

EKONOMSKA FAKULTETA
V LJUBLJANI

Magistrsko delo

**VREDNOST PODJETJA GORENJE IN EKONOMSKA OCENA
NJEGOVIH DVEH IZBRANIH POTENCIALNIH
STRATEGIJ RAZVOJA**

Ljubljana, september 2007

Avtor:
Kristjan Sušinski

IZJAVA

Študent Kristjan Sušinski izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Aljoše Valentinčiča in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 24.9.2007

Podpis:

I. UVOD.....	1
I. 1. Področje proučevanja.....	1
I. 2. Namen in cilji	4
I.3. Metode dela.....	5
II. USPEŠNOST PODJETJA.....	5
II. 1. Smoter in cilji delovanja gospodarske družbe.....	5
II. 2. Tradicionalni modeli presojanja uspešnosti podjetja in vrednosti podjetja.....	9
II. 3. Sodobni finančni koncepti presojanja uspešnosti podjetja.....	11
II. 3. 1. Vplivni dejavniki vrednosti.....	11
II. 3. 1. 1. Dobiček iz poslovanja po davkih.....	13
II. 3. 1. 2. Prosti denarni tok.....	14
II. 3. 1. 3. Pričakovana stopnja donosa.....	16
II. 3. 1. 3. 1. CAPM model izračuna pričakovane stopnje donosa.....	18
II. 3. 1. 3. 1. 1. Beta koeficient	19
II. 3. 1. 3. 2. Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala.....	20
II. 3. 1. 3. Končna vrednost.....	22
II. 3. 2. Model diskontiranega denarnega toka.....	24
II. 3. 3. Model ekonomske dodane vrednosti.....	26
II. 3. 4. Model denarnega toka dobičkonosnosti naložbe.....	28
II. 4. Nefinančni koncepti uspešnosti poslovanja podjetij.....	30
III. PREDSTAVITEV SKUPINE GORENJE.....	33
III. 1. Predstavitev Skupine Gorenje in njenega dosedanjega razvoja	33
III. 2. Analiza delnice Gorenja.....	35
III. 3. Razvoj industrije bele tehnike v svetu in realne možnosti Gorenja na tržišču.....	38
III. 3. 1. Analiza prodaje Skupine Gorenje.....	38

III. 3. 2. Analiza trga bele tehnike.....	39
IV. VREDNOTENJE SKUPINE GORENJE.....	42
IV. 1. Analiza preteklega poslovanja.....	43
IV. 2. Ocena bodočega razvoja.....	49
IV. 3. Napoved bilance stanja in izkaza poslovnega izida.....	50
IV. 4. Izračun povprečnega stroška kapitala podjetja.....	55
IV. 5. Izračun vrednosti Skupine Gorenje z modelom diskontiranega denarnega toka.....	58
IV. 6. Vrednotenje Skupine Gorenje z modelom ekonomske dodane vrednosti.....	59
IV. 7. Vrednotenje Skupine Gorenje z modelom denarnega toka dobičkonosnosti naložbe.....	60
V. PREVZEMI KOT STRATEGIJA RASTI.....	62
V. 1. Iskanje primerne podjetja za prevzem.....	65
V. 2. Sinergije prevzema.....	68
V. 3. Ocena vrednosti združenega podjetja modelom diskontiranega denarnega toka	69
V. 4. Kritična ocena prevzema z vidika dodane vrednosti.....	73
VI. SKUPINA GORENJE KOT TARČA PREVZEMA.....	74
VI. 1. Pregled trenutne lastniške strukture podjetja.....	74
VI. 2. Razvoj možnih scenarijev prevzema.....	77
VI. 2. 1. Možnosti managerskega odkupa.....	77
VI. 2. 2. Možnosti prevzema Skupine Gorenje s strani strateškega partnerja.....	78
VII. ZAKLJUČEK.....	82
LITERATURA IN VIRI.....	85

I. UVOD

I. 1. Področje proučevanja

Podjetje se pogosto znajde v situaciji, ko mora ponovno preveriti načrtano dolgoročno strategijo razvoja, jo popraviti in uskladiti s spremenjenimi okoliščinami ali jo na novo opredeliti. Opredelitev strategije nadaljnjega razvoja podjetja ima dolgoročen vpliv na tržno vrednost lastniškega kapitala. Ob neustrezno izbrani strategiji razvoja podjetja se, zaradi manjše uspešnosti poslovanja, vrednost podjetja zmanjša. Nasprotno pa se, ob pravilni opredelitvi strategije razvoja, uspešnost podjetja poveča in s tem se poveča tudi njegova vrednost.

Na kakšen način lahko merimo uspešnost poslovanja, sprejetih strategij in s tem tudi vrednost podjetja? Včasih je bilo edino merilo uspešnosti poslovanja čisti dobiček iz računovodskih izkazov. Vendar ta podatek že dolgo ni več dovolj. Kot odgovor na ostre zahteve kapitalistov so bili razviti sodobni koncepti merjenja uspešnosti poslovanja podjetja, ki temeljijo na vrednosti oziroma večanju vrednosti podjetja in bodo predstavljeni v drugem poglavju naloge. S temi inštrumenti lahko management podjetja ovrednoti in proučuje posamezne strategije razvoja podjetja ter se odloči za tisto strategijo, ki maksimira tržno vrednost podjetja. Izvajanje strategij, ki imajo za cilj maksimiranje tržne vrednosti podjetja, na dolgi rok pomenijo tudi maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala (Mramor, 2000, str.37). Torej, da bi podjetje poslovalo uspešno in dosegalo čim večjo vrednost za lastnike, mora s svojim poslovanjem povečevati tržno vrednost podjetja.

Ena od osnov za merjenje vrednosti podjetja so diskontirani pričakovani prosti denarni tokovi. Če so ti večji od stroškov pridobivanja kapitala, vrednost podjetja raste. Podjetje mora doseči, da postane maksimiranje vrednosti za lastnike podjetja temeljni cilj poslovanja, in sicer z rastjo denarnega toka in nižanjem stroškov kapitala. Željeni cilj bo podjetje doseglo z opredelitvijo prave strategije na najvišji ravni vodenja in z ustreznimi ukrepi, odločitvami, aktivnostmi in operativnimi cilji na vseh ravneh odločanja.

Sodobni koncepti merjenja uspešnosti poslovanja s ciljem povečevanja vrednosti podjetja so: model diskontiranih denarnih tokov, model ekonomske dodane vrednosti in model denarnih tokov iz naložb.

Model diskontiranih denarnih tokov temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa (Praznik, 2004, str. 69).

Z modelom ekonomske dodane vrednosti (EVA) lahko podobno izračunamo vrednost celotnega podjetja. Še pomembnejši pa je model EVA kot koncept, ki usklajuje interese managerjev in delničarjev tako, da je končan konflikt agenta in principala. Ekonomska dodana vrednost oziroma ekonomski dobiček je merilo uspešnosti poslovanja podjetij in hkrati cilj delničarjev in managerjev, saj so od tega odvisne tudi njihove nagrade (Stern, 2003, str. 22).

Podjetje ima konkurenčno prednost, če ustvari večji ekonomski dobiček, kot je povprečni ekonomski dobiček v panogi. Na trgu lahko konkurira z nižjo prodajno ceno, ki jo lahko ponudi zaradi nižjih stroškov poslovanja ali pa s koristnostjo njegovih izdelkov v očeh kupcev, ki je večja od konkurenčnih izdelkov. Konkurenčno sposobnost podjetja potrjujejo kupci oziroma uporabniki s svojimi nakupi in se dokazuje v vsakdanjem konkurenčnem boju z drugimi proizvajalci proizvodov oziroma ponudniki storitev. Če hoče biti podjetje konkurenčno, mora poznati in razumeti svojo osrednjo sposobnost ter jo strateško razvijati (Hočevár et.al., 2003, str. 53).

Model denarnih tokov iz naložb (CFROI) je razvilo podjetje Holt Value and Associates. Uporablja se lahko kot merilo uspešnosti poslovanja podjetij, saj temelji na predpostavki, da podjetje predstavlja skupek projektov, ki z investiranimi sredstvi pridobiva denarne tokove. CFROI kot merilo je tista interna stopnja donosa, ki izenači diskontirane denarne tokove z diskontirano vrednostjo vloženih sredstev (Subramanian, Bernstein, 2003, str. 2).

Model denarnih tokov iz naložb je priljubljeno sodilo za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki so potencialne prevzemne tarče, saj upošteva vse prejete denarne tokove v celotni življenjski dobi sredstev podjetja. Od sedanje vrednosti prejetih denarnih tokov se odšteje sedanja vrednost začetne investicije in vseh zahtevanih investicij v prihodnosti. Rezultat predstavlja tržno vrednost podjetja (Evans, 1999, str. 16).

Skupina Gorenje je v svojem Strateškem načrtu do leta 2010 opredelila ambiciozen nadaljni razvoj. Strateški poslovni načrt še ne vključuje potencialnih prevzemom in združitvam, jih pa

tudi ne izključuje. Modeli vrednotenja, ki so v nalogi predstavljeni s teoretičnega vidika, bodo v tretjem poglavju naloge uporabljeni za vrednotenje Gorenja, v sestavi in obsegu, kot ga poznamo danes.

Strateška usmeritev Skupine Gorenje je tudi uresničevanje možnosti rasti obsega poslovnih aktivnosti s prevzemi zanimivih proizvajalcev gospodinjskih aparatov v Evropi in z drugimi oblikami strateških partnerstev v vseh divizijah delovanja Skupine Gorenje: diviziji gospodinjskih aparatov, diviziji notranje opreme ter diviziji trgovine in storitev. Slednja zajema dejavnost energetike, varstva okolja, trgovine, inženiringa, zastopstev, gostinstva, turizma in upravljanja z nepremičninami. Divizija gospodinjski aparati je po obsegu angažiranih sredstev najobsežnejša in iz nje je zrastle Gorenje, kot ga poznamo danes. Zato se bom v nalogi omejil na strategije razvoja te divizije v Skupini Gorenje.

Po podatkih mednarodne tržno raziskovalne agencije GfK Group je v letu 2004 prodaja velikih gospodinjskih aparatov za 13 zahodno-evropskih trgov dosegla 2,3% vrednostno in 3,7% količinsko rast v primerjavi z letom poprej. To jasno kaže na tendenco padanja cen gospodinjskih aparatov v Evropi; najizrazitejša bo predvsem na področju hladilne in pralno pomivalne tehnike (Letno poročilo 2005, str. 31). Evropski proizvajalci gospodinjskih aparatov imajo presežne zmogljivosti, zato se konkurenca na trgu zaostre. Tudi v tej dejavnosti smo priča vse bolj agresivni ponudbi proizvajalcev iz azijskih držav ter konkurenčnega boja velikih globalnih trgovcev. Zaradi tega proizvajalci gospodinjskih aparatov pospešeno izvajajo ukrepe racionalizacije poslovanja. Najpogostejši in z vidika učinkov najpomembnejši ukrep je nadaljna selitev proizvodnje v države vzhodne Evrope in Azije. Proizvajalci odgovarjajo na zaostrene razmere poslovanja s prilagajanje delovanja novim in spreminjajočim razmeram v okolju, pospeševanjem tržnih aktivnosti in osredotočanjem na Vzhodno Evropo. Zaradi navedenega so nujna strateška povezovanja med proizvajalci gospodinjskih aparatov.

V nalogi bosta predstavljeni dve potencialni strategiji razvoja:

- Združitev oziroma prevzem primerne proizvajalca gospodinjskih aparatov, pri čemer bi se izbor potencialnih tarč prevzema omejil na podjetja z nizkimi proizvodnimi stroški, ki pa nimajo lastne visoko tehnološke in v svetu prepoznavne blagovne znamke, kot jo ima Gorenje. Rezultati raziskav (Jensen, 1986, str. 13) kažejo, da se po prevzemu v povprečju izboljša poslovanje ciljnega podjetja, da

prevzemi nimajo negativnega vpliva na raziskovalno in investicijsko dejavnost podjetij in da tudi ne podcenjujejo dolgoročne usmerjenosti poslovnih strategij in odločitev managerjev (Bešter, 1996, str. 139).

- Združitev oziroma prevzem Skupine Gorenje s strani velikega in uveljavljenega svetovnega podjetja, ki bi v tej strateški povezavi iskal predvsem sinergije v racionalizaciji proizvodnje in distribucije ter bi izkoriščal izdelane prodajne poti Gorenja. Prevzemi so finančne transakcije, ki vsebujejo spremembo v usmerjanju podjetja. Ta sprememba običajno pomeni tudi velike spremembe v organizacijski sestavi in načinu delovanja prevzetega podjetja. Takšne spremembe so pogojene zaradi zamenjave večinskega lastništva kapitala, kakor tudi zamenjave nadzornega sveta prevzetega podjetja. Vse to lahko pomeni tudi spremembo ravnateljstva in spremembo poslovne strategije prevzetega podjetja (Jagrič, Zbornik referatov, 2001, str. 39).

Vse našete potencialne strategije razvoja Gorenja bodo v nalogi predstavljene v petem in šestem poglavju. Prevzem podjetja iz panoge bo ovrednoten s sodobnim finančnim modelom za merjenje uspešnosti in vrednotenje. V sedmem poglavju bo predstavljen kritičen pogled na potencialne strategije razvoja Gorenja v primerjavi s konkurenco, z vidika vrednosti, pomembnosti panoge in podjetja za Slovenijo.

I. 2. Namen in cilji

Namen magistrskega dela je proučiti sodobne finančne koncepte uspešnosti poslovanja podjetja s teoretičnega vidika in jih uporabiti tudi s praktičnega vidika. Sodobne metode merjenja uspešnosti podjetja bodo v tej nalogi uporabljene tudi pri presojanju možnih strategij razvoja velikega slovenskega podjetja, pri čemer je cilj naloge prikaz posameznih možnih strategij razvoja in ovrednotenje najprimernejše strategije z vidika maksimiranja vrednosti za lastnike.

I.3. Metode dela

Naloga je sestavljena iz teoretičnega in praktičnega dela. V teoretičnem delu so uporabljene naslednje metode:

1. Metoda spoznavnega procesa, s pomočjo katere bodo zbrana dejstva, podatki in informacije o posameznih opredelitvah, pojavih in procesih vrednotenja podjetja.
2. Metoda deskripcije je uporabljena predvsem v procesu spoznavanja različnih metod vrednotenja.
3. Metoda kompilacije bo uporabljena za pojasnjevanje posameznih pojavov.
4. Metoda sinteze nam bo, preko spajanja posameznih dejavnikov, pomagala do prikaza sintetiziranih vsebin.

V empiričnem delu bodo uporabljene naslednje metode:

1. Metoda dedukcije kot osnovna metoda, s pomočjo katere bomo na osnovi splošnih teoretičnih izhodišč in s proučevanjem tuje in domače literature, spoznanja uporabili v konkretnih primerih podjetja iz naloge.
2. Metoda analize bo uporabljena predvsem pri proučevanju in primerjavi računovodskih izkazov in posameznih kategorij uspešnosti podjetja.
3. S sintezo teoretičnih in empiričnih spoznanj bodo v zaključku dela predstavljene temeljne ugotovitve analitično raziskovalnega dela.

II. USPEŠNOST PODJETJA

II. 1. Smoter in cilji delovanja gospodarske družbe

Gospodarska družba je pravna oseba, ki na trgu samostojno opravlja pridobitno dejavnost kot svojo izključno dejavnost. Lastniki gospodarske družbe s svojim vložkom vanjo omogočijo njen osnovni kapital, ker pričakujejo, da se bo v njej ustrezno oplajal (Turk, 2003, str. 15) oziroma dosegal ustrezni donos na vložena sredstva.

Poslovanje podjetja usmerja vrsta ciljev, od katerih so si nekateri popolnoma nasprotni. Podjetje je namreč združba skupin ljudi z različnimi interesi v zvezi s poslovanjem podjetja –

naslednjih interesnih skupin: menedžerjev, delavcev, lastnikov in upnikov (Mramor, 2000, str. 13).

Po finančni teoriji je glavni cilj managementa podjetja maksimiranje tržne vrednosti delnic podjetja in s tem ustvarjanje vrednosti za lastnike. Lastništvo daje moč delničarjem, da imenujejo vodstvo, ki skrbi za delovanje podjetja. V večini podjetij se managerji zavedajo svoje naloge maksimiranja vrednosti za lastnike. Lahko pa se zgodi, da je v ospredju njihovega delovanja njihov privatni interes pred interesom lastnikov (Brigham, 2004, str. 5).

Vendar podjetje s svojim delovanjem ne vpliva le na svoje sodelavce, ampak še na mnoge zunanje posameznike, skupine, organizacije in javnosti – ti pa bolj ali manj vplivajo nanjo. Vsi ti so t.i. deležniki podjetja (angl. stakeholders). Med notranje deležnike podjetja spadajo zaposleni, managerji in lastniki. Med zunanje deležnike spadajo posamezniki, skupine in druga podjetja v okolju, ki so s podjetjem kakorkoli povezana. Slednji lahko vplivajo na podjetje neposredno (dobavitelji, kupci, banke, krajevni upravni organi in podobno) ali posredno (prek nadzornega sveta, sindikata, vplivnih finančnih institucij in podobno) ali pa posredno preko kulture okolja, družbenih norm, zakonodaje in različnih oblik organiziranega pritiska. Skupni cilji podjetja torej poleg njenih lastnih ciljev obsegajo tudi delež posebnih ciljev zaposlenih, lastnikov, managementa, tržnih partnerjev, države in podobno. Zato je pri presoji uspešnosti delovanja podjetja odločilno mnenje njihovih udeležencev. Ti so zadovoljni s podjetjem, če prejemajo od njega toliko, kot so pričakovali. Isto velja za podjetje. Pri tem pa morajo koristiti, ki jih daje doseganje teh ciljev, presegati porabo zmožnosti in sredstev podjetja, sicer se ta ne more razvijati (Biloslavo, 2006, str. 20).

Težnja managementa po maksimiranju vrednosti podjetja ima ugodne vplive na širše okolje podjetja. Najbolj vpliva na racionalno poslovanje podjetja, ki mora ponujati kupcem izdelke in storitve, ki jih ti potrebujejo po najnižjih možnih cenah. Nizke prodajne cene zahtevajo nizke stroške ob hkratni inovativni dejavnosti, novih izdelkih in storitvah ter visoki produktivnosti (Brigham, 2004, str. 21).

