter usmeriti vse moči v izboljšanje poslovanja na svojem področju. Prav tako pa dejavnost že nekaj let prinaša negativen denarni tok. V zadnjih dveh letih se je poslovanje sicer močno prestrukturiralo ter izboljšalo, kar je tudi pripomoglo k prodajni uspešnosti dejavnosti. Glavni motiv prodaje je bil pridobiti strateškega partnerja, ki bo dolgoročno nadaljeval s poslovanjem, razvijal dejavnost in dobro skrbel za zaposlene.

Načrtovan predmet prodaje dejavnosti vključuje prevzem dejavnosti na vseh trgih in lokacijah, prodajo osnovnih sredstev ter prevzem vseh zaposlenih. Dejanski predmet prodaje se je oblikoval med pogajanja, predstavil ga bom v poglavju 4.2. Razlogi za prodajo preko prodaje sredstev in ne poslovnega deleža podjetja so predvsem v tem, da dejavnost ni delovala kot lastno podjetje in bi bilo v primeru prodaje preko deleža podjetja potrebno ustanoviti nova podjetja na vseh štirih trgih ter prenesti celotno poslovanje, kar bi dodatno

podaljšalo prodajni proces. Kupec dejavnosti prav tako ni želel prevzeti poslovnih ter finančnih obveznosti ter je želel biti selektivnejši pri izboru sredstev nakupa. S strani prodajalca je glede odloženega davka to boljša izbira, saj je dejavnost poslovala negativno, s čimer bo podjetje lahko znižalo plačilo prihodnjih davkov. Tako je bila oblika prodaje preko sredstev boljša izbira, tako za prodajalca kot tudi kupca.

3.3 Izbira sodelujočih pri prodajnem procesu

V procesu prodajanja dejavnosti so sodelovali ključni direktorji dejavnosti, prav tako tudi zaposleni lastniškega podjetja ter zunanji svetovalci. Ti so bili najeti, saj lastniško podjetje ni imelo potrebnega kadra, saj je bilo potrebno voditi tudi tekoče poslovanje. Slednji so koordinirali prodajne procese, sodelovali pri izdelavi »teaserja« ter ponudbenega memoranduma, sodelovali pri pogajanjih ter svetovali pri davčnih ter pravnih aspektih prodaje.

Direktorji so ključne zaposlene, ki so sodelovali v prodajnih procesih, obvestili o pričetku le teh. Znotraj dejavnosti so zaposleni že nekaj let vedeli, da ima lastniško podjetje namen dejavnost prodati, tako da za zaposlene to ni bila presenetljiva novica. Ostali zaposleni o poteku prodajnih procesov niso bili obveščeni, saj bi to lahko imelo negativne posledice tako zanje kot tudi na poslovanje dejavnosti.

3.4 Prestrukturiranje ter priprava podjetja na prodajo

Prestrukturiranje dejavnosti se je začelo v letu 2013 z imenovanjem novega vodstva dejavnosti. Prednost novega vodstva je bila v naboru komplementarnih znanj s področja tekstila in splošnih menedžerskih znanj, vključno s prestrukturiranjem in optimiziranjem poslovanja. Novo vodstvo si je zadalo rešiti ključne težave dejavnosti, predvsem optimizacijo slabo delujočih enot, izboljšanje odnosov ključnih dobaviteljev, zmanjšati število ostalih dobaviteljev, vključiti maloprodajo v proces nabave, ter s tem prilagoditi asortima lokacijam in kupni moči kupcev (Podjetje X, 2016). Rezultat prestrukturiranja se je kazal predvsem v višji povprečni marži, v zmanjšanju dni vezave zalog ter v povečanju EBITDA marže.

V letih 2013 ter 2014 je bila izvedena obsežna optimizacija maloprodajne mreže, v kateri je vodstvo dejavnosti zaprlo 37 trgovin ter zmanjšalo skupno površino za več kot 9.000 m². V letih 2015 in 2016 pa je prišlo do zaprtja še dodatnih 16 trgovin. Najpogostejši razlogi zaprtja enot so razvidni iz Tabele 1.

Tabela 1: Razlogi za zaprtje enot

Močan padec kupcev in prometa zaradi velikega števila zaprtih lokalov znotraj trgovskega centra.	Premajhna kupna moč kupcev za izboljšanje poslovanja.
Dve enoti preblizu skupaj, zato je potrebno zapreti slabšo enoto.	Potrebna prenova, vendar neto korist prenove negativna.
Negativen poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, amortizacijo in najemnino.	Prihod konkurence.
Neatraktivna lokacija.	Prevelika kvadratura enote.
Enota nima parkirnih mest.	Zaprtje zaradi ukinitve outlet formata.

Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

Prestrukturiranje dejavnosti je zaradi zapiranja enot vključevalo tudi zmanjšanje števila zaposlenih v maloprodaji in tudi v režiji. Število zaposlenih iz ur se je v letih 2013 ter 2014 zmanjšalo za 192, do konca leta 2016 pa še za dodatnih 56.

Vodstvo dejavnosti se je soočalo tudi z velikim problemom upravljanja zalog, kjer so močno zaostajali za konkurenti, tako so sprejeli več ukrepov za izboljšanje. Starejše zaloge, ki so bile še v trendu, so umestili v tekočo sezono ter jih poskušali prodati. Uskladili so tudi popuste v vseh trgovinah glede na starost zaloge ter uvedli ločene prostore, kjer se je stara zaloge, ki ni bila po zadnjih trendih, prodajala in bila ločena od novih kolekcij. Zaradi kopičenja starih zalog iz preteklih let ter zaradi zapiranja enot so uvedli aktivnosti za pospeševanje prodaje, ki so temeljile predvsem na pogostih ter visokih popustih. Te aktivnosti so poleg izplačevanja odpravnin zaposlenim imele pomemben vpliv na poslovanje dejavnosti v letih 2013 ter 2014.

Tako se je prestrukturiranje dejavnosti začelo odvijati veliko pred začetkom prodaje dejavnosti. Ker so bile spremembe obsežne, si je vodstvo dejavnosti dve leti prizadevalo izboljšati poslovanje. Brez tega bi po moji oceni dejavnost zelo težko prodali. S tega vidika lahko ocenim, da se je vodstvo pravočasno začelo pripravljati na kasnejše prodajne procese. Rezultate prestrukturiranja pa sem analiziral v finančni analizi v poglavju 3.5.2.

3.5 Analiza poslovanja

Analizo poslovanja sem, tako kot v teoretičnem delu, razdelil na dve poglavji, in sicer analizo strategije ter finančno analizo. Pri analizi strategije sem preučil vpliv gospodarskega okolja na poslovanje, zadnje trende panoge, glavne konkurente ter naredil SWOT analizo. V sklopu finančne analize sem analiziral uspešnost poslovanja dejavnosti skozi obdobje petih let, primerjal ključne indikatorje uspešnosti ter ocenil uspešnost prestrukturiranja dejavnosti, ki je potekalo od leta 2013.

3.5.1 Analiza strategije

Za načrtovanje ustreznega delovanja dejavnosti je potrebno poznati privlačnost panoge, znotraj katere dejavnost posluje. To sem predstavil s Porterjevo analizo petih silnic, kjer sem analiziral dejavnost v Sloveniji, saj predstavlja Slovenija največji trg dejavnosti.

Rivalstvo je zaradi številčnosti konkurentov v panogi prodaje tekstilnih izdelkov zelo veliko, kar znižuje njeno privlačnost. Glavni konkurenti prodajane dejavnosti so na trgu Slovenije Emporium BTC, Galerija Emporium, Nama, Peak & Cloppenburg, zaradi geografske prisotnosti pa je najbolj primerljiva Sportina. Vsi zgoraj omenjeni konkurenti slovijo po blagovnih znamkah višjega cenovnega razreda ter dobri kvaliteti. Kot posredno konkurenco pa lahko štejemo tudi Zaro in H&M, ki sta znana po hitri menjavi trendovskih kolekcij po dostopnih cenah (Podjetje X, 2016).

Nevarnost vstopa novih konkurentov je relativno nizka, saj je potrebna visoka začetna investicija v zaloge, dobre lokacije trgovin so že zasedene zaradi velike koncentracije konkurentov, dostop do distribucijskih kanalov je zelo težak. Zadnji trendi pa gredo v smer računalniške izmenjave podatkov med prodajalci ter dobavitelji, da bi optimizirali zaloge, za kar pa so potrebne nove investicije, kar zmanjšuje grožnjo vstopa novih konkurentov (Nordås, 2004). Prav tako so stroški transporta, carin ter lokalnih distribucij zelo visoki, kar prav tako odvrča potencialne konkurente (Abernathy, Volpe, & Weil, 2006).

Pogajalsko moč kupcev ocenjujem kot zelo visoko, saj je koncentracija ponudnikov, ki prodajajo tekstilne in modne izdelke trga velika, kupci pa so cenovno občutljivi ter dobro obveščeni o ponudbi ter cenah izdelkov. Kupec ima veliko pogajalsko moč, ker ima nizke stroške z zamenjavo trgovine. Zaradi visokega števila substitutov in relativno visoke nagnjenosti kupcev k substituciji je privlačnost prodaje tekstilnih izdelkov nizka (Bush, 2016).

Pogajalska moč dobaviteljev se zmanjšuje na račun večje pogajalske moči prodajalcev, kar pozitivno vpliva na privlačnost panoge. Prav tako se prodaja tekstilnih izdelkov transformira, saj kupci zahtevajo večjo raznolikost izdelkov z nižjimi cenami. S tem se vrši pritisk na prodajalce, ker pa imajo do dobaviteljev vedno večjo pogajalsko moč, lahko prenašajo te pritiske po nabavni verigi. Prodajalci tako zahtevajo krajše roke dobave ter pogostejšo oskrbo z izdelki. Tako si prodajalci zmanjšujejo količine potrebnih zaloge, kar v določeni meri povečuje privlačnost panoge (Abernathy et al., 2006).

Nevarnost substitutov je v panogi prodaje tekstilnih in modnih izdelkov velika, saj je dostopnost izdelkov drugih podjetij velika, diferenciacija izdelkov majhna, stroški zamenjave trgovine pa zelo nizki. Prav tako je veliko konkurentov na trgu, ki ponujajo podobne izdelke po konkurenčnih cenah (Rowland, 2017).

Poleg privlačnosti panoge pa je potrebno poznati vplivne dejavnike okolja, tako notranje kot zunanje, ter jih upoštevati pri oblikovanju strategije poslovanja. Te sem na podlagi internih dokumentov in poznavanja dejavnosti preučil celotno dejavnost s SWOT analizo.

Prednosti dejavnosti so:

- strateške lokacije trgovin,
- sinergije z lastniškim podjetjem,
- najpogosteje prepoznavna in uporabljena kartica ugodnosti,
- nenehno stremenje k izboljšavam poslovanja,
- ponudba kozmetičnih izdelkov,
- možnost premika neprodanih izdelkov med trgi, kjer je dejavnost prisotna,
- širok nabor tekstilnih izdelkov in modnih dodatkov,
- visok tržni delež v Sloveniji.

Slabosti so:

- zahteve po vključenosti v projekte lastniškega podjetja,
- pomanjkanje finančnih sredstev za investicije,
- časovni zamik učinkovanja ukrepov prestrukturiranja,
- visok odstotek pogostih popustov, ki negativno vplivajo na cenovno percepcijo izdelkov tekoče sezone,
- nizka vlaganja v razvoj prodajnega prostora ter marketinga,
- pogoste menjave ključnega kadra,
- neprilagojenost asortimana izdelkov tržni moči kupcev ter lokalnim značilnostim,
- prevelika raznolikost formatov trgovin,
- neustrezna velikost prodajne površine posameznih enot glede na tržni potencial,
- zaradi slabega finančnega stanja ukinitvev ključnih blagovnih znamk,
- premalo izkoriščena podpora informacijske tehnologije.