Vodstva podjetij najpogosteje navajajo naslednje cilje, ki jim sledijo, da bi čim bolje zadovoljila interese lastnikov (Mramor, 2000, str. 15):

1. Maksimiranje dobička, katerega temelj je računovodski vidik uspešnosti poslovanja. Glavna pomanjkljivost dobička kot kategorije je v tem, da obstajajo določena, s

konvencijami sprejeta računovodska načela, s katerimi je določeno, kateri poslovni dogodki vstopajo v izračun dobička in na kakšen način. Lastniku pa ta izračun uspešnosti poslovanja pravzaprav pomeni samo uspešnost njegove naložbe na papirju, dejanska uspešnost pa se odraža v obsegu neposrednih denarnih donosov.

2. Maksimiranje prodaje in tržnega deleža sta alternativna cilja, ki sta nastala kot nadomestek maksimiranja dobička. Veliko podjetij ju ima za edina cilja, čeprav je njuna glavna pomanjkljivost to, da ne upoštevata stroškov za doseg ciljev.
3. Preživetje kot cilj pomeni dolgoročno stabilno poslovanje brez posebno velikih tveganj. V skladu s tem ciljem podjetje ne bo sprejelo poslovnih odločitev, ki bi sicer lahko prinesle izjemno visoke dobičke, vendar bi bile zelo tvegane in bi lahko ogrozile finančno stabilnost podjetja. S tega vidika ta cilj posebej poudarja tveganje, ki pri cilju maksimiranja dobička ni upoštevan.
4. Doseganje zadovoljive ravni dobičkov je primernejši cilj, kot maksimiranje dobičkov, ker v podjetju srečujemo številne interesne skupine s svojimi cilji, ki jih je težko vse zadovoljiti. Ima pa dve pomanjkljivosti: prva pomanjkljivost se nanaša na pomanjkljivosti računovodske kategorije dobička, druga pomanjkljivost pa na njegovo neoperativnost in kompleksnost, saj bi bila finančna analiza na podlagi tega cilja poslovanja zelo zapletena.

Vsak izmed teh ciljev pa ima vrsto pomanjkljivosti, ki lahko vodijo do napačnih poslovnih odločitev.

Tudi lastniki podjetja nimajo istovetnih ciljev. Običajno se predpostavlja, da je vsem lastnikom skupen cilj maksimiranje koristnosti, ki jim jo prinaša lastniška naložba v podjetje. Vendar pa ima vsak lastnik svoj način vrednotenja koristnosti. Ne glede na navedeno pa se predpostavlja, da se lastniki obnašajo razumno takrat, ko jim maksimiranje premoženja pomeni tudi maksimiranje koristnosti. Tako obstaja za vse lastnike skupen cilj poslovanja podjetja – maksimiranje njihovega premoženja. Teoretično je mogoče dokazati, da se premoženje lastnikov maksimira takrat, ko se maksimira tržna vrednost enote lastniškega kapitala podjetja – na primer delnice (Mramor, 1997, str. 4)

Uspešna podjetja pri svojem poslovanju dosegajo dva cilja (Brigham, 2005, str. 3):

1. Proizvajajo in prodajajo proizvode ali storitve, ki predstavljajo vrednost za kupca, ki je večja od konkurence.

2. Prodajajo svoje proizvode ali storitve po ceni, ki je dovolj visoka za pokritje stroškov in za nadomestilo lastnikom in posojilodajalcem za njihovo izpostavljenost tveganju. Ni dovolj samo, da je podjetje konkurenčno na trgu in da ima dobiček. Slednji mora biti dovolj visok, da pokrije stroške vloženih sredstev.

Posamezni cilj ni težko doseči, zelo težko pa je doseči oba cilja naenkrat, saj nista komplementarna.

Ključne tri lastnosti, potrebne za uspeh podjetja so (Brigham, 2005, str. 3):

1. Usposobljen kader, razporejen na samo tri nivoje organizacije:
 - vodje, ki razvijajo in vpeljujejo strategije razvoja in poslovanja podjetja,
 - vodje, ki sprejemajo odločitve za doseganje dodane vrednosti, oblikujejo delovni proces in motivirajo zaposlene,
 - sposobni zaposleni, ki želijo izvajati in dosegati načrtano strategijo.
2. Razvijanje relacij in odnosov s podjetji, ki so povezana z našim podjetjem. Gre za odnose z dobavitelji in zunanjimi izvajalci storitev (angl. outsourcing) ter kupci.
3. Dovolj kapitala za izvajanje planskih nalog in doseganje ciljev.

Cilj lastnikov podjetja je rast vrednosti podjetja. V praksi so se razvile različne vrednosti, odvisno od vrste subjektov in vrste transakcij. Lahko jih razvrstimo na štiri temeljne vrednosti (Praznik, 2004, str. 26):

1. Tržna vrednost je vrednost, ki jo določa trg oziroma ponudba in povpraševanje množice subjektov na trgu. Tržna vrednost je opredeljena kot cena, po kateri bi premoženje izmenjala voljan in zmožen kupec ter voljan in zmožen prodajalec, ki delujeta medsebojno neodvisno na odprtem in popolnem trgu, na katerem nobeden od njiju ni prisiljen kupiti ali prodati in sta oba ustrezno seznanjena s potrebnimi dejstvi.
2. Vrednost za investitorje je specifična vrednost dobrin in storitev za konkretnega investitorja zaradi njegovih individualnih investicijskih razlogov (koristi).
3. Notranja vrednost, do katere pridemo preko podrobne analize podjetja oziroma njegovega vrednotenja. Notranja vrednost torej ni ne tržna vrednost, ker ni odvisna od trga, ne investitorjeva vrednost, ker ni pogojena s konkretnimi interesi posameznega investitorja. Notranja vrednost podjetja zanima predvsem portfeljske investitorje, kajti le ti iščejo koristi predvsem v razliki med notranjo vrednostjo in tržno vrednostjo delnice. Če je notranja vrednost delnice večja od tržne vrednosti, potem velja, da je

podjetje na trgu podcenjeno in obratno. Portfeljski investitorji iščejo podcenjene delnice, katerih vrednost na trgu zraste, ko trg spozna njihovo pravo vrednost.

4. Poštena vrednost je znesek, za katerega je mogoče zamenjati sredstvo ali s katerim je mogoče poravnati obveznost ali za katerega je mogoče zamenjati podeljen kapitalni instrument med dobro obveščenima in voljnima strankama v poslu, v katerem sta stranki neodvisni in enakopravni (Uvod v SRS, 2005, str. 9). Poštena vrednost deleža se na primer uporablja v povezavi s statusnimi preoblikovanji, ko gre za zaščito interesov manjšinskega lastnika v primeru, ko obvladujoči lastnik z nameravano transakcijo ali drugim dejanjem oškoduje manjšinskega lastnika.

II. 2. Tradicionalni modeli presojanja uspešnosti podjetja in vrednosti podjetja

Lastniki podjetij poskušajo maksimirati neto vrednost podjetja, ki je pogojena z maksimiranjem profitov, saj so profiti presežek prihodkov nad stroški in povečujejo premoženje podjetja. Čim bolj se s profiti povečuje premoženje podjetja, tem bolj se ob danih obveznostih podjetja (dolžniškem kapitalu) povečuje lastniški kapital oziroma neto vrednost podjetja. Ker se s profiti maksimira neto vrednost podjetja, je profitni motiv temeljni motiv podjetniškega delovanja (Tajnikar, et al., 2002, str. 5).

Tradicionalna razlaga večanja vrednosti za lastnika temelji na računovodsko ugotovljenem dobičku podjetja, ki pa, kot smo že ugotovili, ne pomeni nujno večje vrednosti za lastnika. Po SRS 19 se poslovni izid (dobiček ali izguba) v knjigovodskih razvidih in računovodskih izkazih ugotavlja s primerjanjem ustreznih pripoznanih prihodkov in odhodkov. Presežek prihodkov nad odhodki je dobiček, presežek odhodkov nad prihodki pa izguba. Težava računovodskega dobička je v pripoznavanju prihodkov in odhodkov, ki je v veliki meri odvisna od računovodskih usmeritev podjetja in od vpliva diskrecijskih odločitev managerjev znotraj dovoljenega in v skladu z zakonom.

Računovodski izkazi predstavljajo položaj podjetja na določen dan in njegovo poslovanje v preteklem obračunskem obdobju. Prava vrednost računovodskih izkazov pa je v tem, da jih je mogoče uporabiti kot podlago za napovedovanje dobička in dividend podjetja. Za vlagatelja je temeljni namen računovodskih izkazov napovedovanje prihodnosti, za vodstvo podjetja pa je njih analiza pomembna za predvidevanje dogajanja in še bolj kot izhodišče za načrtovanje procesov, ki bodo vplivali na potek dogodkov v prihodnosti (Duhovnik, 1995, str. 28).

Med tradicionalne koncepte merjenja uspešnosti podjetja štejemo:

1. Dobiček na delnico (EPS, ang. Earnings Per Share) je razmerje med čistim dobičkom in številom delnic, ki jih je izdalo podjetje. Kar nekaj časa je bilo to najpomembnejše sodilo uspešnosti poslovanja podjetja. Ima naslednje pomanjkljivosti:
 - čisti dobiček je možno kratkoročno manipulirati,
 - s stališča lastnikov pa je največja pomanjkljivost v tem, da rast dobička še ne pomeni nujno večje vrednosti za lastnike. Večjo vrednost za lastnike pomeni tisti dobiček, ki presega stroške kapitala.
2. Čista dobičkonosnost navadnega lastniškega kapitala (ROE, ang. Return On Equity) je eno od sodil uspešnosti v obliki stopnje donosa in je zelo preprosto izračunljivo sodilo. Predstavlja razmerje med čistim dobičkom in povprečnim celotnim kapitalom. Po SRS 8 (2006) sestavljajo celotni kapital: vpoklicani kapital, kapitalske rezerve, rezerve iz dobička, preneseni čisti dobiček ali izguba iz prejšnjih let in predhodno še ne razdeljeni čisti dobiček ali še ne poravnana čista izguba poslovnega leta. Je eden od pomembnejših sodil poslovanja podjetja, saj (posredno) meri donosnost naložbe lastnikov podjetja. Predvsem pa je primerljiv med vsemi podjetji in med obdobji. Delničarji pogosto pripišejo visoko donosnost dobremu upravljanju s podjetjem. Če je bilo podjetje dobro upravljan v preteklosti, obstajajo relativno dobre možnosti, da bo tako tudi v prihodnje. Vendar pa to ni nujno, saj visoka donosnost privablja konkurenco. Še pomembnejši pa je dejavnik tveganja, saj je visoka donosnost pogosto povezana z večjim tveganjem dejavnosti podjetja. Večje tveganje pa pomeni manjše zagotovilo, da bodo prihodnje donosnosti enake preteklim (Mramor, 1993, str. 169). Glavna pomanjkljivost sodila ROE pa je občutljivost na povečanje finančnega vzvoda. Že samo povečanje finančnega vzvoda pomeni hkrati tudi povečanje ROE, kar pa ne pomeni povečanja vrednosti za lastnike podjetja.
3. Dobičkonosnost sredstev (ROA, ang. Return On Assets) odraža uspešnost ravnanja z vsemi sredstvi podjetja in je zato bistveno boljše sodilo, kot je ROE. ROA je razmerje med čistim dobičkom in celotnimi sredstvi podjetja (Brigham 2004, str. 240), pri čemer omogoča nadaljnjo členitev in analizo temeljnih faktorjev uspešnosti poslovanja. Sodilo ima naslednje pomanjkljivosti:
 - z vidika lastnikov ROA ne posreduje nobenih novih informacij, ki jih ne posreduje že sodilo dobičkonosnosti investicij (ROI),
 - problem je tudi nekonsistentnost med števcem in imenovalcem, saj se pri izračunu celotnih sredstev podjetja pogosto ne odštejejo obveznosti kot vir financiranja teh

sredstev, ker ne prinašajo donosov, stroški financiranja teh sredstev pa so že upoštevani v izračunu čistega dobička. Zato se pogosto ROA izračunava kot razmerje med dobičkom iz poslovanja in celotnimi sredstvi podjetja.

4. Dobičkonosnost investicij (ROI, ang. Return On Investments) je razmerje med dobičkom iz poslovanja (pred plačilom obresti in davkov) in investiranim kapitalom. Dobiček iz poslovanja (pred plačilom obresti in davkov) izračunamo tako, da čistemu dobičku prištejemo obresti in davke ali pa kar iz izkaza poslovnega izida odčitamo računovodsko kategorijo dobiček iz poslovanja, ki je dovolj dober približek. Investirani kapital predstavljajo poslovna sredstva, ki jih podjetje potrebuje za poslovanje v osnovni dejavnosti. Sodilo ima naslednje pomanjkljivosti:
- ROI ne odraža interne stopnje donosnosti, ker se vrednost vloženih sredstev v bilanci stanja podjetje iz leta v leto zmanjšuje zaradi amortizacije. Vrednost vloženih sredstev lastnikov pa se z leti na zmanjšuje. Te pomanjkljivosti se ne more preseči niti v primeru upoštevanja povprečnega investiranega kapitala.
 - Tudi z ROI je možno kratkoročno manipulirati in dosegati kratkoročno boljše rezultate. Pogosto se to dogaja, kadar je ROI osnova za nagrajevanje managerjev.

Pomanjkljivost tradicionalnih konceptov presojanja uspešnosti poslovanja se torej pokaže, ko jih poskušamo uporabiti kot sodilo vrednosti za lastnika podjetja. Tradicionalni koncepti se v tem primeru niso izkazali kot uspešni, saj računovodske kategorije ne vsebujejo celotnih stroškov kapitala, tveganja in časovnih preferenc denarja.

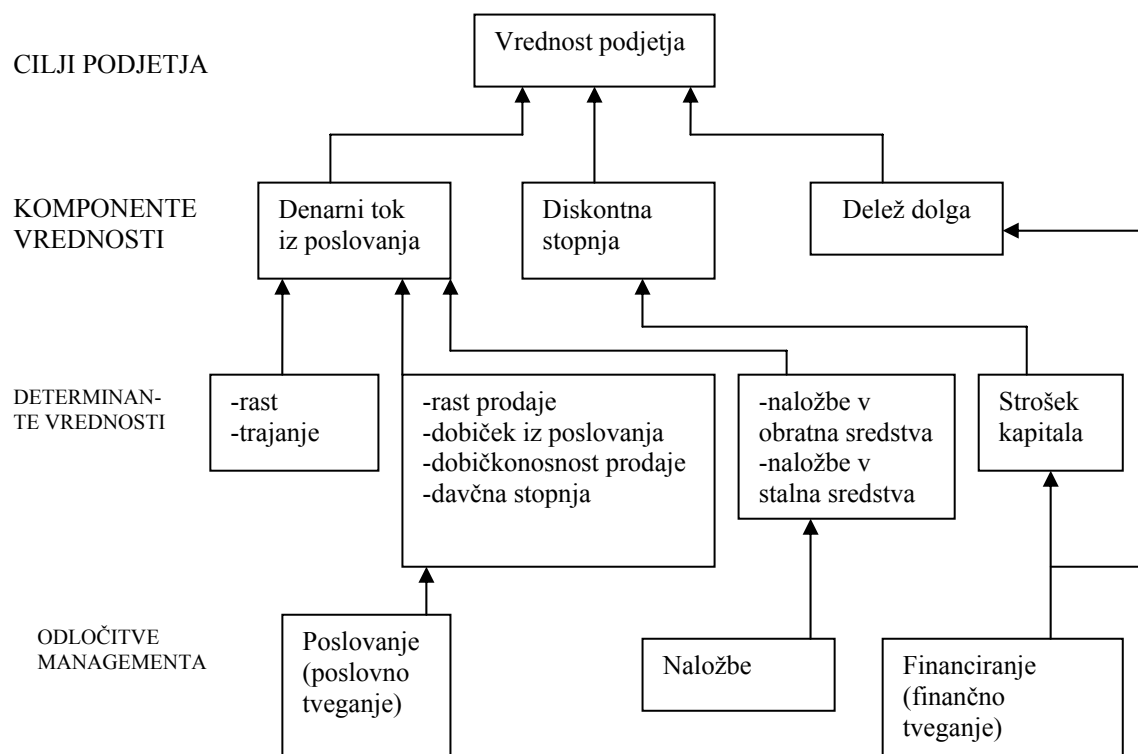
II. 3. Sodobni finančni koncepti presojanja uspešnosti podjetja

II. 3. 1. Vplivni dejavniki vrednosti

Na vrednost podjetja oziroma na vrednost katerekoli finančne naložbe vplivajo predvsem (Mramor, 1997, str. 72):

- pričakovani denarni donosi (čim večji bodo, večja je vrednost),
- časovna razporeditev denarnih donosov (čim prej v času nastopajo, tem večja je vrednost),
- tveganje, da denarni donosi ne bodo enaki pričakovanim (manjše tveganje pomeni večjo vrednost).

Dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja so razvidni iz Slike 1.



Slika 1: Rappaportov model vrednosti za delničarje (Barker, 2001, str. 202)

Rappaport je ponazoril model, ki temelji na različnih poslovnih odločitvah managerjev na več področjih znotraj podjetja. Kot je razvidno iz zgornje sheme je vrednost podjetja odvisna predvsem od:

- operativnih odločitev znotraj prodaje, ki vplivajo na rast prodaje in na dobičkonosnost prodaje,
- investicijskih odločitev, ki vplivajo na rast izdatkov v obratna in stalna sredstva,
- finančnih odločitev, ki vplivajo na strošek kapitala.

Determinante vrednosti vstopajo tudi v izračun vrednosti na osnovi modela diskontiranih denarnih tokov in posledično določajo vrednost lastniškega kapitala (Barker, 2001, str. 201).

Predstavljeni model vrednosti za delničarje lahko opazujemo iz treh različnih vidikov:

- iz modela je razvidna direktna povezava med odločitvami managementa in vrednostjo za delničarje, kar daje modelu uporabno vrednost,

- drugi vidik je vseobsegajoča narava modela, pri čemer se lahko vpliv vsake posamezne odločitve managementa direktno primerja s kriteriji maksimiranja vrednosti za delničarje,
- z ovrednotenjem modela se lahko načrtuje bodoče odločitve in se lahko izvaja primerjave podjetja s konkurenčnimi podjetji.

II. 3. 1. 1. Dobiček iz poslovanja po davkih

Eden od pomembnih podatkov o podjetju, ki določa vrednost podjetja je NOPAT (Net Operating Profit after Taxes). Je merilo uspešnosti managementa podjetja; določa znesek dobička, ki bi ga ustvarilo podjetje, če ne bi imelo nobenih dolgov in najetih posojil. Izračuna se s pomočjo naslednje formule (Brigham, 2004, str. 204):

$$\text{NOPAT} = \text{Dobiček iz poslovanja} * (1 - \text{davčna stopnja})$$

Je boljše merilo uspešnosti poslovanja za podjetja, ki izkoriščajo finančni vzvod kot čisti dobiček. NOPAT ne vključuje davčnih prihrankov, ki jih dosegajo zadolžena podjetja z izkoriščanjem davčnega štita.

Pogosto pa se pri izračunih vrednosti podjetja upošteva prilagojeni dobiček iz poslovanja po davkih (NOPLAT):

$$\text{NOPLAT} = \text{Dobiček iz poslovanja} - \text{prilagojeni znesek davka}$$

Za razliko od NOPAT-a, kjer se pri izračunu upošteva kar veljavna davčna stopnja davka od dobička, je pri izračunu NOPLAT-a večji poudarek na izračunu prilagojenega davka (Rumelt, 2000, str. 3):

Celotni davek od dobička po izkazu poslovnega izida
 +/- znesek odloženih davkov
 = dejanski obračunani (plačani) davek od dobička
 + davčni prihranek na obresti od dolga
 + davčni prihranek na obresti od operativnega lizinga

+ davčni prihranek na obresti od finančnega lizinga
= prilagojeni davek na dobiček iz poslovanja.

Pri izračunu davčnih prihrankov se upošteva veljavna davčna stopnja davka od dobička, ki se pomnoži z finančnimi odhodki iz naslova obresti iz izkaza poslovnega izida podjetja.

II. 3. 1. 2. Prosti denarni tok

Prosti denarni tok se deli na dve vrsti:

1. prosti denarni tok podjetja (Free Cash Flow to Firm),
2. prosti denarni tok za kapital (Free Cash Flow to Equity).

Prosti denarni tok podjetja je celoten prosti denarni tok za izplačilo investitorjem kapitala in posojilodajalcem, potem ko je podjetje izvedlo vsa potrebna vlaganja v stalna in obratna sredstva za nemoteno delovanje podjetja. Prosti denarni tok podjetja lahko management podjetja uporabi za dodatne investicije v širitev dejavnosti (Priest, 2007, str. 9). Podjetja praviloma ne morejo vzdrževati konstantne višine prostega denarnega toka, ker je potrebno amortizirana osnovna sredstva vsakih nekaj let nadomestiti. Prosti denarni tok torej ni v celoti razpoložljiv.

Čeprav je prosti denarni tok podjetja najbolj običajno merilo za investitorje podjetja, je hkrati tudi merilo za management podjetja, ki preko primerjave prostega denarnega toka in povprečnega stroška kapitala lahko izbira najboljše možnosti za ustvarjanje vrednosti za lastnike. Investitorji ne smejo biti pozorni le na kvantiteto in kvaliteto prostega denarnega toka podjetja, ampak tudi na način, kako ga management podjetja razvija (Priest, 2007, str. 20).

Da bi lahko izračunali prosti denarni tok podjetja moramo razpolagati z računovodskimi izkazi za določeno podjetje. Tako iz bilanc izračunamo naslednje podatke, ki jih bomo potrebovali za izračun prostega denarnega toka podjetja (ang. Free Cash Flow to Firm, FCFF):

1. dobiček iz poslovanja po davkih (ang. Net Operating Profit After Taxes, NOPAT)
2. amortizacija (ang. Depreciation, Amortization)

3. bruto investicije v stalna in gibljiva sredstva (ang. Gross Investment In Operating Capital) dobimo tako, da neto spremembi sredstev prištejemo amortizacijo.

Prosti denarni tok podjetja nato izračunamo z uporabo naslednjega izraza (Brigham, 2005, str.107):

$$\text{Prosti den.tok podj.} = (\text{Dobiček iz posl. po davkih} + \text{Amortizacija}) - \text{Inv. v poveč. sredstev}$$

Prosti denarni tok podjetja se lahko uporabi za naslednje namene:

1. plačilo obresti upnikom, pri čemer je potrebno upoštevati dejstvo, da obresti predstavljajo »davčni ščit« in za podjetje predstavljajo vedno neto strošek oziroma zmanjšujejo davčno osnovo,
2. odplačilo dolga upnikom,
3. izplačilo dividend,
4. odkup lastnih delnic,
5. nakup obveznic in ostalih vrednostnih papirjev.

Prosti denarni tok podjetja ni predviden za investicije v sredstva za poslovanje, saj so ti izdatki pri izračunu prostega denarnega toka že upoštevani. Investicije v sredstva za poslovanje omogočajo nadomeščanje iztrošenih in zastarelih osnovnih sredstev za ohranjanje obstoječega obsega dejavnosti podjetja in pa nove investicije, ki omogočajo rast dejavnosti podjetja. Sredstva za poslovanje so gibljiva in stalna sredstva, brez finančnih naložb. Pogosto podjetja, ki imajo visok prosti denarni tok, tega potrošijo za nepotrebne investicije, ki ne prinašajo nove vrednosti. Visok denarni tok torej lahko povzroči škodo, v kolikor ga managerji ne uporabijo v skladu z interesi investitorjev.

Prosti denarni tok podjetja ostane nespremenjen, ne glede na to, ali podjetje uporabi prosti denarni tok za izplačilo dividend ali plačilo obresti (izdatki) ali pa se dodatno zadolži ali proda obveznice (pritoki). Prost denarni tok podjetja predstavlja znesek, ki je na razpolago za razdelitev investitorjem in zato njegove ocenjene vrednosti v prihodnosti vplivajo na vrednost podjetja in s tem na ceno delnic.

Včasih imajo podjetja tudi negativen prosti denarni tok. V tem primeru podjetja potrebujejo dodatna sredstva za poslovanje; najpogosteje se dodatno zadolžujejo. Negativni denarni tok ni

nujno slab znak. Podjetje posluje slabo, če ima negativen neto dobiček iz poslovanja po davkih. Pogosto imajo dobro poslujoča podjetja negativen prosti denarni tok, ker zelo veliko investirajo v poslovna sredstva za rast podjetja. Pomembno je, da rast prinaša v naslednjih letih denarni tok.

Prosti denarni tok za kapital (FCFE) je prosti denarni tok, ki ostane po odplačilu vseh finančnih obveznosti in pripada vlagateljem lastniškega kapitala. Je merilo za investitorje, koliko prostega denarnega toka je razpoložljivega za izplačilo investitorjem lastniškega kapitala (Damodaran, 2002a, str. 1)

Za izračun prostega denarnega toka za kapital lahko izhajamo iz prostega denarnega toka podjetja od katerega odštejemo poplačila finančnih obveznosti in prištejemo znesek najetih posojil. V primeru izkoriščanja finančnega vzvoda je običajno stopnja rasti prostega denarnega toka za kapital večja od stopnje rasti prostega denarnega toka za podjetje (Damodaran, 2002b, str. 1).

Izračun prostega denarnega toka za kapital (Damodaran, 2002a, str. 1):

- Dobiček iz poslovanja po davkih (NOPAT)
- + nedenarni stroški (amortizacija, povečanje dolgoročnih rezervacij)
- naložbe v osnovna sredstva
- vlaganja v obratni kapital
- = prosti denarni tok podjetja
- obresti po davkih
- + novo najeta posojila
- odplačila posojil
- = prosti denarni tok za navadni kapital.

II. 3. 1. 3. Pričakovana stopnja donosa

Pričakovano oziroma zahtevano donosnost lastniškega kapitala imenujemo tudi strošek lastniškega kapitala. Z njo diskontiramo prihodnje denarne tokove, s čemer njihovo bodočo

vrednost prevedemo na sedanjo vrednost ter tako pridemo do sedanje vrednosti lastniškega kapitala.

Pričakovan donos na investirani kapital pomeni pričakovano vrednost vseh prihodnjih donosov (Brigham, 2004, str.66). Pričakovana stopnja donosa je razmerje med sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih donosov in sedanjo vrednostjo vloženega kapitala (Brigham, 2004, str.28).

Tveganje, da prihodnost ne bo enaka našim pričakovanjem, je v povprečju drugi najpomembnejši element vrednosti podjetja ali delnic (Mramor, 1997, str. 77). V nestabilnih gospodarskih razmerah je tveganje velikokrat najpomembnejši element vrednosti. Nasprotno pa je v razmerah gotovosti pričakovani prihodnji donos naložbe vedno enak dejanskemu donosu. V praksi obstaja izredno malo naložb, za katere bi to veljalo (razen za državne obveznice nekaterih gospodarsko najstabilnejših držav); za vse ostale naložbe pa bolj ali manj velja, da so dejanski prihodnji donosi negotovi in lahko zavzamejo različne vrednosti.

Investitorji običajno niso naklonjeni tveganju. Posamezne naložbe dosegajo tem višje cene, čim večja je verjetnost, da bodo njihovi prihodnji pričakovani donosi enaki dejanskim. Če so ostali dejavniki, ki določajo vrednost delnic izenačeni, bodo investitorji med dvema naložbama vedno izbrali tisto, ki bo imela:

- pri enakem pričakovanem donosu manjše tveganje ali pa
- pri enakem tveganju večji pričakovani donos.

Taka naložba bo zato dosegla višjo ceno (Mramor, 1997, str. 77).

V praksi se najpogosteje upošteva tveganje v zahtevani stopnji donosa – čim večje tveganje, tem višja bo zahtevana stopnja donosa, s tem pa bo nižja tudi sedanja vrednost podjetja (Brigham et al., 1999, str. 168). Teoretično lahko podjetje raste samo v primeru, ko donosnost dolgoročnih naložb podjetja preseže stroške kapitala oziroma zahtevano donosnost na kapital podjetja.

II. 3. 1. 3. 1. CAPM model izračuna pričakovane stopnje donosa

Med analitiki, investitorji in podjetji je najbolj razširjena uporaba modela CAPM (ang. Capital Asset Pricing Model) (Brigham, 2004, str. 64). Teorija temelji na spoznanju, da na delujočem trgu vrednostnih papirjev prevladujejo investitorji, ki so nenaklonjeni tveganju in da so zato pripravljeni prevzeti dodatno tveganje le, če lahko upravičeno pričakujejo višjo stopnjo donosa. Model CAPM temelji na povezavi med tveganjem donosa obveznic in pričakovano stopnjo donosa, ki je sorazmerna dodatnemu tveganju, kateremu je izpostavljen vlagatelj (Brigham, 2004, str. 83).

Po modelu CAPM je zahtevana stopnja donosa (r_i) enaka vsoti netvegane stopnje donosa (r_f) in premije za tveganje $((r_m - r_f) \cdot \beta)$ (Brigham, 2004, str. 88):

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

Premija za tveganje predstavlja premijo za tveganje posamezne naložbe, izraženo v dodatni zahtevani donosnosti. V tem modelu se za izračun premije za tveganje uporablja koeficient β , ker je njegova uporaba relativno enostavna. Premija za tveganje se tako izračuna kot produkt β posameznega vrednostnega papirja in tržne premije za tveganje, ki je razlika med tržno stopnjo donosa in netvegano stopnjo donosa.

V modelu nastopajo tri spremenljivke, ki jih moramo izračunati oz. poiskati (Brigham, 2004, str. 58):

- Netvegano stopnjo donosa (r_f) najbolje predstavlja donosnost dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev (U.S. Treasury bonds).
- Prihodnja zahtevana donosnost premoženja (r_m), ki se izračunava kot povprečje iz zahtevane donosnosti portfelja vseh delnic na določenem trgu in predstavlja zahtevano donosnost povprečne delnice.
- Tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$) je dodaten donos, ki ga zahtevajo vlagatelji nad netvegano stopnjo donosa, ker z investiranjem prevzemajo dodatno, povprečno tržno tveganje.
- β , ki je merilo tržnega tveganja posamezne delnice in izraža stopnjo spremenljivosti donosov posamezne delnice glede na povprečne donose vseh delnic na

trgu (Brigham, 2004, str. 66). Beta se izračuna iz podatkov o preteklih gibanjih vrednosti opazovane delnice v primerjavi z gibanjem vseh delnic na borzi. Če ima vrednostni papir beto natanko 1, to pomeni, da je donos tega vrednostnega papirja enak tržni donosnosti in se njegova vrednost giblje vedno enako kot povprečna vrednost donosov ostalih vrednostnih papirjev na borzi. Vrednostni papirji, katerih vrednost donosov je bolj spremenljiva, imajo beto večjo od 1. Večina vrednostnih papirjev ima beto v intervalu od 0,5 do 1,5 (Brigham, 2004, str. 51).

Za model CAPM je značilno, da ovrednoti povezanost med tveganjem in donosom tako, da je zahtevana stopnja donosa višja za vrednostne papirje z večjim tveganjem in večjo nagnjenostjo k spremembi njegove tržne cene na borzi (Johnson, 1999, str. 154).

II. 3. 1. 3. 1. 1. Beta koeficient

Beta koeficient posameznega vrednostnega papirja se izračuna iz odstopanj njegovih preteklih donosnosti od donosnosti portfelja vseh vrednostnih papirjev na določenem trgu, ki je natanko ena. Beta je merilo tveganosti posameznega vrednostnega papirja v primerjavi s tveganostjo portfelja vseh vrednostnih papirjev na določenem trgu (Brigham, 2004, str. 48).

Beta delnic podjetja odraža tveganje dejavnosti, s katero se podjetje ukvarja. Beta delnic podjetja, ki ne izkorišča finančnega vzvoda in je v celoti financirano z lastniškim kapitalom, je nižja od bete delnic podjetja, ki se financira tudi z najetimi posojili. Če podjetje financira svojo dejavnost tudi z najetimi posojili in izkorišča finančni vzvod, se beta podjetja poveča še za premijo za tveganje zaradi financiranja.

Beto za delnice podjetja, ki izkorišča finančni vzvod izračunamo s pomočjo Hamada formule (Brigham, 2004, str. 505):

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1-T) D/E]$$

β_Lbeta podjetja, ki izkorišča finančni vzvod

β_Ubeta podjetja, ki je v celoti financirano z lastniškim kapitalom

D/E.....razmerje med tržno vrednostjo dolga in lastniškega kapitala

T.....stopnja davka na dobiček

Pretekla beta, ki je objavljena za določeno podjetje predstavlja beto za zadolženo podjetje in vsebuje premijo za poslovno in finančno tveganje. Da bi ugotovili delež bete, ki odpade na poslovno tveganje, je potrebno najprej izračunati beto za nezadolženo podjetje z upoštevanjem razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom s pomočjo naslednje formule (Brigham, 2004, str. 506):

$$\beta_U = \beta_L / [1 + (1-T) D/E]$$

Če se razmerje med dolgom in kapitalom bistveno spremeni ali pa se spremeni davčna stopnja obdavčitve dobička, je potrebno ponovno izračunati novo beto za zadolženo podjetje iz bete, ki bi veljala za nezadolženo podjetje.

II. 3. 1. 3. 2. Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala

Podjetje je lahko financirano v celoti z lastniškim kapitalom ali pa z več različnimi vrstami kapitala in dolžniškim kapitalom. Vsak investitor pričakuje za vloženi kapital določeno stopnjo donosa (Brigham, 2004, str. 296). Če bi se podjetje v celoti financiralo z navadnim lastniškim kapitalom, bi bil strošek kapitala enak zahtevani stopnji donosa na navadni lastniški kapital. Večina podjetij uporablja več različnih oblik kapitala, ki pa imajo, zaradi različne tveganosti, vsaka različno zahtevano stopnjo donosa. Za izračun stroška celotnega kapitala podjetja (lastniškega in dolžniškega) se zato uporablja tehtano povprečje stroškov kapitala (Brigham, 2004, str. 296).

Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala (ang. Weighted Average Cost of Capital, WACC) je skupek stroškov posameznih sestavin celotnega kapitala podjetja (kapital in najeta posojila), pri čemer vsako od teh obtežimo z njenim deležem v sestavi celotnega kapitala (w), opredeljenim s tržno vrednostjo (donosnostjo) posamezne sestavine (k) (Praznik, 2004, str. 52):

$$WACC = w_d k_d (1-T) + w_s k_s$$

Strošek dolga pred obdavčitvijo (k_d) zmanjšamo za davčno stopnjo, saj predstavljajo obresti davčni ščit. Za zadolženo podjetje pomeni davčni ščit dodatni denarni tok (v obliki davčnih prihrankov). Vrednost davčnega ščita pripada delničarjem v zadolženem podjetju (Antunović, 1999, str. 216).

Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala (WACC) predstavlja strošek vsakega novega, dodatnega kapitala, ne pa povprečje stroškov celotnega kapitala, najetega v preteklosti. Tehtano povprečje stroškov kapitala se uporablja za diskontiranje bodočih denarnih tokov in zato se za izračunavanje tehtanega povprečja stroška celotnega kapitala upošteva strošek posamezne vrste novega kapitala, ki bo investiran (Brigham, 2004, str. 311).

Delež (utež) posamezne sestavine kapitala lahko izračunavamo (Brigham, 2004, str. 311) :

- po knjigovodskih vrednostih iz bilance stanja,
- tržnih vrednostih posameznih sestavin kapitala,
- ciljnih deležih posamezne sestavine, za katere se predpostavlja, da predstavljajo optimalno strukturo kapitala podjetja.

Najbolj pravilni so deleži (uteži), ki temeljijo na ciljnih optimalnih deležih posamezne sestavine v strukturi kapitala, ker najbolje odražajo razmerje med viri celotnega kapitala tudi v prihodnosti (Brigham, 2004, str. 311).

Tehtano povprečje stroškov vseh virov za financiranje projekta je primerno sodilo za presojanje sprejemljivosti posameznega projekta, ker ta stopnja donosa povrne zahtevan donos vsem vlagateljem, tudi posojilodajalcem. Projekti z večjim tveganjem vedno zahtevajo višjo zahtevano stopnjo donosa.