Priložnosti dejavnosti so:

- povečanje deleža ponudbe, namenjene najpogostejšim kupcem (ženskam, starejšim od 50 let),
- posodobitev prodajnih prostorov,
- izboljšanje komunikacije s kupci,
- nove tržne poti,
- boljše vodenje, usposabljanje in nagrajevanje zaposlenih,
- demografski trend staranja prebivalstva,
- boljše poslovno in tehnološko sodelovanje s poslovnimi partnerji,

- razvoj lastne blagovne znamke,
- razvoj spletne trgovine.

Nevarnosti dejavnosti pa so:

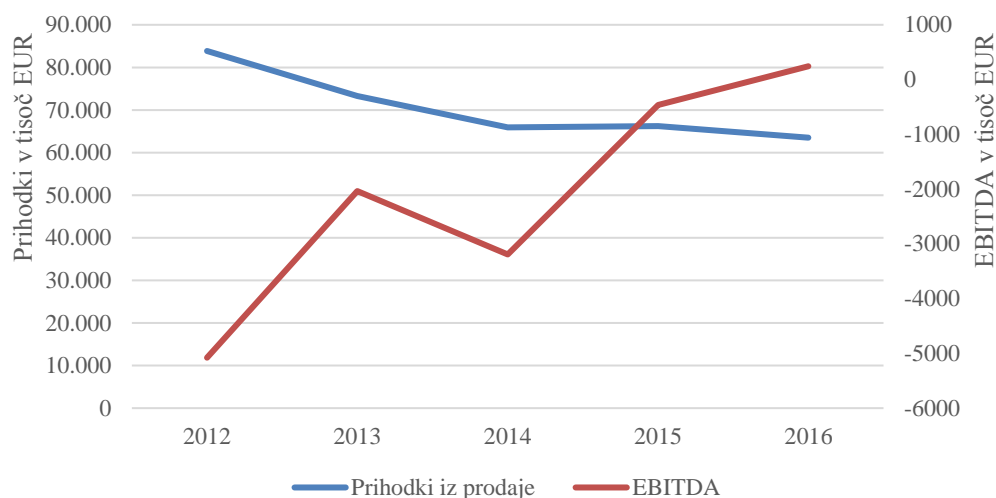
- povečanje ponudbe nizkocenovnih trgovcev,
- samostojen nastop strateških dobaviteljev na ciljnih trgih,
- povečanje tržnega deleža konkurentov z odpiranjem novih enot, kjer dejavnost ni prisotna,
- zmanjšanje konkurenčnosti in pogajalske moči do dobaviteljev zaradi zmanjšanja števila trgovin.

3.5.2 Finančna analiza

Po analizi strategije podjetja ter analizi zunanjih dejavnikov, ki vplivajo na poslovanje, sem analiziral finančne vplive prestrukturiranja dejavnosti, ki se je začelo leta 2013 z največjim poudarkom v Sloveniji. Primerjal sem leto pred pričetkom sprememb, 2012, ter štiri leta kasneje, kjer je opaziti vpliv prestrukturiranja. Podatki za leto 2016 so sicer ocena poslovanja in ne dejanska realizacija, saj je bila dejavnost pred koncem leta prodana. Analiziral sem celotno dejavnost skupaj ter tudi ločeno vsako posamezno državo, kjer dejavnost posluje. Ker se poslovanje med državami razlikuje in ker je bilo prestrukturiranje dejavnosti po državah različno, sem naredil tudi primerjalno analizo poslovanja držav v letu 2016, da bi ugotovil, v kateri državi so še mogoče nadaljnje izboljšave.

Analiza Skupine dejavnosti: slika 6 predstavlja prihodke iz prodaje dejavnosti ter EBITDA. Prihodki so od leta 2012, ko so znašali 83,9 milijonov EUR postopoma padali in so v letu 2016 znašali le 63,5 milijonov EUR, kar je 76 % vrednosti leta 2012, kar je posledica aktivnega zapiranja nedobičkonosnih enot. Uspešnost zapiranja enot pa se kaže v gibanju EBITDA na sekundarni osi. EBITDA v leta 2012 je bila negativna, -5,1 milijona EUR, v letu 2016 pa je prvič postala pozitivna, v višini 0,2 milijona EUR. Leta 2014 je EBITDA nižja kot leto prej, za 1,2 milijona EUR, kar je posledica višjega izplačila odpravnin ter padca bruto marže, kot posledica znižanj stare zaloge. Trend poslovanja se zaradi prestrukturiranja od leta 2013 vidno izboljšuje.

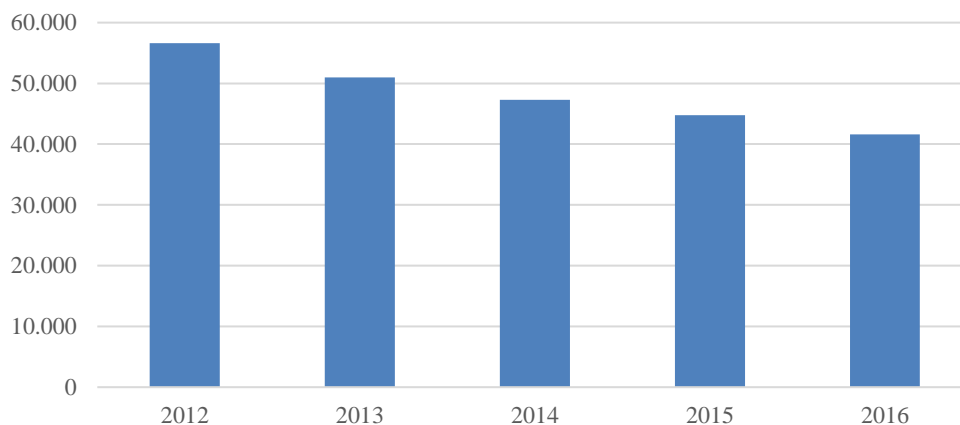
Slika 6: Prihodki iz prodaje ter EBITDA skupine



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

Prodajna površina se je zaradi zapiranja nedobičkonosnih enot znižala s 56,6 tisoč m² na 41,6 tisoč m², kar prikazuje tudi slika 7.

Slika 7: Skupna prodajna površina enot (m²)



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

Iz Tabele 2 so razvidni ključni kazalniki Skupine leta 2012 ter 2016. Zaradi ukrepov prestrukturiranja je se izboljšala bruto marža za kar 14 %, kar je posledica vzpostavitve strateških povezav s ključnimi dobavitelji ter manjšega števila izrednih popustov zaradi večje prodajnosti naročenih artiklov, kar je razvidno tudi z zmanjšanjem dni vezave zalog iz 247 na 208 dni. Prav tako je dejavnost izboljšala produktivnost zaposlenih za 4,7 %. Občutno je padel delež storitev brez najemnin v prihodkih, za kar 14 %, zmanjšal se je tudi delež stroškov dela v prihodkih za 7,5 %. Število zaposlenih iz ur se je zmanjšalo za 17,3 %, zmanjšali so se tudi prihodki. Najpomembnejše pa je, da so se prihodki na neto površino

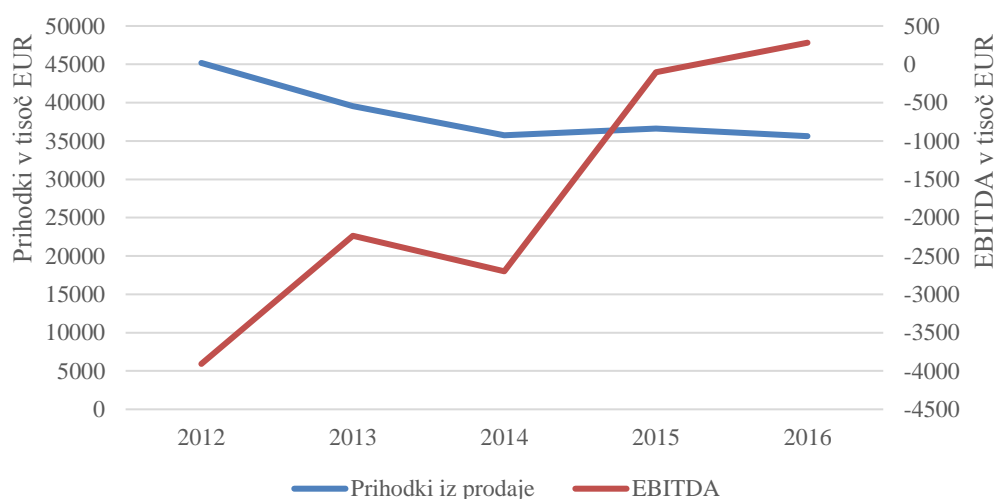
izboljšali za 3,1 %. Skupaj so se vsi kazalniki v letu 2016 v primerjavi z letom 2012 izboljšali, kar nakazuje na uspešno ter učinkovito prestrukturiranje.

Tabela 2: Ključni kazalniki Skupine

Ključni kazalniki Skupina	2012	2016	Indeks 2016/2012 (v %)
Prihodki iz prodaje (000 EUR)	83.848	63.496	75,7
Nabavna vrednost (000 EUR)	59.523	42.757	71,8
EBITDA (000 EUR)	-5.078	242	-
Bruto marža (v %)	28,1	32,1	114,0
Produktivnost zaposlenih	93.430	97.841	104,7
Delež stroškov materiala (v %)	1,5	1,4	94,1
Delež stroškov storitev (brez najemnin) (v %)	6,3	4,8	76,0
Delež stroškov dela (v %)	15,1	14,0	92,5
Prodajna površina	56.615	41.585	73,5
Število enot	149	96	64,4
Prihodki na neto površino (000 EUR)	1.481	1.527	103,1
Dnevi vezave zalog	247	208	84,2
Število zaposlenih iz ur	897	649	72,3

Analiza dejavnosti v Sloveniji: največji vpliv na poslovanje ima poslovanje v Sloveniji, saj predstavlja več kot polovico vseh prihodkov. Iz Slike 8 je razvidno, da so prihodki v Sloveniji v letu 2016 padli za 21 % v primerjavi z letom 2012, medtem ko se je EBITDA dvignila z – 3,9 na 0,3 milijona EUR.