Dejavniki, ki vplivajo na tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala so:

1. Tržne obrestne mere: kadar so tržne obrestne mere relativno visoke, bo tudi zahtevana stopnja donosa posameznih projektov relativno visoka. Nasprotno bo pri nižjih tržnih obrestnih merah zahtevana stopnja donosa nižja.
2. Tveganje je povezano z dejavnostjo podjetja: negotovostjo bodočih denarnih tokov, prodajnih trgov, nabavnih trgov za surovine in materiale in podobno.
3. Pogoji na finančnem trgu: dolgoročni projekti se morajo financirati z dolgoročnimi viri. Kadar je na borzi povpraševanje po delnicah skromno, se podjetjem ne splača

izdajati novih delnic, ker je cena delnic nizka in posledično zahtevana stopnja donosa na kapital visoka. Kadar so obrestne mere visoke, se podjetju ne splača najemati dodatnih posojil za financiranje projektov, ker bo imelo visoke stroške financiranja. Pogoji na finančnem trgu pa ne vplivajo samo na obdobje, ko se podjetje zadolžuje, ampak tudi na sestavo virov financiranja.

Zmotno je prepričanje, da podjetje lahko z zadolževanjem znižuje svoje tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala, ker se za razliko poveča zahtevana stopnja donosa na lastniški kapital. Tveganje vlagateljev lastniškega kapitala se poveča zaradi višjih obveznosti do posojilodalcev, ki imajo prednostno pravico poplačila pred lastniki podjetja in s tem je tveganje nepoplačila vlagateljev lastnega kapitala večje (Brigham, 2004, str. 487).

Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala, ki temelji na tržnih vrednostih kapitala, je najboljša metoda za izračun stroška kapitala podjetja. Ta se lahko uporablja pri presojanju posameznih projektov, za izračun neto sedanje vrednosti projektov ter za primerjavo internih stopenj donosa raznih projektov (Johnson, 1999, str. 89).

II. 3. 1. 3. Končna vrednost

Večina naložb v lastniški kapital se obravnava, kot da trajajo teoretično v neskončnost. Zato je smiselno, da se pripravi napoved denarnega toka za omejeno obdobje v prihodnosti, ki predstavlja možnost predvidevanja (običajno od treh do desetih let). Donose preko opredeljenega obdobja napovedi pa se določi z izračunom preostale vrednosti (ang. terminal value, continuing value) (Brigham, 2004, str.361).

Za določanje preostale vrednosti se lahko uporabi naslednje metode (Praznik, 2004, str. 73):

1. Če ima naložba omejen rok trajanja, potem se lahko za izračun preostale vrednosti uporabi metoda likvidacije, pri čemer je likvidacijska vrednost ob koncu dobe trajanja preostala vrednost,
2. Tržnih mnogokratnikov, kot so npr. mnogokratnik cena/donos, mnogokratnik tržna vrednost celotnega kapitala/dobiček pred obrestmi oz. davki in podobno; slabosti te metode so, da meša na donosu zasnovan način z načinom tržnih primerjav in običajno

predstavlja preostala vrednost prevelik delež v sedanji vrednosti ter zahteva opredelitev pričakovanih tržnih mnogokratnikov, kar pa je zelo težko napovedati.

3. Metoda kapitalizacije je najpogosteje uporabljena metoda, ki temelji na Gordonovem modelu enakomerne rasti.

Metoda kapitalizacije je v bistvu skrajšana različica metode diskontiranja in se od nje razlikuje v tem, da ne temelji na projekciji vsakoletnih donosov, ampak na normaliziranem letnem donosu, ki bo naraščal ali padal po neki povprečni stopnji v teoretično neskončnost.

Osnova za uporabo metode kapitalizacije so donosi oz. prosti denarni tok, razpoložljiv za vse naložbenike (potem, ko upoštevamo davčni ščit pri stroških najetih posojil). Diskontna stopnja mora izražati tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), od katerega odštejemo stopnjo rasti po naslednji formuli:

$$\text{Diskontna stopnja} = \text{WACC} - \text{stopnja rasti (g)}$$

Ker pa se pri večini podjetij pričakuje, da bo donos za lastnike in ostale naložbenike naraščal, se za izračun sedanje vrednosti donosov, ko teh ne moremo več natanko predvideti, uporablja Gordonov model rasti:

$$\text{Končna vrednost} = \frac{\text{NDT}_0(1+g)^1}{(1+\text{WACC})^1} + \frac{\text{NDT}_0(1+g)^2}{(1+\text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{NDT}_0(1+g)^n}{(1+\text{WACC})^n}$$

Ali skrajšano:

$$\text{Končna vrednost} = \frac{\text{NDT}_0(1+g)}{\text{WACC}-g}$$

Pri uporabi Gordonovega modela rasti je pomembno, da pravilno ocenimo rast prostih denarnih tokov po obdobju natančne napovedi denarnih tokov. Neto denarni tok (NDT_0) mora predstavljati normaliziran denarni tok leta, ki je pred datumom ocenjevanja končne vrednosti. Za tako opredeljen denarni tok predpostavljamo, da bo naraščal z neko stabilno stopnjo rasti. Neto denarni tok torej ne izraža dejansko doseženega denarnega toka v tem letu, pač pa

utegne biti rezultat določenih prilagoditev, s katerimi dejanski denarni tok pretvorimo v normalizirani denarni tok. Avtomatično, brez kritične analize sprejet dejansko doseženi denarni tok kot osnova za rast po stabilni stopnji rasti je ena od pogostih napak, ki jih delajo ocenjevalci pri uporabi Gordonovega modela rasti (Praznik, 2004, str. 80).

Ključna razlika med metodo kapitalizacije (Gordonov model rasti) in diskontiranjem prihodnjih denarnih tokov je v tem, da je pri metodi diskontiranja vsak posamezni prihodnji prosti denarni tok in prikazan v števcu formule. Pri metodi kapitalizacije pa so spremembe v prihodnosti zajete v obliki povprečne letne stopnje rasti prihodnjih denarnih tokov, ki jo nato v imenovalcu odštejemo od tehtanega povprečja stroškov kapitala.

II. 3. 2. Model diskontiranega denarnega toka

Model temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa. V ekonomski teoriji je metoda diskontiranja najprimernejši način ocenjevanja vrednosti vsake naložbe. Metoda zahteva:

- projekcijo zneskov pričakovanih donosov v določenih časovnih intervalih,
- diskontno mero, ki izraža strošek kapitala.

Čeprav je model diskontiranega denarnega toka teoretično najustreznejši, je njegova uporaba v praksi problematična iz naslednjih razlogov (Praznik, 2004, str. 69):

- (ne)zanesljivost napovedanih donosov,
- odločitev o ustreznem številu let napovedi, preden se oceni preostalo vrednost,
- negotovost glede izbire metode izračuna prostega denarnega toka,
- izbira diskontne mere,
- ali predvideti donos na koncu vsakega leta ali pogosteje.

Vrednost sredstva je funkcija denarnega toka, ki ga to sredstvo ustvarja, življenjske dobe sredstva, pričakovane rasti denarnih tokov in tveganja, ki je povezano s temi denarnimi tokovi. Če predpostavimo, da je podjetje sestavljeno iz več sredstev, potem je možno z modelom diskontiranega denarnega toka izračunati poslovno vrednost podjetja. Denarne

tokove podjetja diskontiramo z diskontnim faktorjem, ki odraža tveganje vseh sredstev podjetja.

Vrednotenje podjetja na osnovi diskontiranja denarnih tokov predpostavlja trajni obstoj podjetja. Sredstva podjetja nimajo določene življenjske dobe, zato je potrebno denarne tokove podjetja napovedati zelo daleč v prihodnost. Za potrebe vrednotenja podjetja razdelimo prihodnost podjetja na obdobje treh do petih let, za katera lahko razmeroma natančno izračunamo oziroma napovemo prosti denarni tok in na preostalo obdobje, za katerega prosti denarni tok ocenimo s konstantno stopnjo rasti. Diskontirani prosti denarni tok preostalega obdobja se imenuje končna vrednost sredstva.

Prosti denarni tok lahko izračunamo na več različnih načinov in sicer kot:

- denarni tok po plačilu davkov in vseh investicij podjetja, kar predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja,
- denarni tok, zmanjšan za stroške obresti, izplačila dividend in dela izdatkov za investicije,
- presežek denarnega toka nad tistim, ki je potreben za financiranje vseh projektov podjetja, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost.

Ključni podatek za vrednotenje z diskontiranjem prostega denarnega toka je pričakovana rast prilagojenega dobička iz poslovanja (NOPLAT) in s tem rast podjetja. Investirani kapital podjetja je opredeljen kot vrednost sredstev, s katerimi podjetje opravlja svojo osnovno dejavnost. Zato od sredstev v bilanci stanja odštejemo dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva, ki niso potrebni za opravljanje osnovne dejavnosti in jih obravnavamo kot neoperativni kapital podjetja.

Tako stopnja reinvestiranja kot donosnost investiranega kapitala morata odražati vrednosti, ki jih pričakujemo v prihodnosti. Donosnost investiranega kapitala pogosto ocenjujejo na osnovi knjižnih vrednosti. Običajno se predpostavlja, da je tako izračunana donosnost investiranega kapitala dober približek donosa, realiziranega z obstoječimi sredstvi podjetja in tudi dobra osnova za napoved donosnosti investicij podjetja v prihodnosti.

II. 3. 3. Model ekonomske dodane vrednosti

Ekonomska dodana vrednost (ang. economic value added, EVA) je sodilo, ki v denarju izraža dodano vrednost, ki jo ustvari podjetje:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

ROIC = donos na vloženi kapital

WACC = zahtevana stopnja donosa vseh virov financiranja

IC = investirani kapital

Razlika med donosom na vloženi kapital (ROIC) in zahtevano stopnjo donosa vseh virov (WACC) predstavlja presežno donosnost. Pomnožimo ga s knjigovodsko ugotovljenim investiranim kapitalom v osnovno dejavnost podjetja in dobimo ekonomsko dodano vrednost. Ekonomsko dodano vrednost pa lahko izračunamo tudi s pomočjo naslednje formule:

$$EVA = NOPLAT - WACC * IC$$

NOPLAT = prilagojeni dobiček iz poslovanja

WACC = zahtevana stopnja donosa vseh virov financiranja

IC = investirani kapital

Pri izračunavanju IC in NOPLAT za potrebe izračunavanja ekonomske dodane vrednosti pa je potrebno računovodske informacije iz računovodskih izkazov nekoliko popraviti. Najpomembnejši popravki se nanašajo na obravnavanje stroškov raziskav in razvoja, strateških investicij, pripojitvev, stroškov prestrukturiranja, upoštevanje odloženih davkov in amortizacije sredstev (Stern, 2003, str.26). Vse potrebne popravke lahko strnemo v štiri vsebinske sklope:

1. upoštevati je potrebno vse poslovne stroške, katerih namen je ustvarjanje koristi v prihodnosti in so dejansko investicije (npr. stroški raziskav in razvoja, v podjetju ustvarjene blagovne znamke in podobno),
2. upoštevati je potrebno vse poslovne stroške, ki so dejansko stroški financiranja (npr. oportunitetni strošek presežnih obratnih sredstev),

3. izločiti je potrebno vse postavke, ki nižajo knjižno vrednost investiranega kapitala, čeprav se ta dejansko ne spreminja,
4. upoštevati je potrebno vse postavke, ki vplivajo na knjižno vrednost investiranega kapitala, vendar zaradi usmeritev računovodskih standardov na investirani kapital ne vplivajo.

Investicije so opredeljene kot izdatki, ki naj bi prinašali koristi v prihodnosti. Običajno pa pod pojmom investicije smatramo le izdatke za stalna sredstva podjetja. Zagovorniki modela EVA predlagajo, da se kot investicije štejejo tudi vsi poslovni stroški, ki imajo namen ustvarjanja koristi v prihodnosti in so torej, glede na to lastnost, po svoji naravi investicije. Primer so (Stern, 2003, str. 26):

1. Izdatki, ki jih podjetje namenja za raziskave in razvoj. Samoumevno je, da so investicije v raziskave in razvoj v nekaterih podjetjih (npr. farmacevtskih, informatika) zagotovo bolj dolgoročne investicije, kot pa stroški. Izdatke v raziskave in razvoj bi v teh podjetjih morali obravnavati kot dolgoročne investicije, vendar pa mednarodni standardi tega ne dovoljujejo.
2. Izdatki za oglaševanje, promocijo in trženje, ki imajo krajšo življenjsko dobo kot izdatki za raziskave in razvoj, so pa prav tako naložba, ki povečuje vrednost lastnikom na dolgi rok v obliki novih izdelkov in blagovnih znamk.
3. Usposabljanje in razvoj zaposlenih.

Za potrebe izračuna ekonomske dodane vrednosti zgoraj navedene stroške izločimo iz izračuna NOPLAT in jih prikažemo kot investicijo v sredstvo za raziskave in razvoj, ki ga potem v skladu s predvideno življenjsko dobo, amortiziramo. Če zgornje izdatke obravnavamo kot investicije, ima to velik vpliv na donosnost investiranega kapitala (ROIC) in NOPLAT.

Ekonomska dodana vrednost bo narasla, če:

1. naraste NOPLAT (neto dobiček iz poslovanja po davkih in prilagoditvi nekaterih računovodskih kategorij):
 - če se znižajo izdatki poslovanja ali
 - povečajo bruto prihodki za več, kot so se povečali izdatki.
2. se zmanjša poraba sredstev (kratkoročni vidik).

Na dolgi rok je rast ekonomske dodane vrednosti posledica rasti poslovanja in prevzemanja novega posla, vse s primernim nadzorom nad porabo kapitala. Model EVA omogoča preusmeritev pozornosti na presežno dodano vrednost oziroma opozarja na dejstvo, da ni pomembno, koliko dobička realizira podjetje, ampak koliko presežnega dobička realizira. To je dobička, ki je nad stroški financiranja. Uporaba absolutnega namesto odstotnega sodila ekonomske dodane vrednosti omogoča boljši vpogled v projekte, ki prispevajo k ustvarjanju vrednosti podjetja. Podjetje mora realizirati vse projekte, ki zagotavljajo donose, ki so večji od stroškov financiranja, ne glede na to, da so nekateri bolj, nekateri pa manj donosni, saj maksimiranje ekonomske dodane vrednosti pomeni tudi maksimiranje vrednosti podjetja. Hkrati pa EVA razkrije projekte, pri katerih investirani kapital ne prinaša dodane vrednosti nad zahtevano stopnjo donosa (Barker, 2001, str. 188).

II. 3. 4. Model denarnega toka dobičkonosnosti naložbe

Model CFROI (ang. Cash flow return on investment) je merilo uspešnosti poslovanja podjetja, ki ga je razvilo podjetje Holt Value and Associates. Temelji na predpostavki, da se lahko predstavi celotno podjetje kot projekt, ki skozi svojo življenjsko dobo dosega na eni strani denarne pritoke, na drugi strani pa denarne odtoke za investicije (Subramanian, Bernstein, 2003, str. 2). Model obravnava podjetje kot skupek projektov, ki imajo različno donosnost. Iz donosnosti vseh projektov v podjetju se lahko izračuna povprečna stopnja donosa podjetja kot enega samega projekta. Vsak projekt je sestavljen iz začetnega izdatka in posameznih obdobjnih denarnih tokov. V zadnjem obdobju se poleg obdobjnega denarnega toka sprosti še celotna vrednost obratnih sredstev. Ekonomsko uspešnost takšnega projekta določa interna stopnja donosa projekta.

Model denarnega toka od investicij je modificirana verzija modela interne stopnje donosa, s tem, da upošteva celotne investicije v sredstva podjetja in končno življenjsko dobo teh sredstev. Vrednost podjetja bo rasla, če bo razlika med CFROI in stroškom kapitala pozitivna. Model CFROI predpostavlja, da na podjetje gledamo kot na portfelj različnih projektov, ki se med seboj prepletajo. Donosnost posameznih projektov podjetja sicer ni mogoče določiti, na voljo pa so nam bilance podjetja, ki vsebujejo agregatne podatke vseh poslovnih aktivnosti podjetja.

Izračun CFROI zahteva štiri vhodne podatke (Barker, 2001, str.211):

- vrednost začetne investicije v sredstva podjetja (ang. Gross investment, GI),
- obdobjne denarne tokove, ki jih generira sredstvo (ang. Gross Cash Flow, GCF)
- življenjsko dobo sredstev (n)
- preostalo vrednost sredstev na koncu življenjske dobe (ang. Expected value of the assets, SV); običajno so to zemljišča, osnovna sredstva v gradnji in izdelavi in ostala osnovna sredstva, ki se ne amortizirajo ter obratna sredstva.

Model CFROI temelji na modelu interne stopnje donosa. CFROI je tista interna stopnja donosnosti, ki izenači začetno investicijo z obdobjnimi denarnimi tokovi in sproščeno vrednostjo sredstev v prihodnosti:

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

GIzačetna investicija v sredstva podjetja

SV.....preostala vrednost sredstev na koncu življenjske dobe

GCF_t.....obdobni denarni tokovi

n.....življenjska doba

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

CFROI model se od modela interne stopnje donosa (ang. internal rate of return, IRR) razlikuje v tem, da predpostavlja vrednost napovedanega denarnega toka v času življenjske dobe podjetja kot portfelja projektov, interna stopnja donosa pa posameznega projekta. Zato se pri uporabi modela CFROI lahko zgodi, da se podcenjujejo investicije, ki imajo potencial rasti v prihodnosti. Razlika je tudi v tem, da metoda interne stopnje donosa upošteva izključno napovedane denarne tokove določene investicije, medtem ko CFROI upošteva tudi investicije v nova sredstva in pa investicije v obstoječa sredstva s katerimi podjetje ohranja določen obseg poslovanja. Posledice te razlike so zelo pomembne, saj v primeru, ko CFROI podjetja presega strošek kapitala, to še ne pomeni, da podjetje povečuje svojo vrednost, saj če se investira v projekte, ki imajo interno stopnjo donosa (IRR) manjšo od stroška kapitala, podjetje zmanjšuje svojo vrednost.

V primeru omejenega obsega kapitala podjetja se je model CFROI izkazal kot najboljše sodilo. Ker predpostavlja končno življenjsko dobo sredstev, odpade potreba po izračunavanju končne vrednosti podjetja in sprejemanju predpostavk o podjetju v zelo oddaljeni prihodnosti. Model CFROI je primernejši za uporabo na najvišjih ravneh vodenja podjetja.

Model CFROI se lahko uporabi tudi za izračunavanje vrednosti podjetja, če v imenovalcu CFROI kot interno stopnjo donosa nadomestimo z diskontnim faktorjem.