Slika 8: Prihodki iz prodaje ter EBITDA v Sloveniji



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

V Tabeli 3 so predstavljeni ključni kazalniki v Sloveniji. Bruto marža je v letu 2016 znašala 33,4 %, kar predstavlja 16,4 procentno izboljšanje v primerjavi z letom 2012. Vzrok višje

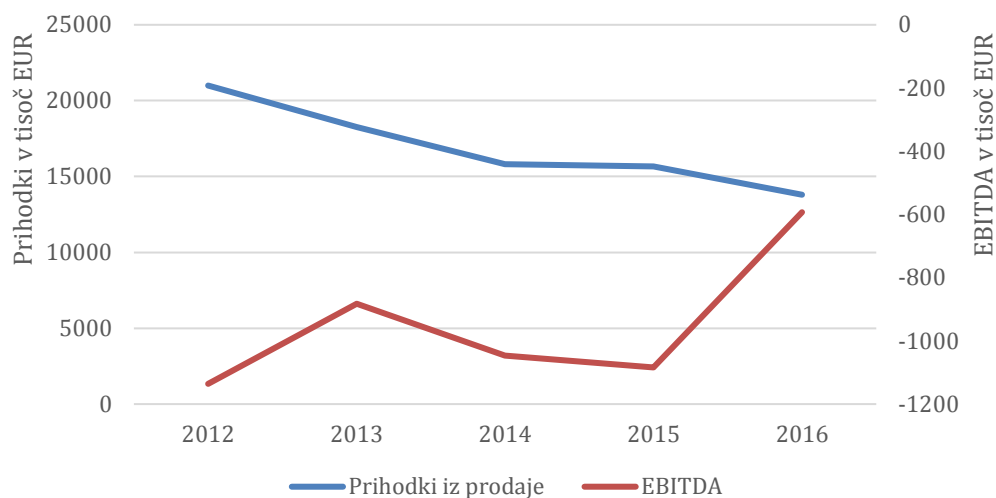
marže je manj izrednih popustov zaradi manjše količine starih zalog. Zaradi zapiranja nedobičkonosnih enot (skupno 41) se je prodajna površina zmanjšala za 9.207 m², s tem pa so se prihodki na prodajno površino močno izboljšali, s 1.387 na 1.526 EUR na m². Prav tako se je občutno izboljšala produktivnost zaposlenih, za 26,7 % v primerjavi z letom 2012. V obdobju od 2012 do 2016 je potekalo optimiziranje stroškov. Rezultat tega je znižanje deleža materiala v prihodkih za 21%, storitev brez najemnin za 26 % ter stroškov dela za 15,7 %. Povprečno število zaposlenih iz ur je se zmanjšalo za 198, strošek dela na zaposlenega se je v istem obdobju zvišal za skoraj 7 %. Prav tako je dejavnost v Sloveniji izboljšala upravljanje z obratnim kapitalom. Povprečni dnevi vezave zalog so se znižali za 69 dni in tako znašajo 184 dni, kar je v primerjavi s konkurenco še vedno veliko, saj imajo konkurenti 50 do 80 dni vezave zalog. Dejavnost bo morala še izboljšati upravljanje z zalogami, v kolikor bo želela biti na trgu konkurenčnejša.

Tabela 3: Ključni kazalniki v Sloveniji

Ključni kazalniki Slovenija	2012	2016	Indeks 2016/2012 (v %)
Prihodki iz prodaje (000 EUR)	45.178	35.630	78,9
Nabavna vrednost (000 EUR)	31.513	23.548	74,7
EBITDA (000 EUR)	-3.907	282	-
Bruto marža (v %)	28,7	33,4	116,4
Produktivnost zaposlenih	86.281	109.325	126,7
Delež stroškov materiala (v %)	1,7	1,3	79,0
Delež stroškov storitev (brez najemnin) (v %)	8,8	6,5	74,0
Delež stroškov dela (v %)	20,2	17,0	84,3
Prodajna površina	32.562	23.355	71,7
Število enot	88	47	53,4
Prihodki na neto površino (000 EUR)	1.387	1.526	110,0
Dnevi vezave zalog	253	184	72,5
Število zaposlenih iz ur	524	326	62,2

Analiza dejavnosti na Hrvaškem: drugi najbolj vplivni trg za dejavnost je Hrvaška, kjer ima dejavnost skoraj četrtino vseh prihodkov. Iz Slike 9 je razviden padec prihodkov, v letu 2016 so manjši za 34 % kot leta 2012, EBITDA pa se je na drugi strani izboljšala za dobrih 500 tisoč EUR, vendar je še vedno negativna v višini 593 tisoč EUR.

Slika 9: Prihodki iz prodaje ter EBITDA na Hrvaškem



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

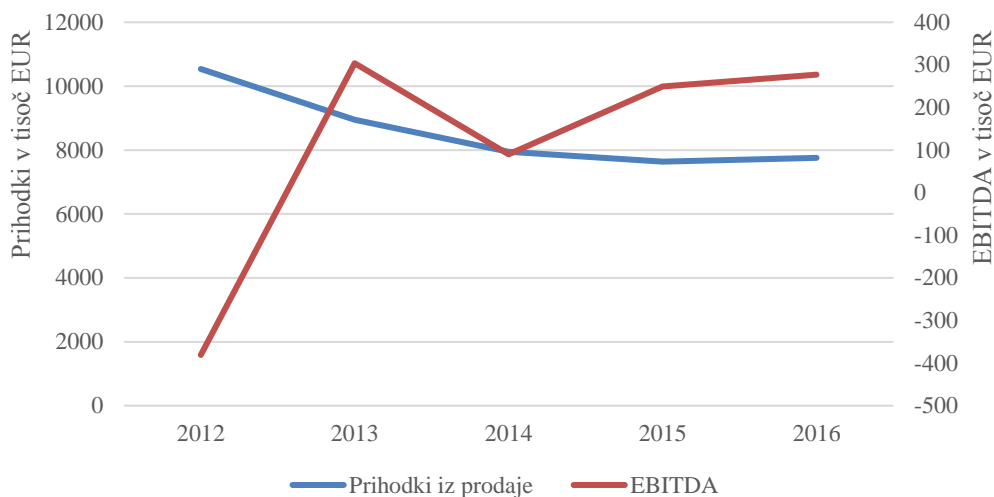
Tabela 4 prikazuje, da se je v tem času zaprlo 11 enot s skupno 4.371 m² prodajne površine. Bruto marža se je v tem času izboljšala za 13,3 %, zmanjšal se je delež stroškov storitev brez najemnin glede na prihodke za 24,9%, delež stroškov materiala se je povečal za 9,9 %, delež stroškov dela pa za 18,7 %, kar je poslabšalo produktivnost zaposlenih za 20,2 %. To je predvsem posledica močnega padca prihodkov, medtem, ko se stroški niso optimizirali, kar bo nujno potrebno v prihodnje. Dnevi vezave zalog so krajši za 70 dni, vendar so tako kot v Sloveniji veliko nad povprečjem konkurentov. Povprečno število zaposlenih iz ur se je zmanjšalo za 17,7 %.

Tabela 4: Ključni kazalniki na Hrvaškem

Ključni kazalniki Hrvaška	2012	2016	Indeks 2016/2012 (v %)
Prihodki iz prodaje (000 EUR)	20.995	13.799	65,7
Nabavna vrednost (000 EUR)	15.126	9.446	62,4
EBITDA (000 EUR)	-1.136	-593	-
Bruto marža (v %)	27,6	31,2	113,3
Produktivnost zaposlenih	111.163	88.724	79,8
Delež stroškov materiala (v %)	1,5	1,7	109,9
Delež stroškov storitev (brez najemnin) (v %)	10,3	7,7	75,1
Delež stroškov dela (v %)	10,0	11,9	118,7
Prodajna površina	13.845	9.474	68,4
Število enot	34	23	67,6
Prihodki na neto površino (000 EUR)	1.516	1.456	96,0
Dnevi vezave zalog	256	186	72,6
Število zaposlenih iz ur	189	156	82,3

Analiza dejavnosti v Srbiji: na sliki 10 so vidni prihodki iz prodaje, ki so se v Srbiji v letu 2016 znižali za 26,4 % v primerjavi z letom 2012, vendar se je EBITDA zvišala za kar 658 tisoč EUR.

Slika 10: Prihodki iz prodaje ter EBITDA v Srbiji



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

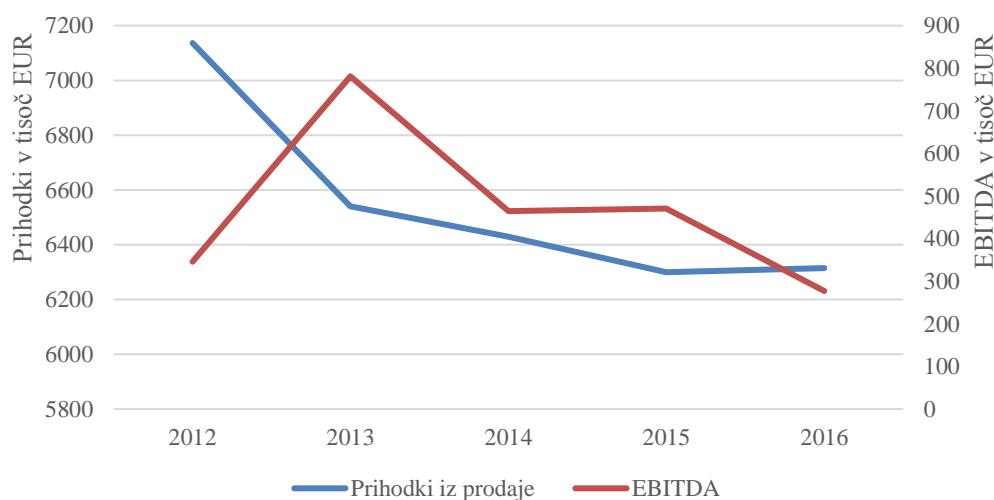
Ključni kazalniki za Srbijo so prikazani v Tabeli 5. Izboljšanje poslovanja je posledica znatnega zvišanja bruto marže za kar 18,7 % ter znižanja deleža stroškov storitev brez najemnin v prihodkih za 43,6 %. V Srbiji se je število enot v 2016 glede na 2012 zmanjšalo le za 2, vendar je se je povprečna površina zmanjšala iz 443 m² na 370 m² prodajne površine. Poslabšanja v poslovanju so vidna v zmanjšani produktivnosti zaposlenih za 11,1 %, višjih delež stroškov materiala v prihodkih za 29,6 %, delež storitev brez najemnin se je zmanjšal za 34,6 %, delež stroškov dela pa za 11,2 % glede na prihodke. V primerjavi z letom 2012 je v letu 2016 opaziti občutno poslabšanje v upravljanju z zalogami, saj so se dnevi vezave zalog povečali za 91 dni. Iz tabele je razvidno, da ukrepi prestrukturiranja v Srbiji niso bili učinkoviti in prav tako kot na Hrvaškem bo potrebno tema dvema trgoma posvetiti več pozornosti.

Tabela 5: Ključni kazalniki v Srbiji

Ključni kazalniki Srbija	2012	2016	Indeks 2016/2012 (v %)
Prihodki iz prodaje (000 EUR)	10.538	7.752	73,6
Nabavna vrednost (000 EUR)	7.771	5.421	69,8
EBITDA (000 EUR)	-381	277	-
Bruto marža (v %)	24,2	28,7	118,7
Produktivnost zaposlenih	90.714	80.657	88,9
Delež stroškov materiala (v %)	1,0	1,3	129,6
Delež stroškov storitev (brez najemnin) (v %)	7,9	4,5	56,4
Delež stroškov dela (v %)	8,2	7,3	88,8
Prodajna površina	6.643	4.813	72,5
Število enot	15	13	86,7
Prihodki na neto površino (000 EUR)	1.586	1.611	101,5
Dnevi vezave zalog	213	304	142,8
Število zaposlenih iz ur	116	96	82,7

Analiza dejavnosti v Bosni in Hercegovini: slika 11 prikazuje gibanje prihodkov ter EBITDA v Bosni in Hercegovini. EBITDA se je v letu 2016 poslabšala za 19,9 %, vendar je še vedno pozitivna in znaša 277 tisoč EUR. Prihodki so se kljub povečanju prodajne površine za 378 m² zmanjšali za 11,5 %.

Slika 11: Prihodki iz prodaje ter EBITDA v Bosni in Hercegovini



Vir: Podjetje X, Vpliv prestrukturiranja na poslovanje, 2016.

Iz Tabele 6 je razvidno, da je poleg padca prihodkov v letu 2016 slabša tudi bruto marža za 4 %, produktivnost zaposlenih za 14,8 % ter povečanje dni vezave zalog za 37 dni. Pozitivna sprememba je le zmanjšanje stroškov storitev brez najemnin za dobrih 105 tisoč EUR. Zaradi

osredotočanja na izboljšanje poslovanja v Sloveniji, se je poslovanje v Bosni in Hercegovini poslabšalo.

Tabela 6: Ključni kazalniki v Bosni in Hercegovini

Ključni kazalniki Bosna in Hercegovina	2012	2016	Indeks 2016/2012 (v %)
Prihodki iz prodaje (000 EUR)	7.137	6.315	88,5
Nabavna vrednost (000 EUR)	5.112	4.342	84,9
EBITDA (000 EUR)	346	277	80,1
Bruto marža (v %)	31,3	30,1	96,0
Produktivnost zaposlenih	103.750	88.420	85,2
Delež stroškov materiala (v %)	0,8	1,2	162,8
Delež stroškov storitev (brez najemnin) (v %)	5,7	4,4	78,2
Delež stroškov dela (v %)	8,2	9,6	117,1
Prodajna površina	3.565	3.943	110,6
Število enot	12	13	108,3
Prihodki na neto površino (000 EUR)	2.002	1.601	80,0
Dnevi vezave zalog	231	267	115,9
Število zaposlenih iz ur	69	71	103,8

Analiza dejavnosti po trgih v letu 2016: Za razliko od Tabel 2 do 6, kjer sem naredil analizo poslovanja 2012 in 2016 za posamezno državo, pa sem za analizo nadaljnjih izboljšav poslovanja naredil tudi primerjalno analizo poslovanja med državami. Ključni kazalniki so prikazani v Tabeli 7. EBITDA je v letu 2016 najvišja v Sloveniji, v višini 282 tisoč EUR, tesno si sledita Bosna in Hercegovina ter Srbija. EBITDA na Hrvaškem je močno negativna - v višini 593 tisoč EUR in bi morala biti prva prioriteta pri nadaljnjem prestrukturiranju. Slovenija ima prav tako najvišjo bruto maržo, v povprečju za 11,4 % višjo kot na ostalih trgih. Razlogi za to so predvsem v višjih prodajnih cenah, ki so posledica višje kupni moči ter boljših gospodarskih razmer. Produktivnost je prav tako najvišja v Sloveniji, najnižja pa v Srbiji, kjer bi morali dodatno preučiti presežnost zaposlenih. Delež stroškov storitev je najvišji na Hrvaškem in znaša 7,7 % prihodkov. Višji so zaradi deleža stroškov plačilnega prometa ter bančnih storitev glede na prihodke, ki so za 340 % višji kot v drugih državah. Potrebno bi bilo preučiti razloge za tako odstopanje od ostalih držav ter te stroške zmanjšati. Delež stroškov dela v prihodkih iz prodaje je pričakovano najvišji v Sloveniji (17 %) zaradi višjih plač ter višjih ostalih zakonsko obveznih prispevkov. V Srbiji najbolj učinkovito izkoriščajo svojo prodajno površino (4.813 m²), saj imajo 1.611 EUR prihodkov na vsak kvadratni meter površine. V ostalih državah, predvsem v Sloveniji in Hrvaškem, je potrebno površine prodajnih enot prilagoditi glede na promet. V Sloveniji je na odročnih lokacijah še veliko trgovin, katerih površina je prevelika glede na trenutni promet. V prvi vrsti je potrebno na teh lokacijah preučiti možnosti za izboljšanje prometa, predvsem s prilagoditvami asortimaja kupni moči okoliškega prebivalstva. Če pa to ne bo uspešno, pa je na takih lokacijah potrebno preučiti možnost zmanjšanja posamezne enote. Z zalogo

najbolje upravljajo v Sloveniji, saj imajo v povprečju zaloge vezane 184 dni, najslabše pa v Srbiji, 304 dni. Ponovno je potrebno poudariti, da je upravljanje z zalogami v primerjavi s konkurenti na vseh trgih močno pod povprečjem konkurence in bo potrebno temu v prihodnjih letih posvečati veliko pozornosti na vseh trgih, kjer dejavnost posluje. Pozitivne vplive prestrukturiranja je možno opaziti le v Sloveniji, medtem, ko je v ostalih državah poslovanje poslabšalo. Občuten je padec prihodkov, stroški pa so ostali nespremenjeni. Tako bo potrebno v prihodnje uspešne ukrepe prestrukturiranja v Sloveniji izvesti tudi v drugih državah..

Tabela 7: Ključni kazalniki po trgih v letu 2016

Ključni kazalniki po trgih v letu 2016	SLO	HR	SRB	BiH	Skupina
Prihodki iz prodaje (000 EUR)	35.630	13.799	7.752	6.315	63.496
Nabavna vrednost (000 EUR)	23.548	9.446	5.421	4.342	42.757
EBITDA (000 EUR)	282	-593	277	277	240
Bruto marža (v %)	33,4	31,2	28,7	30,1	32,1
Produktivnost zaposlenih	109.325	88.724	80.657	88.420	97.841
Delež stroškov materiala (v %)	1,3	1,7	1,3	1,2	1,4
Delež stroškov storitev (brez najemnin) (v %)	6,5	7,7	4,5	4,4	6,3
Delež stroškov dela (v %)	17,0	11,9	7,3	9,6	14,0
Prodajna površina	23.355	9.474	4.813	3.943	41.585
Število enot	47	23	13	13	96
Prihodki na neto površino (000 EUR)	1.526	1.456	1.611	1.601	1.527
Dnevi vezave zalog	184	186	304	267	208
Število zaposlenih iz ur	326	156	96	71	649

3.6 Plan poslovanja

Z informacijami analize strategije dejavnosti (poglavje 3.5.1) in tudi preteklega finančnega poslovanja (poglavje 3.5.2) sem naredil petletni plan poslovanja dejavnosti, ki sem ga uporabil pri ocenjevanju vrednosti podjetja na podlagi metode denarnih tokov (poglavje 3.7). Kot je razvidno iz finančne analize, se je poslovanje Skupine dejavnosti od leta 2012 do 2016 zaradi procesov prestrukturiranja v Sloveniji močno izboljšalo. EBITDA se je v tem času izboljšala za več kot 5 milijonov EUR. Trend izboljšane poslovanja se bo po pričakovanjih nadaljeval tudi v prihodnjih letih poslovanja. Za referenčno točko plana sem vzel oceno poslovanja v letu 2016, saj najbolj aktualno prikazuje trenutno stanje in trende poslovanja dejavnosti, dejavnost pa je bila prav tako pred koncem leta 2016 prodana. Plan je prilagojen tako, da prikazuje realno poslovanje dejavnosti, kar pomeni z vključenimi vsemi stroški, ki bi jih dejavnost imela, če bi poslovala kot samostojna pravna oseba, ki pa trenutno zaradi prepletenosti z lastniškim podjetjem niso vključeni v finančne podatke. Plan sem naredil tako, da predstavlja poslovanje dejavnosti v prihodnje, če do prodaje ne bi prišlo,

saj sem na podlagi plana poslovanja ocenil, koliko je dejavnost vredna v očeh trenutnih lastnikov, kar je tudi cena, za katero so jo lastniki pripravljene prodati.

Pri izdelavi plana sem upošteval strateške cilje, ki si jih je zadalo vodstvo dejavnosti, in bodo ključni za nadaljnje izboljšanje poslovanja dejavnosti:

- učinkovito upravljanje z asortimajem in dobavitelji,
- prilagojen asortima kupni moči okoliških kupcev,
- prilagojena velikost trgovin ciljnim potrošnikom,
- vlaganja v prenovne trgovin ter postopen vstop v pomembne regijske trgovske centre,
- optimalna cenovna strategija,
- standardizirani formati trgovin,
- usmerjena in neposredna komunikacija s potrošniki,
- vključevanje novih prodajnih kanalov,
- notranja strokovna učinkovitost in prilagodljivost,
- uporaba novih tehnologij in orodij.

Strateški cilji temeljijo na izboljšanju štirih ključnih področij: izboljšanje bruto marže, povečanje prihodkov na prodajno površino, zmanjšanje dni vezave zalog in povečanje produktivnosti. Te bo mogoče doseči s sledečimi dejavnostmi:

- Izboljšanje bruto marže:
 - znižanje povprečnega popusta,
 - zmanjšanje števila dobaviteljev in blagovnih znamk,
 - strateška partnerstva s ključnimi dobavitelji,
 - nabavni moduli glede na velikost trgovine,
 - cenovna strategija in cenovni nivoji,
 - vertikalno partnerstvo s proizvajalci lastnih blagovnih znamk,
 - optimizacija logistike.
- Povečanje prihodkov na prodajno površino:
 - povečati marketinški proračun za 35 % na letni ravni,
 - optimiziranje prodajne površine glede na kupno moč kupcev,
 - odpiranje petih enot na letni ravni.
- Zmanjšanje dni vezave zalog:
 - upravljanje z zalogami in opredelitev odgovornosti,
 - letna optimizacija zalog, starejših od enega leta,
 - strategija popustov in akcij s cenovnimi nižanji,
 - kombiniranje nove in pretekle sezone,
 - »outlet« trgovine.
- Povečanje produktivnosti:

- notranja učinkovitost,
- optimiziranje prodajnega asortimaja,
- dvig ravni prodajne storitve,
- pregled presežnih delavcev,
- sistem nagrajevanja, ki je odvisen od količine prodanega blaga,
- prožnost zaposlovanja, ki je vezana na frekvenco obiskov in prodajno sezono.

Na podlagi analize strategije, strateških ciljev ter finančne analize sem za petletni plan poslovanja uporabil predpostavke iz Tabele 8.

Za plan predpostavljam, da se bo zaradi ukrepov izboljšala bruto marža v povprečju za 2,6 % na letni ravni, prihodki na prodajno površino pa bodo rasli 2,4 % na leto. V začetku leta 2017 se bo zaprlo šest nedobičkonosnih enot, kasneje pa bo zaradi strateškega širjenja v nove trgovske centre število enot zmerno raslo za pet enot letno. Prav tako bodo morali v dejavnosti zaposliti 12 novih zaposlenih v oddelku financ, kontrolinga ter računovodstva, saj trenutno te storitve opravlja lastniško podjetje, vendar stroški zaradi prepletenosti z lastniškim podjetjem v izkazih niso zajeti. Kot posledica optimizacije števila zaposlenih ter povečanja prihodkov se bo produktivnost zaposlenih povečala od leta 2018 naprej v povprečju za 2 % letno, leta 2017 pa bo produktivnost padla zaradi 12 novih zaposlenih. Vodstvo bo z dodatnim optimiziranjem zmanjšalo strošek storitev brez najemnin in marketinga za 1 % na letni ravni. Stroški dela na zaposlenega se bodo zaradi višjih plač, kar je posledica boljšega poslovanja, zvišali za 1,5 % na letni ravni. Najemnine nepremičnin se bodo prav tako zvišale vsako leto za 1,5 % na m² prodajne površine, predvsem zaradi odvisnosti od uspešnosti poslovanja. Zaradi višje najemnine na m² prodajne površine in odpiranja novih enot bo najemnina v letu 2021 višja za 22 % glede na leto 2016. Investicije za opremo novih trgovin, glede na pretekle izkušnje vodstva, so planirane v višini 200 EUR na m² prodajne površine. Prav tako bo potrebno investirati dodatnih 200.000 EUR za vzpostavitev svojega lastnega informacijskega sistema, saj dejavnost trenutno uporablja informacijski sistem lastniškega podjetja.