Postopek izračuna vrednosti podjetja (ang. Total Firm Warranted Value) z modelom CFROI lahko povzamemo v petih točkah:

1. izračun življenjske dobe sredstev,
2. napoved bruto denarnega toka v prihodnosti,
3. napoved investicij v prihodnosti,
4. izračun neto denarnih tokov (ang. Net Cash Receipts, NCR) in njihovo diskontiranje v sedanost s stroškom kapitala,
5. izračun preostale vrednosti sredstev in njeno diskontiranje v sedanost s stroškom kapitala.

$$\text{Vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Neto denarni tok (NCR)}_t}{(1 + \text{diskontni faktor}_t)^t} + \frac{\text{Končna vrednost}}{(1 + \text{diskontni faktor}_t)^t}$$

Če se diskontira denarni tok podjetja, ki pripada dolžniškemu in lastniškemu kapitalu, se v imenovalcu kot diskontni faktor uporabi tehtano povprečje celotnega kapitala. Od izračunane vrednosti podjetja se nato odštejee dolgove in izračuna vrednost lastniškega kapitala (Madden, 2004, str. 16).

II. 4. Nefinančni koncepti uspešnosti poslovanja podjetij

Vrednost podjetja narašča takrat, ko je donos na vložena sredstva večji od stroška kapitala. Da bi vrednost podjetja naraščala, se v podjetju pogosto uporabljajo poslovni modeli, kot so:

1. Uravnoteženi sistem kazalnikov (ang. Balanced Scorecard, BSC) je poslovni model za globalno konkurenčnost in vključuje vse najpomembnejše sisteme, procese, aktivnosti, strateške usmeritve, glavne dejavnike uspeha v podjetju, vrednost za kupce, strateška delovna mesta in druge bistvene dejavnike uspešnosti podjetja. Model izhaja iz natančno določene ciljne skupine kupcev podjetja in načrtno izbrane vrednosti, ki jo podjetje tem kupcem zagotavlja. V okviru poslovnega modela ne gre samo za opredelitev strategije podjetja, ki je praviloma usmerjena navzven in predvsem pozicionira podjetje glede na konkurenco. Poslovni model je le delno usmerjen navzven, večji del poslovnega modela pa je usmerjen v notranjost podjetja. BSC je managerski sistem, ki usmerja energijo, sposobnosti in znanja ljudi v podjetju k doseganju dolgoročnih strateških ciljev, kar je veliko več kot zgolj merilni sistem uspešnosti poslovanja podjetja. S svojo jasno začrtano usmerjenostjo na izpolnjevanje najpomembnejše naloge managementa – udejanjanje strategije je koncept zaobjel vse ključne vidike upravljanja in poslovanja, poslovno filozofijo in nov pristop v komunikaciji. Gonilo delovanja sistema je postavitve konkurenčne strategije, imeti zaposlene, ki jo razumejo in jim je jasna vloga pri njeni uresničitvi, ter alokacija virov na tiste aktivnosti, ki vodijo k uresničevanju ciljev (Kaplan, 2000, str. 4).

Ko je poslovni model določen, je drugi korak analiza poslovnega modela. V tej fazi je potrebno ugotoviti, kateri elementi poslovnega modela najbolj vplivajo na dobiček. Analiza poslovnega modela lahko podjetje opozori na strukturno nekonkurenčnost že nekaj let prej, kot to pokažejo finančni rezultati. Za analizo poslovnega modela ni enotnega sistema, ampak si mora analizo prilagoditi podjetje samo.

Potem ko je podjetje uspešno opredelilo poslovni model, lahko z uporabo uravnoteženega sistema kazalnikov prenovi krovni sistem vodenja. Slednji se je izkazal kot izredno uporabno orodje za izdelavo dolgoročnega, celovitega in merljivega akcijskega načrta za preobrazbo poslovnega modela. Zato imajo sodobni koncepti vodenja podjetij dve ključni osi. Na eni osi se poglobljeno določi globalno konkurenčen poslovni model, na drugi osi pa se določijo ključni sistemi, koncepti in metode vodenja, preko katerih bo podjetje v praksi udejanjilo željeni poslovni model.

Dosedanje izkušnje slovenskih podjetij kažejo, da lahko podjetja najhitrejši preskok dosežejo z močno poglobitvijo strategije do ravni poslovnega modela in natančnim določanjem vrednosti, ki jo podjetje zagotavlja ciljnim kupcem. Na podlagi strategije in poslovnega

modela nato podjetja izdelajo sistem uravnoteženih kazalnikov, s katerim strategijo pretočijo v jasne in merljive cilje poslovnih funkcij, programskih enot in oddelkov. Strategijo in uravnoteženi sistem kazalnikov je potrebno nadgraditi še s triletnim poslovnim načrtom, v katerem cilji izhajajo iz globalnega benchmarkinga. Ob ključnih ciljih poslovnega načrta in uravnoteženemu sistemu kazalnikov je potrebno uveljaviti spodbuden sistem nagrajevanja s čim višjim spremenljivim delom. Uresničevanje strategije je treba podkrepiti s strategijo upravljanja človeških virov, vzpostavitev ključnih sistemov vodenja, kadrovskimi uravnoteženimi kazalniki in sistematičnim upravljanjem tveganj. Uravnoteženi sistem kazalnikov omogoča upravljanje vseh neotipljivih virov v podjetju, kot so človeški viri, kupci, dobavitelji in notranji procesi oziroma organizacija podjetja (Ložar, 2003, str. 8).

2. Model poslovne odličnosti (BEM) je sistem, pri katerem so merila uspešnosti organizacije uporabljena za pospeševanje organizacijskih izboljšav. Korenine modela izhajajo upravljanja kakovosti, za katero sta značilni standardizacija in dokumentacija. Oblikovanje modela poslovne odličnosti je strogo določeno in razmeroma statično. Čeprav je model potrebno oblikovati v skladu s standardnimi pravili oblikovanja, pa ne obstaja samo en in edini priznani način za ocenjevanje poslovne odličnosti. Osnovni dejavnik, ki določa pravilen način, kako bo organizacija to opravila, so njena podjetniška kultura in želeni izid samoocenjevanja. Ovrednotenje procesov v organizaciji in njene uspešnosti z enotnim in vnaprej določenim nizom strateških prioritet, ne samo da olajša proces oblikovanja, ampak olajša tudi primerjavo rezultatov med različnimi organizacijami, čeprav delujejo na različnih trgih.

Model predvideva pet faz, od najpreprostejše do najbolj zapletene. V prvih treh fazah gre za samoocenjevanje z namenom spodbujanja k razmišljanju o tem, kako bi izboljšali procese. Šele v četrti fazi nastopi formalno zunanje ocenjevanje in v peti fazi simulacija nagrade za kakovost. Najpogosteje se model uporablja v proizvodnih panogah (Andersen et al., 2003, str.51).

3. Sistem 20-tih ključev je sistem s katerim je mogoče zmanjšati stroške, povečati število koristnih predlogov zaposlenih, zmanjšati zaloge in povečati produktivnost. Je celovit sistem za uvajanje nenehnih izboljšav v podjetjih, glavni namen pa je hitrejše in lažje doseganje strateških ciljev. Po metodi je podjetje razdeljeno na 20 področij (ključev), ki so pomembna za njegov razvoj. Po vsakem ključu se podjetje oceni in postopoma izboljšuje svojo oceno. Metoda predvideva dejavnosti na različnih ravneh v podjetju, tako da je v izboljšave vključen

čim širši krog zaposlenih v podjetju. Sistem 20-tih ključev temelji na načelu t.i. vitke proizvodnje. Če hoče podjetje postati »vitko«, se mora torej znebiti nepotrebnega balasta na vseh ravneh. Nepotrební balast so vse tiste stvari, ki v podjetju ne pripomorejo k ustvarjanju nove vrednosti (zaloge, izmet, reklamacije kupcev, predolg pretočni čas, neizkoriščena delovna sredstva, neizkoriščeni človeški viri, energijska in materialna neučinkovitost in podobno). Dolgoročno lahko podjetje od sistema 20-tih ključev pričakuje povečanje motivacije zaposlenih, izboljšanje delovnih razmer, večjo preglednost poslovanja, izboljšanje inovativnosti zaposlenih, s tem pa izboljšanje poslovanja na naslednjih področjih: stroškovni učinkovitosti, povečanju produktivnosti in izboljšanju kakovosti (Gider, 2003, str. 33).

V praksi se poskuša s kombinacijo sodobnih finančnih in nefinančnih modelov priti do učinkovitega orodja, s katerim bo management lahko učinkovito povečeval vrednost za lastnika. Tako finančni kot nefinančni model so uporabna orodja managementa za večanje vrednosti za lastnika. Tako je na primer model EVA uporaben pri sledenju ustvarjanja vrednosti v podjetju, medtem ko je sistem uravnoteženih kazalnikov zelo močno komplementarno orodje s tem, ko omogoča uresničevanje strateških in operativnih planov, katerih namen je iskanje možnosti, ki bodo večale vrednost za lastnika. Gledano s finančnega vidika sta si koncepta zelo podobna. Sam izračun ekonomske dodane vrednosti namreč temelji na elementih, ki so povezani s prihodki, stroški, investiranim kapitalom in s stroški investiranega kapitala. Samo pri aplikaciji modela EVA v podjetje so definicije posameznih elementov ustvarjanja vrednosti prav tako povezane s strateškimi in operativnimi plani, katerih cilj je ravno povečanje vrednosti teh elementov in s tem vrednosti za lastnike. Sodila, katera se običajno spremlja v okviru sistema uravnoteženih kazalnikov, so zelo podobna elementom izračuna modela EVA. Zato je priporočljivo, da se s pomočjo modela EVA določi še nekaj kazalnikov, ki se jih spremlja v okviru BSC in vplivajo na rast dodane vrednosti.

III. PREDSTAVITEV SKUPINE GORENJE

III. 1. Predstavitev Skupine Gorenje in njenega dosedanjega razvoja

Prvi zametki Skupine Gorenje segajo v daljno leto 1950. Na začetku je bila dejavnost omejena na izdelavo kmetijskih strojev, leta 1958 pa je podjetje pričelo proizvajati tudi štedilnike na trda goriva. V obdobju med letoma 1961 in 1970 se je dejavnost razširila še na

produkcijo pralnih strojev in hladilno-zamrzovalne aparate. V naslednjem desetletnem obdobju je podjetje doživelo za tiste čase zavidljivo rast s prevzemi podjetij, razvojem novih poslovnih področij (kuhinjsko pohištvo, keramika, medicinska oprema, telekomunikacije, zabavna elektronika, televizorji), razvojem prodajne in servisne mreže na celotnem območju Jugoslavije in začetkom gradnje lastne distribucijske mreže v najpomembnejših evropskih državah. Konec sedemdesetih let prejšnjega stoletja je sistem Gorenje zaposloval že več kot 20.000 ljudi. V devetdesetih letih prejšnjega stoletja je Skupina Gorenje po razpadu Jugoslavije izgubila zelo pomembna, takrat domača tržišča. Uspešno se je preusmerila na tuje trge in hkrati prestrukturirala tudi celotni poslovni sistem in izvedla lastninsko preobrazbo. V tem obdobju se prične tudi intenzivno ustanavljanje družb v Vzhodni Evropi in državah nekdanje Jugoslavije.

Danes Skupino Gorenje sestavlja krovna družba Gorenje gospodinjski aparati, d. d. ali skrajšano Gorenje d. d., ki ima v lasti 57 odvisnih družb (Priloga 1). Med seboj so povezane v skupen sistem na podlagi kapitalskih deležev. Vse družbe v zadnjih letih beležijo dinamično rast, ki je rezultat neprestanega razvoja izdelkov, širjenja proizvodnih zmogljivosti, uspešne prodaje in osvajanja večjih tržnih deležev. Kljub nenaklonjenim tržnim razmeram, ki so posledica sprememb v svetu, je Skupini Gorenje uspelo ohraniti svoj položaj med osmimi največjimi proizvajalci gospodinjskih aparatov v Evropi. Skupina Gorenje namreč uresničuje 90% delež prodaje na trgih izven Slovenije.

Dejavnost krovne družbe Gorenje, d.d., je proizvodnja in prodaja gospodinjskih aparatov. Z izgradnjo nove in posodobitvijo stare tovarne ter z razvojem novih generacij aparatov je to osrednja in najhitreje rastoča dejavnost Skupine Gorenje. Največji trg Skupine Gorenje predstavljajo države Evropske unije. V zadnjem času pa se širi tudi na trgih vzhodne in jugovzhodne Evrope, kjer se s povečevanjem števila poslovnih enot dograjuje prodajna mreža na tujem.

Skupina Gorenje se z navedenimi dosežki in s poslovnimi rezultati potrjuje kot ena največjih industrijskih družb v Sloveniji in kot ena izmed vodilnih proizvajalcev gospodinjskih aparatov v Evropi. Dejavnost Skupine Gorenje je razdeljena na tri poslovna področja:

1. Gospodinjski aparati zajema proizvodnjo in prodajo gospodinjskih aparatov lastne proizvodnje, prodajo izdelkov dopolnilnega programa gospodinjskih aparatov drugih proizvajalcev, prodajo dokupnega programa zabavne elektronike in malih

gospodinjskih aparatov ter proizvodnjo in prodajo toplotne ogrevalne tehnike; dejavnost orodjarstva, strojegradnje in proizvodnje mehanskih komponent.

2. Notranja oprema zajema proizvodnjo in prodajo kuhinjskega, kopalniškega pohištva, sanitarne opreme in keramičnih ploščic.
3. Trgovina in storitve zajema energetiko in varstvo okolja, trgovino, inženiring, zastopstva, gostinstvo, turizem in upravljanje z nepremičninami.

III. 2. Analiza delnice Gorenja

Krovna družba Gorenje, gospodinjski aparati, d.d. je ob prehodu v delniško družbo izdala 7.700.000 navadnih delnic z oznako »G« in nominalno vrednostjo 1.000,00 SIT. Prva dokapitalizacija je bila že leta 1999 in naslednja leta 2000. Od takrat dalje je v trgovanju 12.200.000 delnic Gorenja. Osnovni kapital Gorenja znaša 12,2 milijard SIT (50 mio EUR). Delnice kotirajo na borzi pod oznako GRVG (Vir: internet strani podjetja Gorenje).

Tabela 1: Kazalniki trgovanja in donosnosti delnice GRVG

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
ŠTEVILO IZDANIH DELNIC v mio	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2
ŠTEVILO LASTNIH DELNIC (31.12.)	1.183.342	717.192	251.042	264.540	307.105	-
ŠTEVILO DELNIC V TRGOVANJU	11.016.658	11.482.808	11.948.958	11.935.460	11.892.895	-
ŠTEVILO DELNIČARJEV (31.12.)	17.168	18.075	19.118	17.733	17.052	13.540
PROMET – BREZ SVEŽNJEV v mio EUR	30,3	21,1	40,3	26,2	57,8	29,5
POVPREČNA TRŽNA KAPITALIZACIJA v mio EUR	282,7	295,7	320,7	229,4	186,1	120,9
VREDNOSTNI OBRAT	0,11	0,07	0,13	0,11	0,31	0,24
KNJIGOVODSKA VREDNOST DELNICE v EUR	18,99	22,36	21,44	20,25	19,53	17,79
TRŽNA VREDNOST DELNICE (31.12.)	26,65	22,63	27	20,78	19,14	10,03
TRŽNA/ KNJIGOVODSKA VREDNOST DELNICE	1,4	1,01	1,26	1,03	0,98	0,56
DIVIDENDNA DONOSNOST DELNICE	1,60%	1,80%	1,50%	2,20%	1,80%	3,20%
ČISTI POSLOVNI IZID/ DELNICO v EUR	1,08	1,07	0,95	1,71	1,45	1,26
P/E	24,6	21,1	28,5	12,1	13,2	7,9

Vir: www.gorenje.com, dne 20.7.2007

Pred uvrstitvijo delnic v borzno kotacijo A se je od 2.6.1998 dalje trgovalo z delnicami Gorenja na prostem trgu Ljubljanske borze. Z delnicami Gorenja, d.d., se trguje v borzni kotaciji Ljubljanske borze od 10.11.2000 dalje. Od 03.10.2005 dalje je delnica uvrščena v prvo kotacijo Ljubljanske borze ter od 3.4.2006 dalje v borzni indeks SBITOP.

Tabela 2: Donosnost delnice GRVG

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Kapitalska donosnost delnice GRVG (v %)	17,8	-16,2	32	12	98,4	3,1
Dividendna donosnost delnice GRVG (v %)	1,6	1,8	1,5	2,2	1,8	3,2
Skupna donosnost delnice GRVG (v %)	19,4	-14,4	33,5	14,2	100,2	6,3
Dividenda na delnico (v EUR)	0,42	0,42	0,42	0,40	0,33	0,29
Čisti poslovni izid na delnico v EUR	1,08	1,07	0,95	1,67	1,37	1,14

Vir: www.gorenjegroup.com

V letu 2006 je delnica Gorenja dosegla 18% povečanje enotnega tečaja, indeks delnic borzne kotacije SBI 20 pa se je v istem obdobju povečal za 37,9%. Število lastnih delnic na dan 31.12.2006 znaša 1.183.342 ali 9,6995 %. Večji delničar od sklada lastnih delnic je le Kapitalska družba, d.d.

Graf 1: Vrednost za delničarje Gorenja od 1.6.1998 do 31.12.2006



Vir: Ljubljanska borza d.d. (www.ljse.si)

Kot je razvidno iz grafa 1 je vrednost naložbe delničarjev v delnice Gorenja v osmih letih narasla za štiri krat. Od prvega dne trgovanja leta 1998 do danes je Gorenje generiralo vrednost za delničarje v višini 60 milijard SIT (250 mio EUR).

Na 10. skupščini delničarjev z dne 12.12.2006 je bil sprejet sklep, s katerim je bilo upravi družbe odobreno povečanje osnovnega kapitala do 15 % z izdajo 1.830.000 novih navadnih prosto prenosljivih imenskih kosovnih delnic za denarne vloške. Dokapitalizacija se je formalno pričela z odobritvijo nadzornega sveta z dne 23.04.2007 (Obvestilo o 9. seji Nadzornega sveta družbe Gorenje, d.d.).

Graf 2: Gibanje tečaja GRVG in SBI20 v obdobju od 1.1.2001 do 8.10.2007



Vir: Ljubljanska borza d.d. (URL: www.ljse.si, dne 8.10.2007)

Kot je razvidno iz zgornjega grafa je enotni tečaj delnic GRVG naraščal počasneje kot SBI20. V začetku leta 2007 je enotni tečaj narasel, kar pomeni, da bo Gorenje, če bo dodatne delnice iz dokapitalizacije prodalo po ceni 30 EUR/delnico, pridobilo kar 55 milijonov evrov svežega kapitala za razvoj v naslednjih letih. Z nakupom sklada lastnih delnic je Skupina Gorenje v preteklih letih umetno vzdrževalo rast tečaja delnic in se pripravljalo na dokapitalizacijo pri

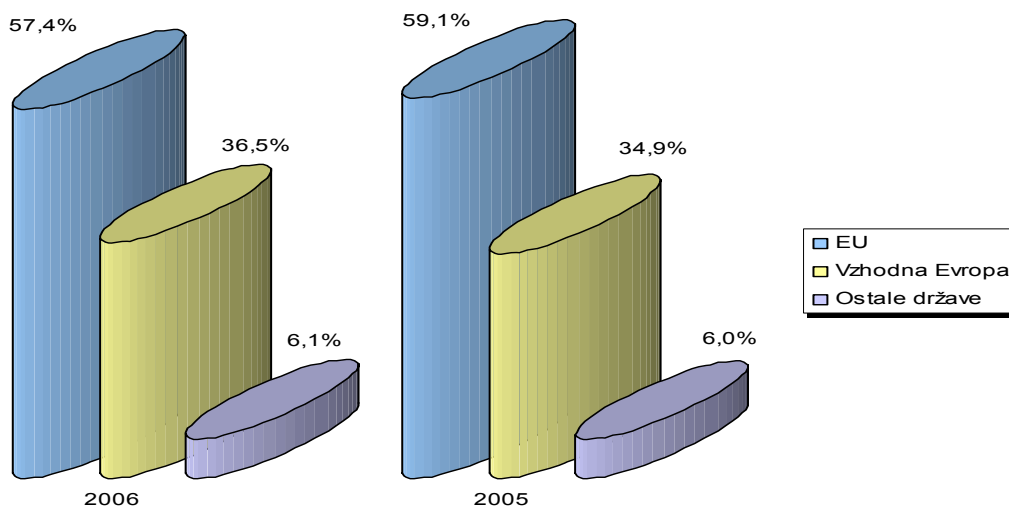
razmeroma visokem tečaju. Lahko se tudi zgodi, da bo ob dokapitalizaciji prišlo do spremembe lastniške strukture in prevzema Gorenja. Možen je prevzem Gorenja s strani strateškega partnerja ali pa managerski odkup, ki pa je manj verjeten zaradi velikosti podjetja in potrebnih sredstev za odkup kontrolnega paketa delnic.

III. 3. Razvoj industrije bele tehnike v svetu in realne možnosti Gorenja na tržišču

III. 3. 1. Analiza prodaje Skupine Gorenje

Skupina Gorenje je največje slovensko proizvodno podjetje in največji neto izvoznik. Z izvozom je skupina realizirala kar 86% konsolidiranih prihodkov od prodaje ali 955 milijonov EUR (URL: www.gorenjegroup.com, 18.9.2007). Divizija gospodinjskih aparatov dosega več kot 87 % vseh prihodkov Skupine Gorenje. Posluje v zreli in močno globalizirani panogi proizvodnje bele tehnike.

Graf 3: Geografska struktura prodaje gospodinjskih aparatov v letih 2006 in 2005



Vir: Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2006

Na evropskem tržišču je zaradi nizke stopnje rasti panoge, velikega števila globalnih in lokalnih konkurentov ter podobnosti glavnih izdelkov, na trgu prisotna zaostrena in intenzivna

konkurenca. Vse to terja potrebo po nenehnem spremljanju razmer v panogi in širšem zunanjem okolju podjetja ter po neprestanem izboljševanju konkurenčnih sposobnosti podjetja. Gorenje je v letu 2006 prodalo več kot 3,5 mio velikih gospodinjskih aparatov, od tega 90 % na tuje trge. Na trgu nastopajo z blagovno znamko Gorenje, Sidex, Mora in Körting. Rast prodaje je bila hitrejša od rasti trga, s čimer so si utrdili tržni položaj in okrepili tržne deleže. Z vidika geografske strukture prodaje je bila dosežena največja rast prodaje na tržiščih vzhodne Evrope. Na tržišču EU je bila dosežena zmerna rast. Glavni dejavniki uspešne prodaje v letu 2006 so bili: krepitev lastne blagovne znamke, nadgradnja sodelovanja s ključnimi trgovskimi kupci in industrijskimi partnerji, izdelki blagovne znamke Mora, nova linija Gorenje Pininfarina ter novi pralni stroji.

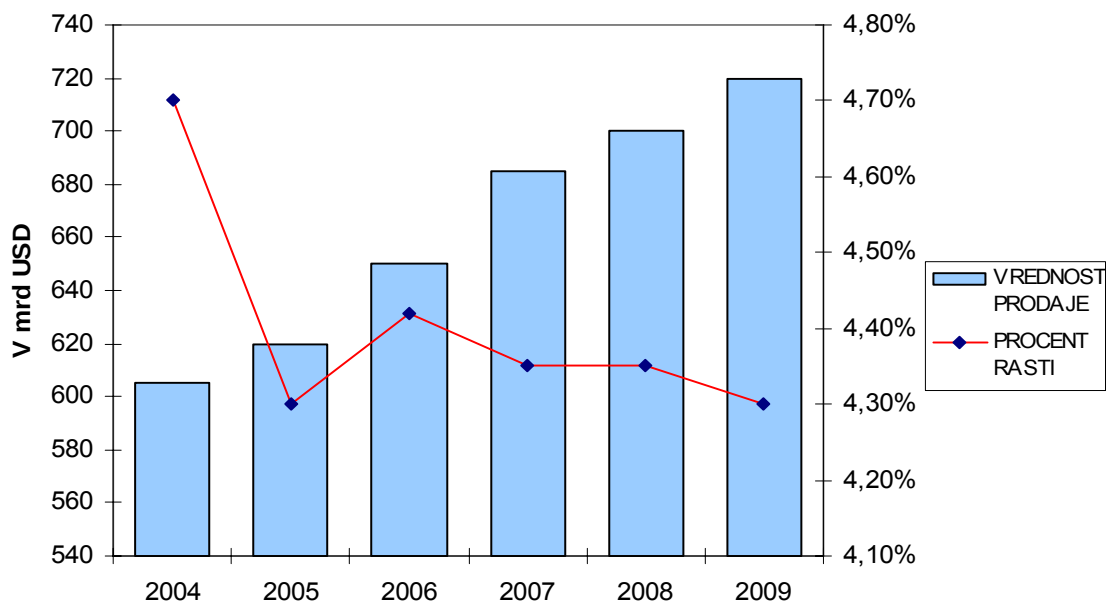
Skupina Gorenje se zaveda, da je njihova blagovna znamka močna in prepoznavna v Evropi in ostalih državah sveta. Vendar pa mnogi kupci blagovno znamko Gorenje povezujejo z nizko cenovnimi izdelki. Zato so se na področju marketinga usmerili k širjenju prepoznavnosti tudi z novo, vrhunsko oblikovano linijo Gorenje Pininfarina, Gorenje Swarovsky in Ora-Ito. Namen teh novih linij je povečanje prepoznavnosti blagovne znamke Gorenje tudi pri višje cenovno umeščenih izdelkih na trgu in na področju vrhunskega oblikovanja ter inovativnosti. Najpomembnejše konkurenčne prednosti Gorenja so dobro izgrajena prodajna in poprodajna mreža v Evropi, dobro pozicionirana blagovna znamka na ključnih trgih, moderna oblika aparatov ter dobro razmerje med kakovostjo in ceno. Gorenje prav tako odlikuje dobro in tesno sodelovanje s ključnimi kupci, fleksibilnost in sposobnost hitrega odziva na zahteve in potrebe trga ter visoka strokovnost in pripadnost zaposlenih.

III. 3. 2. Analiza trga bele tehnike

Po nekajletni nizki rasti prodaje gospodinjskih aparatov na evropskih trgih, je bilo v letu 2006 zaznati porast prodaje hladilno-zamrzovalnih aparatov in pralnih strojev. Predvsem na vzhodnoevropskih tržiščih je rast posledica zniževanja prodajnih cen izdelkov. Razlogi za zniževanje cen so presežne zmogljivosti evropskih proizvajalcev, agresivnejša ponudba proizvajalcev iz azijskih držav ter konkurenčni boj velikih, globalnih trgovcev. Kitajska je postala vodilna sila na področju proizvodnje hladilnikov, pralnih strojev in mikrovalovnih pečic. Svoje proizvode izvaža na azijski, ameriški in zahodnoevropski trg (Major Household Appliances, 2006).

Panoga bele tehnike je zrela panoga s približno 4,5 % stopnjo rasti svetovnega trga. Kot je razvidno iz grafa 4, bo rast vrednostne prodaje v naslednjih letih padala.

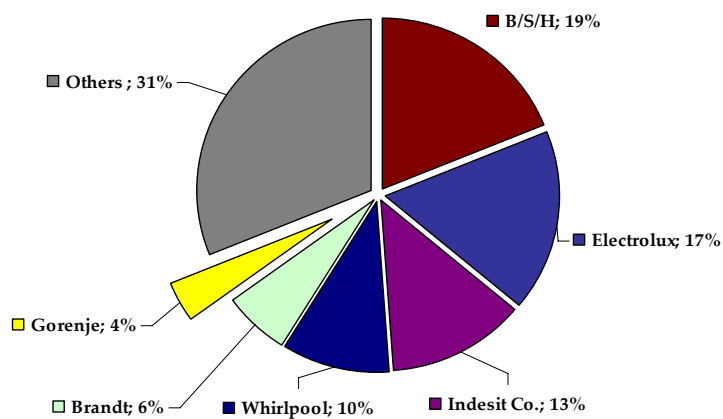
Graf 4: Prikaz vrednostne prodaje in rasti svetovnega trga gospodinjskih aparatov



Vir: Poročilo o Gfk raziskavi trga bele tehnike

Panoga bele tehnike je močno koncentrirana. Prevladujejo štiri velika podjetja (Electrolux, BSH, Merloni in Whirlpool), ki imajo na evropskem tržišču skupaj skoraj 60% tržni delež. Sledijo jim podjetja Gorenje, Candy, Miele in Elcobrandt, ki imajo vsak od 3% do 5% tržni delež.

Graf 5: Tržni deleži posameznih proizvajalcev bele tehnike na evropskem tržišču



Vir: Strateški načrt Skupine Gorenje 2006-2010

Vse bolj se uveljavljajo tudi nekatera podjetja iz Azije (npr. Haier in Arcelik), katerih prednost so predvsem nizki stroški dela in posledično nižje cene izdelkov. Za svoj delež se borijo tudi manjši lokalni proizvajalci, prisotni le na posamičnih evropskih trgih (npr. Amica na Poljskem).

Vstop konkurentov v panogo bele tehnike je razmeroma težak, zaradi velikih kapitalskih vložkov v specifična proizvodna sredstva. Panoga je razmeroma nezanimiva, ker ne prinaša velikih dobičkov, dodatne ovire pa so še ekonomija obsega, visoka potrebna sredstva za raziskave in razvoj in relativna nedostopnost distribucijskih kanalov.

Trendi pri proizvodnji bele tehnike so usmerjeni predvsem v večjo energetske varčnost proizvodov, povečano skrb za okolje, proizvodnjo aparatov, ki so enostavni za uporabo ter oblikovno skladni z zahtevami in željami kupcev, katerih največja vrednota postaja čas. Pri veliko proizvajalcih je opazen trend osredotočanja na proizvodnjo kot glavno dejavnost podjetja. Nadaljuje se tudi trend reorganizacije, s katero želijo podjetja znižati stroške in povečati učinkovitost poslovanja; tudi s selitvijo proizvodnje na območja s cenejšo delovno silo. Vodilni svetovni proizvajalci usmerjajo svoje inovacijske moči v mrežno povezavo gospodinjskih aparatov, kar omogoča upravljanje aparatov na daljavo s ciljem optimiranja porabe energije. Trend razvoja gre v senzorsko tehnologijo in »inteligentne« aparate z mikročipi. Hitrost vpeljave novih proizvodov na trg tako postaja eden od pomembnejših dejavnikov konkurence.

Najpomembnejši dejavniki uspeha v panogi bele tehnike so močna in prepoznavna blagovna znamka, tehnološki razvoj in inovacije ter design. Vedno bolj informirani in zahtevni potrošniki zahtevajo od proizvajalcev neprestano izboljševanje proizvodov in procesov ter stalne ponudbe novosti. Zato podjetja v panogi namenjajo za raziskave in razvoj kar 2,5 % vrednosti celotne prodaje. Ker v bližnji prihodnosti ni mogoče pričakovati večjih revolucionarnih odkritij, postaja design vse bolj pomemben dejavnik uspeha. Tudi Gorenje je spoznalo, da omogoča oblikovanje podjetju večjo prepoznavnost med potrošniki in gradi pomembno vez z blagovno znamko (Gorenje Pininfarina, Gorenje Swarovsky). S tem se je Gorenje uspelo prebiti iz nizkega cenovnega razreda v srednji cenovni razred.

Velika koncentracija panoge bele tehnike, vedno večji pritisk azijskih konkurentov, ki ponujajo proizvode po nižjih cenah, ter majhne razlike v funkcionalnosti aparatov zvišujejo pomembnost cene kot nakupnega dejavnika. Ker so razlike v kakovosti proizvodov relativno slabo opazne obstaja nevarnost, da bi proizvodi iz nižjih cenovnih razredov izpodrinili proizvode višjih cenovnih razredov. V prihodnosti bo zato prisotnost v nižjih cenovnih razredih (blagovna znamka Sidex) postala ključni dejavnik uspeha. Hkrati pa bo zaradi naraščajočega dohodka tudi srednje in višji cenovni razred še vedno zanimiv (blagovna znamka Gorenje).

Uspešni tekmeci v panogi morajo zagotavljati stroškovno učinkovitost ob hkratni inovativnosti, ekonomijo obsega ob hkratni fleksibilnosti, cenovno privlačnost izdelkov ob hkratni visoki stopnji poprodajnih storitev. Zaradi navedenega je pričakovati, da se bo proces konsolidacije nadaljeval, dokler na trgu ne bo ostalo le nekaj najmočnejših podjetij. Gorenje je na dobri poti, da postane eden izmed njih.

Tabela 3: Načrtovan dolgoročni trend rasti vrednostne prodaje Skupine Gorenje

Regija (trg)	Tržni delež Gorenja	Predvidena rast tržišča	Predvidena rast za Gorenje
Zahodna Evropa	2,30%	1,90%	0,04%
Vzhodna Evropa (EU)	7,60%	2,90%	0,22%
Vzhodna Evropa (ostalo)	4,00%	7,30%	0,29%
Jugo-vzhodna Evropa	63,60%	5,00%	3,18%
Skupaj celotna rast			3,74%

Vir: Strateški načrt Skupine Gorenje za obdobje 2006-2010

V tabeli 3 je upoštevana rast vrednostne prodaje za Zahodno in Vzhodno Evropo (EU) po oceni mednarodne agencije za tržne raziskave Freedonia in za Vzhodno Evropo (ostalo) po oceni mednarodne agencije za tržne raziskave Euromonitor (Strateški načrt Skupine Gorenje za obdobje 2006-2010, str. 12). Predpostavke dolgoročne rasti temeljijo na tržnih deležih Gorenja v letu 2005 in ne predvidevajo sprememb tržnih deležev na posameznih tržiščih ali izgube le-teh.

IV. VREDNOTENJE SKUPINE GORENJE

Skupina Gorenje je sestavljena iz krovnega podjetja Gorenje, gospodinjski aparati, d.d. in 50-tih odvisnih družb (Letno poročilo 2006, str. 18), v katerih ima večinski lastniški delež. Za Skupino Gorenje se sestavljajo konsolidirani računovodski izkazi, ki so osnova za vrednotenje kapitala Skupine Gorenje.

Vrednotenje kapitala Skupine Gorenje bo opravljeno na dan 31.12.2006 po metodi diskontiranega denarnega toka, ekonomske dodane vrednosti in metodi denarnega toka od investicij. Ne glede na metodo je postopek vrednotenja je sestavljen iz naslednjih faz:

1. analize preteklega poslovanja,
2. ocene bodočega razvoja,
3. napovedi bilanc stanja in izkazov poslovnega izida,
4. izračuna povprečnega stroška kapitala,
5. ocene končne vrednosti podjetja,
6. izračuna vrednosti podjetja.

IV. 1. Analiza preteklega poslovanja

Analiza preteklega poslovanja je osnova za napoved različnih scenarijev razvoja, hkrati pa nam omogoča vpogled v preteklo poslovanje podjetja in preteklo ustvarjanje vrednosti. Primerjalna analiza trendov in računovodskih kazalnikov je pomembna za določanje stroška kapitala, tržnih mnogokratnikov in ugotavljanja morebitnih presežkov ali pomanjkanja sredstev, hkrati pa nam omogoča tudi kritično oceno napovedi bodočih denarnih tokov.

Nobeno podjetje ni pri svojem poslovanju neodvisno od dogajanj v okolju. Gospodarske razmere in razmere v panogi pomembno vplivajo na poslovanje podjetja. Pri analizi okolja je ključno, da v analizi zajamemo tiste podatke, ki dejansko vplivajo na poslovanje podjetja. V primeru Gorenja so ti vplivi okolja:

1. Izredna rast nabavnih cen surovin na svetovnem tržišču, ki v strukturi prihodkov Skupine Gorenje za leto 2006 zavzemajo preko 70 % (Tomažin, 2007).
2. Nasičenost trga bele tehnike in cenovna elastičnost panoge: večina kupcev se o nakupu odloča predvsem na osnovi cene, blagovna znamka je drugotnega pomena. To pomeni, da ni možno enostavno prenašanje podražitev vhodnih materialov na končno ceno proizvoda in zato se marže nižajo.

3. Po podatkih mednarodne tržno raziskovalne agencije GfK Group se od leta 2004 nadaljuje trend zniževanja prodajnih cen bele tehnike zaradi presežnih zmogljivosti evropskih proizvajalcev, vse bolj agresivne ponudbe azijskih proizvajalcev in konkurenčnega boja velikih globalnih trgovcev.
4. Zaradi objave Pravilnika o ravnanju z odpadno električno in elektronsko opremo (Url. RS 118/2004 in 56/2005), ki je za Slovenijo začel veljati avgusta 2005, se bodo povečali stroški proizvajalcev zaradi zahteve po predelavi in odstranjevanju gospodinjskih aparatov na vseh trgih Evropske unije.