Tabela 8: Predpostavke plana

Predpostavke plana	Letna raven
Rast bruto marže (v %)	2,6
Rast prihodki na prodajno površino (v %)	2,4
Zaprtje neprofitabilnih enot (začetek 2017)	6
Letno število novih enot	5
Zmanjšanje dni vezave zalog (za 4 leta) (v %)	18,9
Število novih zaposlenih za finance, kontroling in računovodstvo - prvo leto	12
Rast produktivnosti zaposlenih (v %)	1,9
Padec stroškov storitev brez najemnin in marketinga (v %)	1,0
Rast stroškov marketinga (v %)	35,0
Rast stroškov dela na zaposlenega in najemnin nepremičnin (v %)	1,5
Investicije novih enot na m ² prodajne površine (v EUR)	200
Investicije v IT (prvo leto) (v EUR)	200.000

Slika 12 prikazuje realizirane prihodke ter EBITDA do leta 2016, od tu naprej pa prikazuje plan poslovanja. Upoštevajoč vse zgoraj omenjene aktivnosti za izboljšanje marže, povečanje prihodkov, povečanje produktivnosti in zmanjšanje dni vezave zalog predvidevam, da bo dejavnost od leta 2016 do 2021 poslovala, kot prikazuje spodnja slika. Od leta 2012 do 2016 so prihodki dejavnosti padali, zaradi zapiranja nedobičkonosnih enot. V letu 2017 prav tako predvidevam padec prihodkov za 3,9 % zaradi dodatnega zaprtja šestih maloprodajnih enot, štirih v Sloveniji ter dveh na Hrvaškem. Od leta 2018 naprej pa se bo število enot povečalo za pet - zaradi strateškega širjenja v nove trgovske centre, kjer dejavnost trenutno ni prisotna. V letu 2021 bodo tako prihodki preseгли 81 milijonov EUR. EBITDA se je v roku treh let, od 2012 do leta 2016, povečala za 5 milijonov, kar je vpliv uspešnega prestrukturiranja dejavnosti. Zaradi nadaljevanja pozitivnih trendov v poslovanju pa pričakujem, da bo EBITDA leta 2021 dosegla 2,7 milijona EUR.

Slika 12: Realizacija in plan prihodkov iz prodaje ter EBITDA Skupine

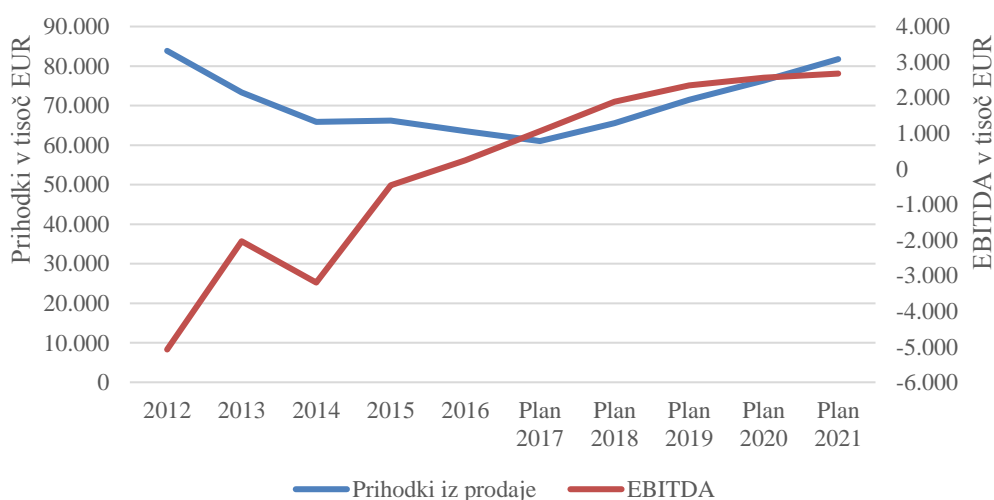


Tabela 9 prikazuje ključne kazalnike plana, ki so posledica nadaljevanja trendov izboljšanja poslovanja ter uresničitve ključnih strateških ciljev. Prihodki bodo od leta 2017 naprej rasli zaradi odpiranja novih enot, pa tudi zaradi izboljšanja poslovanja. Bruto marža se bo od leta 2017 naprej v povprečju izboljšala letno za 2,6 % in bo leta 2021 znašala 36,5 %, kot posledica manjših popustov in manjšega deleža stare zaloge. EBITDA marža pa se bo povečala iz 1,7 % na 3,3 %. Produktivnost zaposlenih bo v letu 2021 znašala 108 tisoč EUR, kar je 7,9 % povečanje v roku petih let. Za delež stroška materiala v prihodkih, predvidevam, da bo ostal enak (1,4 %), delež stroška storitev brez najemnin in marketinga se bo v povprečju zmanjšal za 1 % na letni ravni - kot posledica stroškovne optimizacije, delež marketinških storitev v prihodkih pa se bo povečal iz 0,9 % v letu 2017 in na 3 % v letu 2021, zaradi oglaševanja za pospeševanje redne prodaje. Zaradi efekta zaprtja nedobičkonosnih enot se bo število zaposlenih iz ur zmanjšalo za 37, zaradi že omenjene potrebe po kadru v režiji pa se bo število zaposlenih povečalo za 12. Povprečno število zaposlenih bo v letu 2017 znašalo 624, v letu 2021 pa bo zaradi novih enot naraslo na 771. Dnevi vezave zalog se bodo občutno skrajšali iz trenutno 208 v letu 2016 na 90 dni v letu 2020, nato bodo ostali nespremenjeni. Zmanjšanje dni vezave zalog bo je posledica intenzivnega dela z optimizacijo nabavnih procesov ter usklajevanja s strateškimi dobavitelji, kot že poteka od leta 2013. Dnevi vezave terjatev in obveznosti bodo ostali enaki kot leta 2016 in sicer 17 oziroma 66 dni. Celotni obratni kapital bo tako leta 2021 znašal 7.169 tisoč EUR, s koeficientom obračanja 11, kar pomeni, da bo poslovanje dejavnost v letu 2021 ustvarilo 11 EUR prihodkov za vsak evro, vložen v obratni kapital.

Tabela 9: Ključni kazalniki plana

Ključni kazalniki plana	2017	2018	2019	2020	2021
Prihodki iz prodaje (000 EUR)	61.025	65.532	71.466	76.290	81.714
Nabavna vrednost (000 EUR)	40.104	42.222	45.691	48.396	51.433
EBITDA (000 EUR)	1.064	1.890	2.347	2.561	2.678
EBITDA marža (v %)	1,7	2,9	3,3	3,4	3,3
Bruto marža (v %)	33,7	35,0	35,5	36,0	36,5
Produktivnost zaposlenih (000 EUR)	100	102	104	106	108
Delež stroškov storitev (brez najemnin in marketinga) (v %)	5,8	5,8	5,7	5,6	5,6
Delež stroškov dela (v %)	14,2	14,1	14,0	14,0	13,9
Prodajna površina v m ²	38.774	40.853	42.932	45.012	47.091
Število enot	90	95	100	105	110
Prihodki na neto površino (000 EUR)	1.560	1.590	1.650	1.680	1.720
Dnevi vezave zalog	187	159	127	90	90
Število zaposlenih iz ur	624	657	702	734	771
Vrednost obratnega kapitala (000 EUR)	16.193	13.863	11.048	6.800	7.257

3.7 Vrednotenje dejavnosti

Na podlagi plana poslovanja dejavnosti sem ocenil njeno vrednost z metodo denarnih tokov, saj je za namen prodaje najpogosteje uporabljena metoda za ocenjevanje vrednosti podjetij oziroma dejavnosti. Izračunana vrednost predstavlja oceno, koliko je dejavnost vredna v očeh lastniškega podjetja.

Za izračun diskontne stopnje sem uporabil podatke v Tabeli 10.

Tabela 10: Izračun diskontne stopnje

WACC	
Netvegana stopnja donosnosti (v %)	0,94
Beta brez dolga	0,68
Beta z dolgom	1,45
Kapitalska struktura v obdobju; dolg/kapital (D/E)	1,43
Kapitalska struktura; dolg/(dolg + kapital) (D/(D+E))	0,59
Povprečna tržna premija za tveganje (v %)	4,50
Efektivna davčna stopnja (v %)	20,21
Strošek lastniškega kapitala po CAPM modelu (v %)	7,47
+deželno tveganje (v %)	4,52
+premija za majhnost (v %)	1,85
Strošek lastniškega kapitala (v %)	13,83
Strošek dolžniškega kapitala (v %)	3,5
WACC (v %)	7,33

Za netvegano stopnjo donosa sem uporabil donosnost evropske obveznice za november 2016, ki znaša 0,94 % (Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, 2016). Kot prikazuje formula (5), znaša beta za trgovino na drobno (diverzificirano) z upoštevanjem dolga 1,45 % (Damodaran, 2016). Struktura dolga lastniškega podjetja v primerjavi s kapitalom znaša 1,43, dolg glede na celotno pasivo bilance pa 0,59, kar ni optimalna struktura za prodajano dejavnost, saj je lastniško podjetje dejavnosti bolj zadolženo. Dejansko razmerje lastniškega podjetja sem upošteval, saj bom z izračunano diskontno stopnjo vrednotil, koliko je dejavnost vredna v očeh lastniškega podjetja. Povprečna tržna premija za tveganje znaša 4,50 % (Damodaran, 2016), povprečna davčna stopnja dejavnosti, ki sem jo izračunal glede na delež prihodkov po posameznih državah, kjer dejavnost posluje, znaša 20,21 % (Finančna uprava Republike Slovenije, 2017). Strošek lastniškega kapitala po CAPM modelu, kot prikazuje formula (6), znaša torej 13,83 %. V izračunu je upoštevano povprečno deželno tveganje, ki sem ga prav tako izračunal glede na delež prihodkov po državah, v višini 4,52 % (Damodaran, 2016) in premija za majhnost lastniškega podjetja v višini 1,85 % (Ibbotson, 2013). Efektivna obrestna mera lastniškega podjetja znaša 3,5 %, kar je tudi strošek dolžniškega kapitala. WACC znaša 7,33 % in je izračunan, kot prikazuje formula (7):

$$\beta z \text{ dolgom} = \beta \text{ brez dolga} * (1-t) * \frac{D}{E} \quad (5)$$

$$\beta z \text{ dolgom} = 0,68 * (1-20,21 \%) * 1,43 = 1,45$$

$$k_c = r_f + (r_m - r_f) * \beta + RP_s + RP_c \quad (6)$$

$$k_c = 0,94 \% + (5,44 \% - 0,94 \%) * 1,45 + 1,85 \% + 4,52 \% = 13,83 \%$$

$$WACC = \frac{E}{V} k_c + \frac{D}{V} k_d * (1-t) \quad (7)$$

$$WACC = 0,41 * 13,83 \% + 0,59 * 3,5 \% * (1-20,21 \%) = 7,33 \%$$

Tabela 11 prikazuje postopek izračuna vrednosti dejavnosti. Vrednost dejavnosti je izračunana na podlagi normaliziranega stanja obratnega kapitala (v nadaljevanju OBK), saj tako natančneje prikazuje normalno poslovanje dejavnosti. Dejavnost ima po mnenju vodstva trenutno veliko več zalog kot konkurenti, terjatve ter poslovne obveznosti pa so primerljive. Dnevi vezave zalog dejavnosti znašajo 208 dni, konkurenca pa ima v povprečju zaloge vezane za 80 dni. Vodstvo tako meni, da dejavnost za nemoteno poslovanje v povprečju potrebuje zaloge, vezane 90 dni, kar sem tudi sam upošteval pri izračunu. EBIT dejavnosti v letu 2017 znaša 314 tisoč EUR in naj bi po planu narasel na 1.771 tisoč EUR v letu 2021. Celotne investicije znašajo v letu 2017 950 tisoč EUR, kar predstavlja obnovitvene investicije ter 200 tisoč EUR investicije za vzpostavitev lastnega informacijskega sistema, potrebnega za normalno poslovanje. Investicije v nadaljnjih letih predstavljajo poleg rednih obnovitvenih del tudi investicije v opremo, potrebno za nove enote, v višini 200 EUR na m² prodajne površine. Prosti denarni tok bo leta 2017 znašal 343 tisoč EUR, naslednje leto bo padel zaradi potrebnih investicij v obratni kapital, nato pa bo zmerno rasel in v letu 2021 dosegel 541 tisoč EUR. Za prosti denarni tok preostale vrednosti sem upošteval rast 2 %, kar predstavlja počasno organsko rast na podlagi dolgoletne strategije dejavnosti.

Tabela 11: Vrednost dejavnosti

Vrednost dejavnosti	2017	2018	2019	2020	2021	Preostala vrednost
= EBIT (000 EUR)	314	1.101	1.519	1.694	1.771	
- davek na EBIT (000 EUR)	63	222	307	342	358	
+ amortizacija (000 EUR)	750	789	828	867	906	
- naložbe v OBK (000 EUR)	-292	353	509	407	457	
- Investicije (000 EUR)	950	1.205	1.244	1.283	1.322	
= PDT (000 EUR)	343	110	287	529	541	10.347
NSV PDT (000 EUR)	331	99	240	413	393	7.526
Vrednost dejavnosti (000 EUR)	9.002					

Vrednost dejavnosti je izračunana po formuli (8):

$$Vrednost\ dejavnosti = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{PDT_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PDT_n * (1-g)}{(1+WACC-g)^n} \quad (8)$$

$$Vrednost\ dejavnosti\ (000\ EUR) = 1.476 + 7.526 = 9.002$$

Zaradi občutljivosti vrednosti dejavnosti od rasti prihodkov na prodajno površino ter rasti prostega denarnega toka končne vrednosti. Ker je rast končne vrednosti prostega denarnega toka težko z gotovostjo napovedati, sem naredil še analizo občutljivosti v Tabeli 12, ki prikazuje občutljivost vrednosti podjetja v primeru 3 % spremembe obeh vrednosti.

Tabela 12: Analiza občutljivosti

	Sprememba rasti prihodkov na prodajno površino							
	000 EUR	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %
Sprememba rasti PDT terminalne vrednosti	-3 %	8.601	8.705	8.810	8.914	9.019	9.123	9.228
	-2 %	8.629	8.734	8.839	8.943	9.048	9.153	9.258
	-1 %	8.657	8.762	8.868	8.973	9.078	9.183	9.288
	0 %	8.686	8.791	8.897	9.002	9.108	9.214	9.319
	1 %	8.714	8.820	8.926	9.032	9.138	9.244	9.350
	2 %	8.743	8.850	8.956	9.062	9.169	9.275	9.382
	3 %	8.772	8.879	8.986	9.093	9.199	9.306	9.413

V primeru, da se rast prihodkov na prodajno površino poveča za 3 %, bi vrednost dejavnosti znašala 9.319 tisoč EUR; v primeru, da bi se zmanjšala za 3 %, pa bi bila vrednost ocenjena na 8.686 tisoč EUR. V primeru spremembe rasti PDT terminalne vrednosti za +3 %, bi izračun vrednosti znašal 9.093 tisoč EUR, za -3 % pa 8.914 tisoč EUR. V primeru rasti prihodkov na prodajno površino ter hkrati PDT za 3 % bi bila ocenjena vrednost dejavnosti

9.413 tisoč EUR, v primeru zmanjšanja za 3 % pa 8.601 tisoč EUR. Konzervativno gledano je vrednosti dejavnosti od 8,6 milijona EUR in optimistično gledano do 9,4 milijonov EUR.

3.8 Iskanje potencialnih kupcev

Lastniško podjetje dejavnosti je iskalo potencialne kupce med strateškimi kupci iz večih razlogov. Podjetje je iskalo kupca, primernega za daljše poslovno sodelovanje, predvsem zaradi oddajanja nepremičnin, ki so v lasti lastniškega podjetja, ter zaradi ohranjanja sinergij med lastniškim podjetjem ter dejavnostjo, katere so bile ustvarjene skozi leta poslovanja.

Zaradi prevzema vseh zaposlenih s strani novega kupca je bilo za lastniško podjetje pomembno, da ima kupec do njih korekten odnos in da ne bodo deležni večjih sprememb ali odpovedi delovnega razmerja. Prav tako je bilo pri iskanju kupca lastniškemu podjetju pomembno ohranjanje dobrih odnosov do vseh ostalih deležnikov, kot so dobavitelji in kupci. Zaradi omenjenih razlogov je podjetje iskalo kupca, ki mu je v interesu dolgoročno poslovno sodelovati, razvijati dejavnost in dobro skrbeti za zaposlene.

4 PRODAJNI PROCESI

V predprodajnih procesih je potekalo prestrukturiranje ter temeljita priprava dejavnosti na prodajo, saj to v veliki meri določa uspešnost prodajnega procesa. V prodajnih procesih se je nato identificiralo najbolj primernega kupca podjetja, ki se mu je omogočil skrbni pregled, znotraj katerega je kupec ocenil ključna tveganja pri nakupu dejavnosti. Sledila so pogajanja o končni strukturi prodaje ter podpis prodajne pogodbe in ostalih dokumentacij ter zaključek prodaje.

Na tem mestu moram poudariti, da so zaradi občutljivosti podatki prodajnih procesov prilagojeni in tako ne bodo predstavljali dejanskega procesa prodaje dejavnosti.

4.1 Nezavezujoče ponudbe in identifikacija kupca

Vodstvo je poslalo predstavitev dejavnosti potencialnim investitorjem. V njej so bili navedeni osnovni podatki o dejavnosti, na podlagi katerih so zainteresirani kupci poslali nezavezujoče ponudbe. Po pregledu prejetih nezavezujočih ponudb ter osebnih srečanj je lastniško podjetje dejavnosti med vsemi potencialnimi kupci izbralo le enega, ki je ustrezal vsem kriterijem in je bil primeren za dolgoročno poslovno sodelovanje. Kupec že dolgo posluje v prodaji tekstilnih in modnih izdelkov, ima veliko znanja o panogi, pozna trende, ima izkušnje z vodenjem podjetij. V lasti ima več blagovnih znamk, ki jih želi razvijati v Evropi. Tako je pričakovati, da bo dobro izkoristil sinergije z obstoječimi podjetji, ki jih ima v lasti, in tako še razvijal ter izboljšal poslovanje dejavnosti. Lastniško podjetje je po

pregledu plana potencialnega kupca in zaradi njegovih finančnih sposobnosti za vodenje in nakup dejavnosti ocenilo, da je kupec primeren in kredibilen.

Tako se mu je po podpisu izjave o zaupnosti posredovalo ponudbeni memorandum, v katerem je bilo podrobneje razkrito poslovanje dejavnosti. Pred začetkom skrbnega pregleda je kupec tudi podpisal Pismo o nameri, v katerem se je podjetje zavezalo, da ima kupec ekskluzivno pravico štirih mesecev za nakup dejavnosti in da kupcu omogoči skrben pregled.

Svetovalci na strani kupca so posredovali seznam podatkov ter informacij, ki so jih želeli pregledati znotraj skrbnega pregleda, da bi preučili tveganje, ki ga prinaša nakup dejavnosti. Podatke so nato pripravili sodelujoči pri prodajnem procesu na strani prodajalca ter jih naložili v virtualno podatkovno sobo, do katere so imeli dostop kupec ter njegovi svetovalci. Med skrbnim pregledom je kupec ob pregledu posredovanih podatkov imel dodatna vprašanja ter je želel pojasnila ali pa bolj podrobne informacije, ki so mu bile tudi posredovane. Nekatere poslovne informacije se niso razkrivale na začetku skrbnega pregleda, temveč kasneje, ko je bila verjetnost, da bo prodajni proces uspešno zaključen, večja. Skrbni pregled je vseboval pregled poslovanja ter zaposlenih in finančno uspešnost poslovanja.

4.1.1 Skrbni pregled poslovanja ter zaposlenih

V okviru skrbnega pregleda poslovanja je kupec pregledal interne dokumente preteklega poslovanja, strateško usmerjenost dejavnosti ter umestitev dejavnosti v poslovno okolje. Pregled je vseboval intervjuje ključnih kadrov z namenom pridobiti dodatne informacije glede njihovega pogleda na poslovanje ter strateške plane dejavnosti. Namen pregleda je bil ugotoviti, ali strateška usmerjenost dejavnosti sovпада s kupčevo vizijo razvoja, ugotoviti, v kolikšni meri bo lahko realiziral sinergije in se informiral o višinah zavezanih investicij. Pregledal je zaposlene in njihovo fluktuacijo, izobrazbo, starost, organizacijsko strukturo s številom zaposlenih ter njihovimi ugodnostmi. Tako je dobil vtis o trenutnem stanju zaposlenih ter o možnih kadrovskih spremembah. Skrbni pregled poslovanja ter zaposlenih je kupcu služil tudi za lažjo interpretacijo podatkov finančnega skrbnega pregleda.

4.1.2 Finančni skrbni pregled

Med finančnim skrbnim pregledom je kupec pregledal ključne finančne kazalnike po posameznih enotah. Kot že omenjeno, je bil način prodaje dejavnosti preko njenih sredstev, zato je kupec v finančnem skrbnem pregledu poleg obratnemu kapitalu namenil največ pozornosti osnovnim sredstvom. Posebno pozornost je kupec posvetil analizi zalog dejavnosti, kjer je pregledal starost, aktualnost zaloge, njenega stanja ter na podlagi tega ocenil njeno vrednost. Pregledal je nepremičnine, ki so v lasti lastniškega podjetja, kar predstavlja veliko večino nepremičnin v uporabi dejavnosti, njihove naslove, bruto in neto

kvadraturu ter tlorise vsake enote. Pregledal je tudi njihovo starost ter načrt obnov in predvideno življenjsko dobo. Glede na pregled enot je lahko kupec ocenil, ali te enote dejansko predstavljajo ključno prednost dejavnosti glede na njegove plane poslovanja, možnost širitve ter prilagajanja prodajnega prostora njegovim zahtevam ter o višinah za to potrebnih investicij. Poleg nepremičnin je kupec pregledal vso opremo za vsako enoto posebej, glede na njeno nabavno, knjigovodsko ter tržno vrednost, saj je bila oprema del transakcije, ter preveril, ali trenutna oprema zadostuje normalnemu poslovanju. Prav tako je pregledal vozila v lasti dejavnosti. Ker so predmet prodaje tudi vsa neopredmetena sredstva, ki imajo potencialno veliko vrednost, je kupec pozorno pregledal vse blagovne znamke, domene ter račune socialnih omrežij v lasti dejavnost.