Vrednost kapitala podjetja je odvisna od diskontiranih denarnih tokov v podjetje. Čeprav je analiza diskontiranih denarnih tokov uporabna za strateško analizo, je ne moremo uporabiti za analizo preteklega poslovanja. Preteklo poslovanje sem zato analiziral s pomočjo donosnosti investiranega kapitala in rasti prihodkov. Členitev donosnosti investiranega kapitala nam omogoči vpogled v poslovanje podjetja in mora biti osnova za napoved različnih scenarijev. V nadaljevanju prikazujem izračune dejavnikov vrednosti, zato sem podatke podjetja zapisal tako, da so iz njih razvidni investirani kapital, prilagojeni dobiček iz poslovanja in prosti denarni tokovi.

Celotna sredstva podjetja se delijo na dve kategoriji (Brigham, 2004, str. 202):

1. Poslovna sredstva (ang. operating assets), ki so potrebna za opravljanje dejavnosti in se delijo na poslovna obratna sredstva (ang. operating current assets) in dolgoročna poslovna sredstva (ang. long-term operating assets).
2. Neposlovna sredstva (ang. nonoperating assets), ki niso potrebna za opravljanje dejavnosti, kot so finančne naložbe v druga podjetja, naložbene nepremičnine, kratkoročne finančne naložbe in podobno.

Čisti investirani poslovni kapital je seštevek dolgoročnih poslovnih sredstev in čistega poslovnega obratnega kapitala (Brigham, 2004, str. 203).

Čisti investirani poslovni kapital (ang. Total Net Operating Capital) lahko izračunamo na dva načina:

1. Od sredstev, potrebnih za poslovanje oz. dejavnost podjetja odštejemo obveznosti iz poslovanja. Sredstva, potrebna za poslovanje podjetja so vsa sredstva, zmanjšana za naložbe.

2. Od seštevka kapitala in finančnih obveznosti odštejemo naložbe.

Če izhajamo iz bilance stanja Gorenja za leto 2006 (v Prilogi 1) izračunamo investirani kapital:

1. način	v 000 EUR	2. način	v 000 EUR
Neopredmetena sredstva	22.833	Kapital	254.433
+Nepremičnine, naprave, oprema	352.636	+Dolgoročne finančne obveznosti	141.122
+Odložene terjatve za davek	9.009	+Kratkoročne finančne obveznosti	173.561
+Zaloge	192.702	-Naložbene nepremičnine	-984
+Kratkoročne poslovne terjatve	242.866	-Dolgoročne finančne naložbe	-17.229
+Druga kratkoročna sredstva	28.982	-Naložbe v pridružena podjetja	-6.280
-Rezervacije	-48.460	-Nekratkoročna sredstva za prodajo	-423
-Rezervacije oblikovane iz drž.podpor	-7.901	-Denarna sredstva	-9.046
-Odložene obveznosti za davek	-2.471	-Kratkoročne finančne naložbe	-21.621
-Dolgoročne poslovne obveznosti	-293	INVESTIRANI KAPITAL	513.534
-Kratkoročne poslovne obveznosti	-227.526		
-Druge kratkoročne obveznosti	-48.843		
INVESTIRANI KAPITAL	513.534		

Vir: Lastni izračuni na osnovi Priloge 1

V tabeli 4 je prikazan izračun čistega poslovnega obratnega kapitala (ang. Net Operating Working Capital) po naslednji formuli (Brigham, 2004, str. 203):

$$\text{Čisti poslovni obratni kapital} = \text{Kr. sredstva iz poslovanja} - \text{Obv.iz poslovanja} - \text{Rezervacije}$$

Tabela 4: Izračun investiranega kapitala v obdobju od leta 2001 do leta 2006 (v 000 EUR)

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Gibljava sredstva	464.550	401.506	358.237	313.317	282.985	249.216
Obveznosti iz poslovanja	-335.494	-311.277	-256.574	-235.155	-212.735	-187.601
Čisti poslovni obratni kapital	129.055	90.229	101.662	78.162	70.250	61.614
Stalna sredstva	384.478	360.113	340.454	323.473	261.051	240.350
INVESTIRANI KAPITAL	513.534	450.342	442.116	401.635	331.301	301.965
Neposlovna sredstva	55.583	54.448	48.912	45.280	63.447	61.376
SKUPAJ SREDSTVA	569.116	504.790	491.028	446.916	394.748	363.340
Kapital	254.433	245.101	253.914	248.856	239.891	228.140
Obveznosti iz financiranja	314.683	259.689	237.114	198.060	154.857	135.201
SKUPAJ	569.116	504.790	491.028	446.916	394.748	363.340

OBVEZNOSTI

Vir: Lastni izračuni, Priloga 1

Kot kratkoročna sredstva iz poslovanja upoštevamo sredstva, ki so neobhodno potrebna za dejavnost podjetja; kratkoročne finančne naložbe ter ostale kratkoročne postavke bilance, ki imajo naravo naložb, se ne upoštevajo v izračunu. Poslovnemu obratnemu kapitalu prištejemo še stalna sredstva, ki so neobhodno potrebna za opravljanje dejavnosti podjetja in dobimo celotni investirani kapital.

Iz tabele 4 je razvidno, koliko je znašal investirani kapital v poslovne in koliko v neposlovne aktivnosti. Neposlovna sredstva predstavljajo kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe ter denarna sredstva, ki so po svoji naravi finančne investicije. Investirani kapital je izračunan iz bilanc stanja na koncu poslovnega leta in se uporablja kot podatek o začetnem vložku kapitala za naslednje poslovno leto.

Tabela 5: Izračun NOPLAT in ROIC v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

	2006	2005	2004	2003	2002
Davek iz dobička	-5.710	-5.425	-2.284	-1.914	-2.979
Davek na odhodke od obresti	-3.543	-3.070	-2.864	-2.414	-1.950
Davek na prihodke od obresti	1.373	499	473	615	634
Davki iz EBIT	-7.880	-7.996	-4.675	-3.712	-4.295
EBIT	30.822	26.963	29.002	31.182	24.109
Davki iz EBIT	-7.880	-7.996	-4.675	-3.712	-4.295
NOPLAT	22.943	18.967	24.328	27.469	19.814
Investirani kapital (na začetku leta)	450.342	442.116	401.635	331.301	301.965
ROIC	5,09%	4,29%	6,06%	8,29%	6,56%

Vir: Lastni izračuni, Priloga 2

Čeprav se lahko uporablja tudi povprečno stanje investiranega kapitala, je metoda izračuna z uporabo začetnega stanja kapitala bolj primerna. Potencialne investitorje namreč bolj zanima donosnost vloženih sredstev, kot pa donosnost povprečja teh sredstev. Najpomembneje je, kako je management podjetja uspešen pri uporabi sredstev investitorjev. Znesek investiranega kapitala (lastniškega in dolžniškega) vsa leta zelo narašča; v nekaterih letih je porast večji kot 10%. ROIC je zelo nizek kar kaže na to, da management podjetja ni uspešen pri gospodarjenju s sredstvi investitorjev. Razlogi za porast zneska investiranega kapitala so v

porastu terjatev do kupcev in v porastu zalog. To je značilno predvsem za podjetja, ki poslujejo v panogi z razmeroma stabilno rastjo povpraševanja in podjetja, ki imajo presežne proizvodne zmogljivosti. V letu 2006 so izredno narasli davki iz dobička. Efektivna stopnja obdavčitve je narasla iz 10,3% leta 2005 na 19,6% leta 2006, predvsem zaradi omejevanja koriščenja davčnih olajšav za investicije in nekatere druge namene. Zato je ROIC v letu 2006 najnižji v obdobju od leta 2003 dalje, medtem ko je EBIT najvišji.

Tabela 6: Pregled donosa na investirani kapital (ROIC) za Skupino Gorenje, najpomembnejša konkurenta in panogo za obdobje od leta 2003 do leta 2006

	2006	2005	2004	2003
GORENJE	5,09%	4,29%	6,06%	8,29%
ELECTROLUX	12,45%	16,46%	14,51%	14,70%
INDESIT	5,94%	18,42%	20,97%	n.p.
PANOGA BELE TEHNIKE	n.p.	23,74%	28,72%	21,54%

Vir: Bloomberg (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 20.7.2007) in tabela 5

Največja evropska konkurenta, Indesit in Electrolux, sta v preteklih letih dosegla donose na investirani kapital (ROIC), razvidne iz tabele 6. Gorenje dosega bistveno nižje donose na investirani kapital.

Tabela 7: Izračun WACC za obdobje od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

	2006	2005	2004	2003	2002
Kapital (stanje na začetku leta)	245.101	253.914	248.856	239.891	228.140
Donosnost netvegane naložbe	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
Tržno tveganje	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Beta koeficient objavljen za panogo bele tehnike - za ne zadolženo podjetje	0,74	0,74	0,65	0,71	0,70
Beta koeficient zadolženega podj.	1,39	1,28	1,08	1,10	1,03
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala (CAPM)	13,12%	12,51%	11,33%	11,48%	11,09%
Dolg (povprečno stanje)	287.186	248.402	217.587	176.458	145.029
Strošek dolga	4,93%	4,94%	5,26%	5,47%	5,38%
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Dejanska obrestna mera	3,70%	3,71%	3,95%	4,10%	4,03%
Lastniški kapital + dolg	532.287	502.316	466.443	416.350	373.169
Delež lastniškega kapitala	46,05%	50,55%	53,35%	57,62%	61,14%
Delež dolga	53,95%	49,45%	46,65%	42,38%	38,86%

WACC	8,04%	8,16%	7,89%	8,35%	8,35%
------	-------	-------	-------	-------	-------

Vir: Priloga 2 in <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> dne 20.7.2007

V tabeli 8 je beta koeficient za Gorenje izračunan s pomočjo Hamada formule iz beta koeficienta objavljenega kot povprečje panoge bele tehnike za nezadolženo podjetje. Za izračun stroška dolga in deleža v virih financiranja je uporabljeno povprečje stanja dolga med dvema letoma, ker je zadolženost skupine hitro naraščala in bi uporaba začetnega stanja dolga za posamezno leto izkazovala previsok strošek dolga, ki ni realen.

Tabela 8: Izračun ekonomskega dobička za obdobje od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

	2006	2005	2004	2003	2002
ROIC	5,09%	4,29%	6,06%	8,29%	6,56%
WACC	8,04%	8,16%	7,89%	8,35%	8,35%
Razlika (ROIC - WACC)	-2,95%	-3,87%	-1,83%	-0,06%	-1,79%
Investirani kapital (na začetku leta)	450.342	442.116	401.635	331.301	301.965
Ekonomskega dobička (v 000 EUR)	-13.267	-17.104	-7.358	-206	-5.398
NOPLAT	22.943	18.967	24.328	27.469	19.814
Strošek investiranega kapitala	36.209	36.071	31.685	27.675	25.212
Ekonomskega dobička	-13.267	-17.104	-7.358	-206	-5.398

Vir: Tabele 5 in 7 ter lastni izračuni

Izračun ekonomskega dobička je v tabeli 7 prikazan na dva načina: prvič kot produkt razlike med donosnostjo investiranega kapitala (ROIC) in tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC) ter drugič kot razlika med dobičkom iz poslovanja in vrednostno izraženim stroškom kapitala. Zaskrbljujoče pa je dejstvo, da Skupina Gorenje dosega negativni ekonomski dobiček in zgolj tolikšno stopnjo donosa na investirani kapital, kot ga dosegajo netvegane naložbe. Podatki kažejo na to, da bi se morala Skupina Gorenje v bližnji prihodnosti nujno povezati s strateškim partnerjem, s katerim bi dosegali večjo stroškovno učinkovitost in višje marže.

Iz tabele 9 je razviden izračun prostega denarnega toka Skupine Gorenje za preteklih pet let. Negativni prosti denarni tok pomeni, da skupina investira več sredstev, kot ima bruto denarnega toka iz poslovanja. Posledično narašča zadolženost; ko pa ta doseže maksimum, je nujna dokapitalizacija. Bruto denarni tok sicer narašča, vendar so bruto investicije večje.

Tabela 9: Izračun prostega denarnega toka za obdobje od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

	2006	2005	2004	2003	2002
NOPLAT	22.943	18.967	24.328	27.469	19.814
Amortizacija	49.582	48.805	42.114	39.743	38.488
Drugi nedenarni odhodki (prevred., rezervacije)	8.038	6.907	6.362	6.243	12.819
BRUTO DENARNI TOK	80.562	74.679	72.804	73.456	71.121
Povečanje poslovnega obratnega kapitala	38.826	-11.433	23.500	7.912	8.636
Bruto investicije v stalna sredstva	73.947	68.465	59.095	102.165	59.189
Bruto investicije	112.773	57.031	82.595	110.077	67.825
PROSTI DENARNI TOK	-32.211	17.648	-9.791	-36.621	3.297
Neto investicije	63.191	8.226	40.481	70.334	29.337
Neto investicije/NOPLAT	275%	43%	166%	256%	148%

Vir: Lastni izračuni na osnovi podatkov objavljenih v Letnih poročilih Skupine Gorenje za leto 2006, 2005, 2004, 2003 in 2002

Tudi kazalnik neto investicije/NOPLAT, ki je v večini preteklih let dosegel več kot 100 % vrednosti, kaže na intenzivno rast Skupine Gorenje, pri razmeroma nizkih donosih na vloženi kapital. Negativni denarni tok zaradi pospešenega investiranja lahko podjetja dosegajo omejeno obdobje, ker po tem obdobju prične dotekati prosti denarni tok v podjetje od novih investicij.

IV. 2. Ocena bodočega razvoja

Vrednotenje Skupine Gorenje bo narejeno po več različnih metodah na dan 31.12.2006. Pri vrednotenju je potrebno čim bolj natančno oceniti bodoče proste denarne tokove za tri do pet let (eksplicitno obdobje), po poteku tega obdobja pa oceniti letno rast prostega denarnega toka.

Osnova za ocene bodočega razvoja Skupine Gorenje je Strateški poslovni načrt 2006-2010:

1. Čisti prihodki od prodaje naj bi do leta 2010 narasli na 1.250 mio EUR oz. povprečno letno za 4%,
2. Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo in oblikovanjem dolgoročnih rezervacij naj bi v letu 2010 dosegel 112 mio EUR oz. 9% čistih prihodkov od prodaje,

3. Investicije v osnovna sredstva bi dosegale povprečno 50 mio EUR/letno,
4. Rast fizične produktivnosti dela (čisti prihodki od prodaje/povprečno število zaposlenih) v povprečju 4,7 % letno,
5. Rast produktivnosti uporabljenega kapitala (EBITDA/povprečni uporabljeni kapital) v povprečju za 1% letno. Rast produktivnosti kapitala pomeni, da bo dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (ang. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) naraščal hitreje kot povprečni uporabljeni kapital.

Ključne naloge in cilji Skupine Gorenje v obdobju od leta 2006 do leta 2010:

1. Zagotavljanje kakovostne rasti prodaje in povečanje njene dobičkonosnosti, pri čemer mora biti osnovno ekonomsko merilo uravnotežena zapolnitev vseh proizvodnih zmogljivosti ob doseganju čim višjega prispevka za kritje.
2. Nadaljni razvoj novih izdelkov in storitev, ki bodo Skupini Gorenje omogočili večjo tržno konkurenčnost, višje pozicioniranje izdelkov in ustvarjanje višje dodane vrednosti in s tem boljše poslovne rezultate. Pri obstoječih izdelkih je potrebno iskati tehnično-tehnološke možnosti za zmanjševanje proizvodnih stroškov in stroškov distribucije obstoječih izdelkov.
3. Nadaljne optimiranje oskrbne verige in iskanje alternativnih optimalnih virov v državah vzhodne in jugovzhodne Evrope, ki bodo zagotavljali konkurenčnost izdelkov.
4. Reorganizacija logistične in prodajne mreže ter povečanje učinkovitosti vseh podpornih funkcij.
5. Selektivno izvajanje novih investicij in njihovo dosledno omejevanje v načrtovanem obsegu; pri investiranju bodo imele prednost predvsem investicije v nove izdelke in trge.
6. Povečanje učinkovitosti upravljanja z obratnim kapitalom, predvsem s terjatvami in zalogami, ker višina obratnega kapitala pomembno vpliva na višino potrebnih finančnih virov in stroške financiranja.

IV. 3. Napoved bilance stanja in izkaza poslovnega izida

Pri napovedi bodočih izkazov običajno izhajamo iz napovedi rasti prihodkov. Nato izpeljemo še vse ostale postavke izkaza poslovnega izida in bilance stanja in izpeljemo prosti denarni tok. Posamezne postavke lahko napovedujemo samo po temeljiti analizi podjetja in panoge, v

kateri podjetje posluje, pri čemer so nam v pomoč podatki o preteklem poslovanju. Iz preteklih podatkov moramo izluščiti tiste potenciale podjetja, ki imajo največji vpliv na uspešnost poslovanja. Še posebej pozorni pa moramo biti na spremembe, ki so se oziroma se morajo dogoditi v podjetju ali panogi in pogojujejo napovedano gibanje dejavnikov vrednosti podjetja. Na koncu moramo še preveriti smiselnost napovedanih rezultatov in presoditi, kako se gibanje ključnih dejavnikov sklada z značilnostmi podjetja in dinamiko panoge. Pri napovedi rasti prihodkov moramo biti pozorni na konsistentnost rasti prihodkov podjetja v okviru panoge in realno presoditi, ali je podjetje v konkurenčnih razmerah sposobno vzdrževati napovedano rast. Rast prihodkov, ki je večja od rasti vrednosti povpraševanja je močno vprašljiva, saj gre le na račun zmanjšanja tržnih deležev konkurentov. Za napovedi, ki so v poslovnem načrtu zgolj opisne, moramo poskusiti določiti vrednost in opredeliti njihov vpliv na izkaze podjetja. Običajno se v praksi izdelava več možnih scenarijev razvoja poslovanja podjetja (najmanj pesimističnega, realnega in optimističnega).