4.1.3 Pravni skrbni pregled

V pravnem skrbnem pregledu je zelo pomembno, da prodajalec prikrije vse pogodbene informacije, ki so poslovna skrivnost. Kupec je pregledal vzorce individualnih in kolektivnih pogodb o zaposlitvi, najemnih pogodb, seznam sklenjenih pogodb za storitvene dejavnosti, primere pogodb z dobavitelji in sezname vseh ostalih sporazumov, potrebnih za normalno delovanje dejavnosti. Pregledal je tudi kopije pomembnih dogovorov podizvajalcev, svetovalnih pogodb in splošnih pogojev poslovanja. Pravni skrbni pregled je vseboval pravno skladnost, skladnost z okoljskimi zahtevami, varstvom okolja, ravnanja z odpadki ter tremi pomembnimi zakoni v okviru prodaje podjetja. To so Zakon o gospodarskih družbah (Ur. l. RS št. 42/2006), Zakon o prevzemih (Ur. l. RS št. 79/2006) ter Zakon o varstvu konkurence (Ur. l. RS, št. 18/1993).

4.2 Pogajanja o končni strukturi prodaje

V poglavju sem predpostavil tri potencialne ključne točke pogajanj, saj točnih podatkov le-tega nisem razkrival. Glede na vrsto prodaje je ena od glavnih točk pogajanj struktura prodaje, ali so zaloge, terjatve in poslovne obveznosti del prodaje ali ne. Pogajanja so potekala tudi o tem, katere enote bodo prevzeli, višini najemnin le teh, saj bodo imele velik vpliv na nadaljnje poslovanje. Zadnja točka pogajanj pa sta čas in način plačila kupnine.

4.2.1 Zaloge, terjatve in poslovne obveznosti

Prodaja dejavnosti skupaj z zalogami bi za kupca predstavljala veliko finančno investicijo. Dejavnost je imela pred prodajo veliko več zalog kot konkurenti, del le teh je tudi že zastarel in že vsebuje popravke vrednosti za starost. Ker je bila prodaja stare zaloge za kupca vprašljiva, je to zanj predstavljalo preveliko tveganje, ki ga ni bil pripravljen sprejeti. Tako je bila dejavnost prodana brez zaloge, kot tudi brez terjatev in obveznosti, ki se nanašajo na to zalogo. Med pogajanja je bilo dogovorjeno, da se bodo zaloge prodajale po konsignacijski pogodbi, kar pomeni, da bo kupec plačal za knjigovodsko vrednost zaloge šele ob prodaji, kar je z likvidnostnega vidika za prodajalca slabše, kot če bi dobil plačano zalogo v trenutku

prodaje dejavnosti. Pri konsignacijski prodaji za prodajalca dejavnosti nastanejo tudi določena tveganja. V primeru, da kupec dejavnosti zaradi nepoznavanja poslovanja ali napačnih poslovnih odločitev počasneje proda zalogo, kot bi zalogo prodal prodajalec dejavnosti, nastane tveganje za dodatne popravke vrednosti zalog. To bi imelo dodatne negativne vplive za prodajalca dejavnosti. Za omejitev tveganja je bila tako določena minimalna vrednost prodaje konsignacijskih zalog, najmanj v vrednosti, kolikor bi jo lahko dejavnost prodala, če do zaključka prodajnega procesa ne bi prišlo. To v celoti ne odpravi tveganja, ga pa omeji.

Kot opisano, obratni kapital ni bil predmet prodaje, zato sem temu primerno prilagodil vrednosti dejavnosti. Od izračunane vrednosti dejavnosti sem odštel normalizirano vrednost obratnega kapitala, potrebnega za normalno poslovanje v letu 2016, in ta znaša 5.824 tisoč EUR.

Vrednost dejavnosti v tisoč evrih je tako izračunana, kot je razvidno iz formule (9):

$$\text{Vrednost dejavnosti brez OBK} = \text{Vrednost dejavnosti} - \text{norm. OBK}$$

$$\text{Vrednost dejavnosti brez OBK} = 9.002 - 5.824 = 3.178 \quad (9)$$

Izračunana vrednost na podlagi mojih analiz je primerljiva z vrednostjo, po kateri se je dejansko prodala, kar daje dodatno težo predpostavkam, ki sem jih uporabil pri izračunu. Tako ocenjujem, da izpogajana kupnina dobro predstavlja vrednost dejavnosti in je bila prodana po primerni ceni.

4.2.2 Število enot in najemnina

Ena od točk pogajanj je bila, katere enote bo nov kupec prevzel oziroma katere enote v lasti podjetja se lahko v naslednjih letih zaprejo. Kot sem že v analizi poslovanja predstavil, se je v letu 2016 zaprlo 7 enot, kar pomeni okoli 3.000 m² prodajne površine, v letu 2017 pa bodo zaradi nadaljnjega optimiziranja enot zaprli še dodatnih 6 enot, kar pomeni 2.800 m² prodajne površine. Na tem mestu je prišlo do navzkrižja interesov, saj je v interesu prodajalca, da se prevzamejo vse prodajne enote ter ne samo najbolj dobičkonosne, predvsem zaradi dveh razlogov. Prvič, enote, ki ne bi bile del prodajnega procesa in bi ostale prodajalcu, bi se morale zapreti. Drugič, večina teh enot je v lasti lastniškega podjetja in bi jih tako kot do sedaj oddajala dejavnosti. Z zapiranjem enot tako pride do izgube dela najemnine lastniškega podjetja v času, dokler ne bi dobili novih najemnikov, kar lahko traja od treh do šest mesecev. Ocenjujem, da je število dodatno zaprtih enot v skladu z nadaljevanjem trendov zapiranja nedobičkonosnih enot, v katerih poslovanje ne bo mogoče izboljšati.

Pogajanja so potekala tudi glede višine najemnine enot v lasti prodajalca ter ostalih stroškov vzdrževanja. Najemnine so bile dogovorjene v obliki fiksne najemnine ter variabilnega dela, ki se obračuna glede na višino bruto prometa. Zaradi odpiranja novih enot ter višjih prihodkov bodo stroški najemnin od leta 2016 v povprečju letno rasli za 4,2 %.

4.2.3 Čas in način plačila kupnine

Kot sem že v teoretičnem delu magistrske naloge omenil, velika večina kupnin prodaje podjetja ni izplačana v celoti ob zaključku prodajnega postopka. Tudi v opisanem primeru bo kupnina izplačana v roku treh let, vsako leto tretjina, kar pomeni 1.059 tisoč EUR na leto. Zaradi strukture prodaje kupnina dejavnosti ni odvisna od poslovne uspešnosti dejavnosti v naslednjih letih, saj bo uspešnost poslovanja v veliki meri odvisna od novega lastnika.

4.3 Podpis prodajne pogodbe in zaključek prodaje

Celotni prodajni proces je potekal sedem mesecev, mesec in pol pa je trajal skrbni pregled, v katerem je imel kupec ekskluzivno pravico pri nakupu. Prav toliko je trajalo tudi obdobje od podpisa pogodbe do zaključka prodaje. Na koncu so bila pogajanja uspešna, saj sta se kupec in prodajalec uspela dogovoriti o celotni strukturi prodaje ter o vseh točkah pogodbe. V času pogajanj so pravni svetovalci kupca ter prodajalca pripravljali osnutke vseh potrebnih pravnih dokumentov za zaključek pogodbe. Prodajna dokumentacija je bila sestavljena iz treh pogodb.

Pogodba o prodaji sredstev je bila glavna pogodba prodaje dejavnosti, v kateri je bila definirana celotna struktura prodaje dejavnosti, z določeno prodajno ceno, z obveznostmi ter zavezami kupca ter prodajalca, ki jih morata izpolniti do datuma zaključka prodaje, kot tudi način reševanja sporov v primeru ugotovitve neupoštevanja obveznosti ter zavez. V pogodbi so zapisana jamstva ter garancije, ki dajejo pravico kupcu, da v primeru odkritja nepravilnosti v prikazu podjetja, ki ga kupec kupuje, od nakupa odstopi. Znotraj pogodbe so bila med drugim določena sredstva in način prenosa sredstev in zaposlenih ter delitev stroškov prodajnega procesa.

Glavna najemna pogodba je druga pogodba prodajnega procesa, v kateri so bile določene nepremičnine, ki jih bo lastniško podjetje oddajalo v najem novemu kupcu podjetja. Za vsako posamezno enoto je bilo dogovorjeno: višina najemnine, višina operativnih stroškov, določbe glede rednega vzdrževanja ter dodatnih prenov, zavarovanja ter ostala pravila ter dolžnosti najemodajalca – prodajalca, ter najemnika – kupca dejavnosti.

Pogodba o konsignacijski prodaji zalog je bila tretja in zadnja pogodba prodaje dejavnosti. Znotraj pogodbe je bilo dogovorjeno, kje se bo zaloga nahajala ter kako bo potekalo ravnanje z njo. Zapisan je bil tudi potek nadzora nad zalogami, saj so zaloge v skladiščih dejavnosti.

SKLEP

Cilj naloge je na enem mestu prikazati korake in postopke prodaje podjetja, od priprave podjetja na prodajo do končnih pogajanj in podpisa prodajne pogodbe, s tem pa dati smernice in vodilo vsem, ki se bodo s prodajo srečali v prihodnje, ter jim olajšati prodajo. To sem naredil tako, da sem sistematično predstavil celoten postopek prodajnega procesa s strani prodajalca podjetja. Osnova je bila teorija, ki pa sem jo nato navezal na praktični primer prodaje dejavnosti tekstilnih, modnih in kozmetičnih izdelkov.

V konkretnem primeru in tudi na splošno je pri oceni uspešnosti prodaje pomembnejša struktura prodaje kot sama višina kupnine, ki je dogovorjena med pogajanci. Celotna uspešnost prodaje podjetja je vidna v daljšem obdobju po zaključku prodaje, saj je takrat razvidno, ali so predvideni učinki prodaje doseženi. Od zaključka prodajnega procesa dejavnosti je minilo manj kot eno leto, zato celovite ocene uspešnosti prodajnega procesa še ni mogoče ovrednotiti. Na podlagi analize prodajnega procesa ter dogovorjene strukture prodaje sem zato ocenil, ali je bil cilj prodaje izpolnjen in kakšni so možni zapleti v obdobju po zaključku prodaje, ki bi negativno vplivali na uspešnost prodaje.

Namen prodaje dejavnosti je bil prodati dejavnost prodaje tekstilnih, modnih ter kozmetičnih izdelkov, zaradi osredotočanja lastniškega podjetja na osnovno dejavnost. To je podjetju tudi uspelo, saj je prišlo do zaključka prodajnega procesa. Ocenjujem, da je celotna vrednost dejavnosti med 8,6 ter 9,4 milijonov EUR, oziroma 3.178 tisoč EUR brez normaliziranega obratnega kapitala. To je tudi končna cena prodaje in je primerljiva z dejansko višino kupnine. Tako ocenjujem, da je prodajna cena dobro predstavljala vrednost dejavnosti. Kupnina ni odvisna od drugih faktorjev ter bo izplačana v roku treh let, v treh enakih delih na bančni račun lastniškega podjetja.

Vodstvo si je z lastniki dejavnosti za uspešno prodajo zadalo dva cilja. Prvi cilj je bil prodati dejavnost strateškemu kupcu, s katerim bi zaradi oddajanja nepremičnin ostala v dolgoročnem poslovnem sodelovanju, ki bi razvijal dejavnost ter ohranjal vzpostavljene sinergije. Ocenjujem, da je bil ta cilj uspešno dosežen. Dejavnost je bila prodana kupcu, ki ima v tej panogi veliko izkušenj in znanja, ki mu je v interesu nadaljevati trend izboljšanja in stabilizacije poslovanje. V naslednji stopnji je njegov cilj postopna rast števila maloprodajnih enot na strateških lokacijah znotraj večjih trgovskih centrov. Kupec tako želi razvijati dejavnost dolgoročno, kar sovпада s ciljem lastniškega podjetja. Ker bo kupec ostal znotraj nepremičnin lastniškega podjetja, bo ohranjal sinergije ter jih z odpiranjem novih enot tudi povečeval.

Drugi cilj prodaje dejavnosti je bil prodati poslovanje dejavnosti na trgih Slovenije, Hrvaške, Srbije ter Bosne in Hercegovine, skupaj s celotno opremo, prenosom zaposlenih, obratnega kapitala in oddajo nepremičnin po tržnih najemninah. Tega cilja v celoti niso uspeli uresničiti. Prodali so dejavnost po vseh trgih, vendar so med pogajanci določili, katere enote

se zaprejo v letu 2016 ter koliko enot se lahko zapre v letu 2017. Število zaprtih enot, skupaj 13, je povsem običajen proces, saj poteka zapiranje nedobičkonosnih enot že od leta 2013. Zaradi zaprtja enot bo lastniško podjetje imelo izpad najemnin, dokler ne pridobijo novih najemnikov. Prodajni proces je vseboval oddajo nepremičnin po primerljivih tržnih cenah. Celotna oprema je bila predmet prodaje. Lastniki dejavnosti niso uspeli prodati zalog zaradi razlogov, omenjenih v poglavju 4.3. Tako zaradi tega lahko nastanejo dodatni stroški v obliki popravka zalog zaradi zastaranja, če se zaloge, ki so predmet konsignacijske prodaje, ne bodo prodale v roku dveh let, kolikor je ocenilo prejšnje vodstvo dejavnosti, da bi potrebovali za prodajo zaloge. Tudi to tveganje je bilo med pogajanja ugotovljeno ter omejeno.

Uspešnost prodaje podjetja je tako vidna šele po zaključku prodajnega procesa, ko so vidni vsi učinki prodaje, ki so posledica tako izbora kupca kot predvsem strukture prodaje, ki je izoblikovana med pogajanja. Tako je pomembno, da prodajalec pred koncem pogajanj preuči vse možne posledice strukture prodaje in v primeru ugotovljenega prevelikega tveganja strukturo prodaje še ustrezno prilagodi. Ključno je, da v času dogovarjanja o končni strukturi ničesar ne prepusti naključju, saj je od tega odvisna celotna uspešnost prodaje. To je še zlasti pomembno, kadar prodajalec in kupec podjetja ostaneta v dolgoročnih poslovnih odnosih, kot je bilo v opisanem primeru, zaradi konsignacijske prodaje zalog in oddaje poslovnih prostorov novemu kupcu.

LITERATURA IN VIRI

1. Abernathy, F. H., Volpe, A., & Weil, D. (2006). The future of the apparel and textile industries: prospects and choices for public and private actors. *Environment and Planning A*, 38(12), 2207-2232.
2. Avinadav, T., Cheronog, T., & Perlman, Y. (2016). Mergers and acquisitions between risk-averse parties. *European Journal of Operational Research*. 263(1), 158-172.
3. Baird, B. F. (1989). *Managerial Decisions Under Uncertainty: An Introduction to the Analysis of Decision Making*. New York: Wiley.
4. Baran, D., & Saikevičius, D. (2015). Comparative analysis of mergers and acquisitions in the new member states of European Union. *Intellectual Economics*, 9(1), 1-7.
5. Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2007). *Corporate finance. USA: Pearson Education*.
6. Bragg, S. (2017). *Financial Statement Analysis*. Colorado: Accounting Tools Inc.
Najdeno 26. februarja 2017 na spletnem naslovu
<http://www.accountingtools.com/financial-statement-analysis>
7. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2002). *Intermediate Financial Management* (7th ed.). B.k.: South-Western.
8. Brotherson, W. T., Eades, K. M., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (2014). Company Valuation in Mergers and Acquisitions: How is Discounted Cash Flow Applied by Leading Practitioners? *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 24(2), 43-51.
9. Bush, T. (2016). Five forces analysis of the fashion retail industry. *Pestel Analysis*. Najdeno 6. junija 2017 na spletnem naslovu <http://pestleanalysis.com/five-forces-analysis-of-fashion-retail-industry/>
10. Business Insider. (2011). *11 stages of selling a company*. Najdeno 26. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.businessinsider.com/11-stages-of-selling-a-company-2011-4>
11. Cooper, C. L., & Finkelstein, S. (2014). *Advances in mergers and acquisitions*. Emerald Group Publishing.
12. Copeland, T. E., Koller, T., & Murrin, J. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New Jersey: McKinsey & Company Inc.
13. Damodaran, A. (1994). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*, 324. John Wiley & Sons.
14. Damodaran, A. (2010). *Equity risk premiums (ERP): Determinants, Estimation and implications*. Najdeno 6. junija 2017 na spletnem naslovu <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/ERP2010.pdf>
15. Damodaran, A. (2016). *Damodaran online*. Najdeno 10. decembra 2016 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
16. Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What valuation models do analysts use? *Accounting horizons*, 18(4), 221-240.
17. Dyson, R. G. (2004). Strategic development and SWOT analysis at the University of Warwick. *European journal of operational research*, 152(3), 631-640.

18. Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.
19. Grden, E. (2002). *Procesi združevanj in prevzemov nekdanjih državnih monopolistov v telekomunikacijah* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Gutknecht, J. E., & Keys, J. B. (1993). Mergers, acquisitions and takeovers: Maintaining morale of survivors and protecting employees. *The Academy of Management Executive*, 7(3), 26-36.
21. Harroch, R. (22. junij, 2016). *15 Common mistakes CEOs make when selling their company*. Najdeno 4. junija 2017 na spletnem naslovu <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2016/06/22/15-common-mistakes-ceos-make-when-selling-their-company/2>
22. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2012). *Business analysis valuation: Using financial statements*. Cengage Learning.
23. Ibbotson, SBBI Classic Yearbook. (2013). *US Stocks, Bills, Bonds and Inflation Yearbook*, corporate.morningstar.com.
24. International Valuation Standards Committee. (2013). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti*. Najdeno 4. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/sites/default/files/ocenjevalci/msov-2013.pdf>
25. Kovačič, D., (2006). *Vpliv združitve in prevzemov na poslovanje izbranih podjetij v Sloveniji*. Magistrsko delo. Maribor: Ekonomska-poslovna fakulteta.
26. Kvas, Ž. (2007, 29. januar). Šest najpomembnejših korakov v postopku prodaje podjetja. *Finance*. Najdeno 14. maja 2017 na spletnem naslovu <https://www.finance.si/173850>.
27. Lajoux, A., & Elson, C. (2010). *The art of due dilligence* (2nd ed.). The McGraw Hill.
28. Lehrman, P. (2015). *The 6 type of Buyers for Your Business*. Najdeno 14. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.entrepreneur.com/article/248670>
29. Michalczyk, J. (2007). *10 keys for acquisition due dilligence*. Najdeno 4. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.accountingweb.com/10-keys-for-acquisition-due-diligence>
30. Mihajlovič, S. (2010). Rad bi prodal svoje podjetje! Toda kako? *Finance*. Najdeno 21. maja 2017 na spletnem naslovu <https://www.finance.si/299519>
31. Mramor, D. (1997). Nekateri elementi analize vrednostnih papirjev podjetij. Portorož: Zveza ekonomistov Slovenie, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
32. NLB d.d. (2017). *Postopek prodaje ali nakupa deleža v podjetju* (interno gradivo). Ljubljana: NLB d.d.
33. Nordås, H. K. (2004). The global textile and clothing industry post the agreement on textiles and clothing. Najdeno 6. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.danangtimes.vn/Portals/0/Docs/5239353-The%20Global%20Textile%20and%20Clothing%20Industry%20post%20the%20Agreement%20on%20Textiles%20and%20Clothing.pdf>
34. Nourse, L. (2015). *Asset deal versus share deal: what's right for you?* Najdeno 17. aprila 2017 na spletnem naslovu <http://www.deallawwire.com/2015/05/06/asset-deal-versus-share-deal-whats-right-for-you/>
35. Podjetje X. (2016). *Vpliv prestrukturiranja na poslovanje* (interno gradivo). Ljubljana.

36. Porter, M. E. (1985). *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. NY: Free Press.
37. Pratt S. P., & Niculita A. (2000). *Valuing a Business: The analysis and Appraisal do Closely Held Companies* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.
38. Pučko, D. (1993). *Planiranje v podjetjih*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
39. Roberts, D. J. (2009). *Mergers & Acquisitions: An Insider's Guide to the Purchase and Sale of Middle Market Business Interests*. Hoboken, N.J.: Wiley.
40. Robinson, T. R., Hennie van Greuning, C. F. A., Henry, E., & Broihahn, M. A. (2008). *International financial statement analysis* (Vol. 22). John Wiley & Sons.
41. Rowland, C. (2017). Nike Inc. Five forces analysis (*Porter's model*). Panmore Institute. Najdeno 6. junija na spletnem naslovu <http://panmore.com/nike-inc-five-forces-analysis-porters-model>
42. Senekovič, T. (2017). *Najpogostejša vprašanja pri prodaji podjetja*. Najdeno 19. maja 2017 na spletnem naslovu [/http://borzaposla.si/blog/163-najpogostejša-pravna-vprasanja-pri-prodaji-podjetja](http://borzaposla.si/blog/163-najpogostejša-pravna-vprasanja-pri-prodaji-podjetja)
43. Sherman, A. J. (2011). *Mergers and Acquisitions from A to Z*. New York: AMACOM.
44. Statistični Urad Republike Slovenije. (2008). Standardna klasifikacija dejavnosti. Najdeno 14. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/Klasje/Klasje/Tabela/5531>
45. Stergar, A. (2016, 11. november). Prodaja podjetja kot transakcija. *Delo*, str. 20.
46. Thomas, R., & Gup, B. E. (2010). *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners*. Hoboken, N.J.: Wiley.
47. Thompson Reuters. (2015). *Mergers and acquisitions review*. Najdeno 26. februarja 2017 na spletnem naslovu [http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-\(E\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-(E).pdf)
48. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (2016, november). *Donosnost obveznice, november 2016*. Najdeno 30. aprila 2017 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/novice/novice/obvestilo/?tx_news_pi1%5Bnews%5D=3002&tx_news_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx_news_pi1%5Baction%5D=detail&cHash=a441c9e103758ab22a886068fe6c4f5a
49. Viebig, J. Varmaz, A., & Poddig, T. (2008). *Equity valuation: models from leading investment banks*. New York: John Wiley&Sons.
50. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS*, št. 42/2006.
51. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS*, št. 79/2006.
52. Zakon o varstvu konkurence. *Uradni list RS*, št. 18/1993.
53. Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard business review*, 76(6), 131-139. Najdeno 14. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>

PRILOGA

PRILOGA 1: Seznam v delu uporabljenih kratic

Angl. - angleško

CAPM - (angl. capital asset pricing model); model za izračun stroška lastniškega kapitala

EBIT - (angl. earnings before interests and taxes); poslovni izid iz poslovanja pred plačilom obresti in davkov

EBITDA - (angl. earnings before intrests, taxes, depreciation and amortization); dobiček iz poslovanja pred plačilom obresti, davkov in amortizacije

IPO - (angl. initial public offering); začetna javna ponudba

NSV - neto sedanja vrednost

OBK - obratni kapital

PDT - prosti denarni tok

SWOT - (angl. strengths, weaknesses, opportunities and threats); prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti

WACC - (angl. weighted average cost of capital); tehtano povprečje stroška kapitala oz. diskontni faktor