Tabela 10: Izkaz poslovnega izida Skupine Gorenje za leto 2006 in napoved za obdobje 2007-2011 (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
Prihodki od prodaje	1.111.035	1.151.621	1.192.208	1.232.794	1.273.380	1.313.967
Sprememba vrednosti zalog	6.167	6.259	6.677	6.677	7.094	7.511
Drugi poslovni prihodki	16.874	17.109	17.318	17.526	17.735	17.944
KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA	1.134.076	1.174.990	1.216.202	1.256.997	1.298.209	1.339.421
Stroški blaga, materiala in storitev	851.578	882.686	913.795	944.903	976.011	1.007.119
Stroški dela	186.029	192.540	199.279	206.254	213.473	220.945
Amortizacija	49.582	52.823	52.426	52.084	51.791	51.539
Prevrednotevalni poslovni odhodki	8.038	8.279	8.527	8.783	9.047	9.318
Drugi poslovni odhodki	8.027	8.268	8.516	8.772	9.035	9.306
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA	30.822	30.393	33.659	36.201	38.853	41.195
Finančni prihodki iz deležev	658	668	689	709	730	751
Finančni prihodki	19.192	19.384	19.577	19.773	19.971	20.171
- od tega fin. prih. od obresti	5.494	5.549	5.604	5.660	5.717	5.774
Finančni odhodki	22.829	21.687	18.584	17.031	15.190	12.989
od tega za fin. odh. obresti	14.172	13.463	11.537	10.573	9.430	8.064
CELOTNI POSLOVNI IZID	27.844	28.758	35.341	39.652	44.364	49.127
Dejansko obračunani davek od dobička	5.710	6.614	7.775	8.327	8.873	9.825
Odloženi davki	183					
ČISTI POSLOVNI IZID	22.134	22.143	27.566	31.325	35.491	39.302

Vir: Letno poročilo za leto 2006, Strateški načrt Skupine Gorenje 2006-2010 in lastni izračuni

Pri napovedi izkaza poslovnega izida smo predpostavljali naslednje:

1. rast prihodkov od prodaje v višini 5 % letno,
2. enako razmerje stroškov blaga, materiala in storitev v prihodkih,
3. omejevanje stroškov dela (3 % letna rast),
4. amortizacija po dosedanjih stopnjah,
5. finančne odhodke z uporabo efektivne obrestne mere in glede na stanje finančnih obveznosti,
6. znižanje veljavne davčne stopnje iz 23% leta 2007 na 20% leta 2010.

V zgornji napovedi izkaza poslovnega izida niso predvideni prevzemi podjetij. Skupina predvideva kakovostno organsko rast prihodkov od prodaje gospodinjskih aparatov, zaradi rasti povprečnih prodajnih cen pri prodaji višje cenovno umeščenih izdelkov in količinske rasti prodaje. Iz napovedi izkaza poslovnega izida je razvidno, da bo Skupina Gorenje, v kolikor bo realizirala zadane cilje iz strateškega načrta, povečala svojo sposobnost ustvarjanja dodane vrednosti. To lahko doseže z izboljševanjem prodajnega spleta, ustreznimi trženjskimi in razvojnimi aktivnostmi, internacionalizacijo proizvodnje ter s povečevanjem produktivnosti in stroškovno optimizacijo. Predvsem pa si je uprava zadala za cilj boljše gospodarjenje z obratnim kapitalom in preudarno investiranje. Posledično se zmanjša investirani kapital in na drugi strani dolžniški kapital, zaradi česar se pomembno zmanjšajo odhodki iz financiranja.

Pri napovedi bilance stanja je bilo upoštevano naslednje:

1. povečanje osnovnih sredstev v skladu z omejitvijo višine investicij v stalna sredstva v poslovnem načrtu na 50 mio EUR letno,
2. dokapitalizacija z izdajo 1.830.000 novih delnic, kar pomeni 50 mio EUR svežega kapitala v letu 2007,
3. zmanjšanje kapitala za izplačilo dividend v višini 0,42 EUR/delnico letno,
4. rast obratnih sredstev (terjatev in zalog) z nižjo stopnjo kot rast prihodkov.

Tabela 11: Bilanca stanja Skupine Gorenje za leto 2006 in napoved za obdobje 2007 - 2011 (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
DOLGOROČNA SREDSTVA	408.971	408.325	407.468	406.961	406.756	405.518
Neopredmetena sredstva	22.833	22.661	22.514	22.387	22.278	22.184
Nepremičnine, naprave in oprema	352.636	349.985	347.707	345.750	344.067	342.622
Naložbene nepremičnine	984	1.043	1.085	1.127	1.168	1.168
Dolgoročne finančne naložbe	17.229	17.944	18.778	19.613	20.030	20.030
Naložbe v pridružena podjetja	6.280	7.511	7.929	8.346	9.180	9.180
Odložene terjatve za davek	9.009	9.180	9.456	9.740	10.032	10.333
KRATKOROČNA SREDSTVA	495.639	510.333	524.801	539.684	554.995	570.330
Nekratkoročna sredstva za prodajo	423	423	423	423	423	423
Zaloge	192.702	198.483	204.438	210.571	216.888	223.395
Kratkoročne finančne naložbe	21.621	22.117	22.325	22.534	22.742	22.742
Kratkoročne poslovne terjatve	242.866	250.152	257.656	265.386	273.347	281.548
Druga kratkoročna sredstva	28.982	29.561	30.153	30.756	31.371	31.998
Denar in denarni ustrezniki	9.046	9.598	9.806	10.015	10.224	10.224
SKUPAJ SREDSTVA	904.610	918.658	932.269	946.645	961.751	975.847
KAPITAL	254.433	320.683	342.357	367.790	397.389	430.798
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	200.247	194.431	187.907	185.610	170.851	164.492
Rezervacije	56.361	58.052	59.793	61.587	63.434	65.337
Odložene obveznosti za davek	2.471	2.545	2.622	2.700	2.781	2.865
Dolgoročne finančne obveznosti	141.122	133.534	125.188	121.015	104.323	95.977
Dolgoročne poslovne obveznosti	293	300	305	309	313	313
KRAKOROČE OBVEZNOSTI	449.930	403.544	402.005	393.245	393.511	380.558
Kratkoročne finančne obveznosti	173.561	118.666	108.384	90.593	81.111	58.118
Kratkoročne poslovne obveznosti	227.526	234.352	241.382	248.624	256.083	263.765
Druge kratkoročne obveznosti	48.843	50.526	52.239	54.029	56.318	58.675
SKUPAJ OBVEZNOSTI	904.610	918.658	932.269	946.645	961.751	975.847

Vir: Letno poročilo za leto 2006, Strateški načrt Skupine Gorenje 2006-2010 in lastni izračuni

Iz poslovnega načrta Skupine Gorenje je razvidno, da ne predvideva pospešene rasti, čeprav ne izključuje možnosti prevzema še kakšnega podjetja v vzhodni in jugovzhodni Evropi ali druge oblike strateških partnerstev (kar pa v strateški načrt zaenkrat ni vključeno). Iz bilanc v tabeli 10 in 11 je razvidno, da bodo investicije Skupine Gorenje v naslednjih letih zgolj v višini amortizacije sredstev (stalna sredstva ostajajo na nivoju leta 2006) in bo dokapitalizacija v letu 2007 uporabljena za odplačilo predvsem kratkoročnih posojil. Skupina Gorenje si bo tako pripravila zdravo osnovo za nadaljnjo rast, hkrati pa bo imela dovolj potencialnih virov financiranja za prevzem tudi kakšnega večjega podjetja v panogi bele tehnike.

Tabela 12: Prosti denarni tok v letu 2006 in napovedi za obdobje 2007 – 2011 (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
NOPLAT	22.943	21.959	24.579	26.842	29.237	30.911
Amortizacija	49.582	52.823	52.426	52.084	51.791	51.539
Drugi nedenarni odtoki (prevred., rezervacije)	8.038	8.279	8.527	8.783	9.047	9.318
BRUTO DENARNI TOK	80.562	83.060	85.532	87.710	90.075	91.768
Povečanje poslovnega obratnega kapitala	38.826	3.366	3.485	3.558	3.213	3.308
Investicije v stalna sredstva	73.947	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Bruto investicije	112.773	53.366	53.485	53.558	53.213	53.308
PROSTI DENARNI TOK	-32.211	29.694	32.047	34.152	36.861	38.460

Vir: Tabela 10, 11 in lastni izračuni

Iz izračuna prostega denarnega toka je razvidno, da izhodišča strateškega načrta vodijo do pozitivnega denarnega toka. Ta se lahko ustvari zgolj s preudarnim investiranjem v stalna sredstva in omejevanjem rasti angažiranega obratnega kapitala. Pozitivni denarni tok se bo v prihodnosti namenjal za odplačila kratkoročnih posojil in za izboljšanje strukture virov financiranja. Skupina je namreč v preteklih letih močno izkoriščala finančni vzvod, saj je v letu 2006 dosegla razmerje med tujimi viri financiranja (obveznostmi iz financiranja) in lastniškim kapitalom v višini 54:46.

Tabela 13: Investirani kapital v letu 2006 in napovedi za obdobje 2007 – 2010 (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
Gibljava sredstva	464.550	478.196	492.246	506.712	521.606	536.941
Obveznosti iz poslovanja	-335.494	-345.775	-356.340	-367.248	-378.929	-390.955
Poslovni obratni kapital	129.055	132.421	135.906	139.464	142.678	145.986
Stalna sredstva	384.478	381.827	379.677	377.876	376.377	375.139
INVESTIRANI KAPITAL	513.534	514.248	515.583	517.340	519.055	521.125
Neposlovna sredstva	55.583	58.635	60.346	62.057	63.768	63.768
SKUPAJ SREDSTVA	569.116	572.883	575.929	579.397	582.823	584.893
Kapital	254.433	320.683	342.357	367.790	397.389	430.798
Obveznosti iz financiranja	314.683	252.200	233.572	211.608	185.434	154.095
SKUPAJ OBVEZNOSTI	569.116	572.883	575.929	579.397	582.822	584.893

Vir: Tabela 10, 11 in lastni izračuni

IV. 4. Izračun povprečnega stroška kapitala podjetja

Po CAPM modelu lahko izračunamo donosnost lastniškega kapitala iz donosnosti netvegane naložbe, beta koeficienta in ocene zahtevane tržne donosnosti. Ker se v Sloveniji kapitalski trg počasi razvija in ker še ne obstajajo zbirke potrebnih podatkov, se običajno pri izračunih uporabljajo podatki, ki so objavljeni za ameriški trg vrednostnih papirjev. Skupina Gorenje je multinacionalka, ki večino svoje proizvodnje proda na tujih trgih, zato je primerjava s svetovnimi multinacionalkami v panogi gospodinjskih aparatov potrebna in smiselna. Iz letnega poročila Skupine Gorenje izhaja, da ima večino dolga najetega v evrih in izračun obrestne mere vezan na EURIBOR. V letih 2005 in 2006 je že prišlo do dviga izhodiščne obrestne mere za EURIBOR in sicer za cca. 1 %, v letu 2007 pa še za 0,25 % tako, da bo v izračunu WACC za leto 2007 in dalje upoštevana obrestna mera 5,18%. Donosnost netvegane naložbe znaša 5,20 % in je izračunana kot povprečje donosnosti ameriških državnih obveznic v obdobju od leta 1928 do leta 2006¹. Daljše ko je obdobje iz katerega se izračuna povprečje, bolj se izničijo nepredvidena nihanja oz. odkloni v posameznih letih, ki so posledica naključnih dogodkov. Tržna donosnost za dejavnost gospodinjskih aparatov je 4,80% in deželno tveganje za Slovenijo 0,90%; skupaj je torej zahtevana tržna donosnost 5,70%². Deželno tveganje pomeni, da investitorji zaradi večje tveganosti kapitalskega trga v Sloveniji in njegove nerazvitosti, pričakujejo 0,90% večjo donosnost delnic kot na razvitem ameriškem trgu kapitala. Po podatkih ameriškega trga znaša povprečni beta koeficient za dejavnost gospodinjskih aparatov 0,74³. Ta velja za podjetja, ki so v celoti financirana z lastnim kapitalom; v kolikor pa podjetja izkoriščajo finančni vzvod, se beta izračuna z uporabo Hamada formule.

Pri izračunu tehtanega povprečja stroškov celotnega kapitala moramo izhajati iz ciljne oz. optimalne strukture virov financiranja. Optimalna struktura je tista, pri kateri je vrednost za lastnike največja (Brigham, 2004, str. 504). Vrednost Skupine Gorenje je izračunana z diskontiranjem bodočih prostih denarnih tokov, ki jih bo Skupina Gorenje dosegla v obdobju od leta 2007 do leta 2011, katerim je prišteta še končna vrednost in neposlovna sredstva. Natančen izračun bo prikazan v nadaljevanju naloge.

¹ Podatki povzeti po Damodoran On-line (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>)

² Podatki povzeti po Damodoran On-line (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem05.xls>)

³ Podatki povzeti po Damodoran On-line (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betas05.xls>)

Tabela 14: Izračun ciljne optimalne strukture celotnega kapitala za Skupino Gorenje (v 000 EUR)

	Delež dolga 0%	Delež dolga 10%	Delež dolga 20%	Delež dolga 30%	Delež dolga 40%	Delež dolga 50%	Delež dolga 60%
Donosnost netvegane naložbe	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
Tržno tveganje	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Beta koeficient objavljen za panogo bele tehnike - za nezadolženo podjetje	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Beta koeficient zadolženega podjetja	0,74	0,80	0,89	0,99	1,13	1,33	1,63
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala (CAPM)	9,42%	9,78%	10,26%	10,86%	11,67%	12,79%	14,48%
Strošek dolga	4,93%	4,93%	5,00%	5,20%	5,50%	6,00%	6,50%
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	25,00%	22,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Dejanska obrestna mera	3,70%	3,85%	4,00%	4,16%	4,40%	4,80%	5,20%
Delež lastniškega kapitala	100,00%	90,00%	80,00%	70,00%	60,00%	50,00%	40,00%
Delež dolga	0,00%	10,00%	20,00%	30,00%	40,00%	50,00%	60,00%
WACC	9,42%	9,19%	9,01%	8,85%	8,76%	8,80%	8,91%
Vrednost podjetja	660.098	684.090	704.556	723.476	735.215	730.634	716.210

Vir: Tabela 12 in lastni izračuni na osnovi podatkov iz zbirk objavljenih na URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar> dne 20.7.2007

Iz tabele 14 je razvidno, da je pri 40 % financiranju z dolžniškim kapitalom vrednost Skupine Gorenje največja. V tabeli 15 je prikazana vrednost delnice in čisti dobiček na delnico ob predpostavljenih deležih dolžniškega kapitala. Tudi iz te tabele je razvidno, da je optimalno financiranje Skupine Gorenje 40 % dolžniškega kapitala in 60 % lastniški kapital.

Tabela 15: Izračun vrednosti delnice in čistega dobička na delnico ob različni strukturi virov financiranja za Skupino Gorenje (v 000 EUR)

Delež dolga	Vrednost podjetja	Tržna vrednost dolga	Tržna vrednost kapitala	Vrednost delnice	Število delnic	Čisti dobiček	Dobiček na delnico
0%	660.098	0	660.098	22,00	30.000.000	22.795	0,76
10%	684.090	68.409	615.681	22,80	27.000.000	21.076	0,78
20%	704.556	140.911	563.645	23,98	23.500.000	18.678	0,79
30%	723.476	217.043	506.434	26,65	19.000.000	15.285	0,80
40%	735.215	294.086	441.129	31,51	14.000.000	11.375	0,81
50%	730.634	365.317	365.317	30,44	12.000.000	6.779	0,56
60%	716.210	429.726	286.484	28,65	10.000.000	1.969	0,20

Vir: Tabela 14, 10, 11 in lastni izračuni

Optimalno ciljno strukturo virov celotnega kapitala uporabimo za izračun bodočega tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC).

Tabela 16: Izračun WACC za obdobje od leta 2006 do leta 2011 (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
Donosnost netvegane naložbe	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
Tržno tveganje	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Beta koeficient objavljen za panogo bele tehnike - za nezadolženo podjetje	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Beta koeficient zadolženega podjetja	1,11	1,12	1,12	1,13	1,13	1,13
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala (CAPM)	11,53%	11,58%	11,61%	11,64%	11,67%	11,67%
Strošek dolga	4,93%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	25,00%	23,00%	22,00%	21,00%	20,00%	20,00%
Dejanska obrestna mera	3,70%	4,24%	4,29%	4,35%	4,40%	4,40%
Delež lastniškega kapitala	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%
Delež dolga	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
WACC	8,40%	8,64%	8,68%	8,72%	8,76%	8,76%

Vir: Lastni izračuni na osnovi letnih poročil in podatkov povzetih iz zbirk objavljenih na URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar> dne 20.7.2007

IV. 5. Izračun vrednosti Skupine Gorenje z modelom diskontiranega denarnega toka

Zadnji korak pri vrednotenju je izračun ter preverjanje in testiranje vrednosti v okviru scenarija razvoja Skupine Gorenje. Seštevek vseh diskontiranih vrednosti je operativna vrednost Skupine Gorenje na dan 31.12.2006, izračunana po naslednji formuli:

$$\text{Operativna vrednost podjetja}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Prosti denarni tok za podjetje v letu } t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Končna vrednost}}{(1 + \text{WACC})^t}$$

V tabeli 12 je bil napovedan prosti denarni tok za obdobje od leta 2007 do leta 2011 (eksplicitno obdobje). Vsak denarni tok posameznega leta se diskontira s pomočjo tehtanega povprečnega stroška celotnega kapitala, upoštevajoč število let, na sedanjo vrednost. Po obdobju eksplicitne napovedi denarnih tokov se končna vrednost izračuna s pomočjo gordonovega modela rasti in diskontira na sedanjo vrednost.

Tabela 17: Izračun operativne vrednosti Skupine Gorenje z modelom diskontiranega denarnega toka (v 000 EUR)

Leto	Prosti den.tok (FCF)	WACC	Sedanja vrednost prostega den.toka
2007	29.694	8,64%	27.332
2008	32.047	8,68%	27.131
2009	34.152	8,72%	26.574
2010	36.861	8,76%	26.344
2011	38.460	8,76%	25.273
Diskontirana končna vrednost			522.267
Skupaj operativna vrednost skupine			654.921

Vir: Tabele 12, 13, 16 in lastni izračuni

V tabeli 17 je prikazana diskontirana vrednost prostega denarnega toka za obdobje od leta 2007 do leta 2011 in diskontirana končna vrednost. Za izračun končne vrednosti Skupine Gorenje potrebujemo predvideno rast prostega denarnega toka, ki bo trajala teoretično v neskončnost. Ocena rasti po obdobju eksplicitne napovedi, torej od leta 2012 dalje, mora verodostojno odražati stanje, v katerem so bo Skupina Gorenje in panoga predvidoma nahajala v prihodnosti. Najpogosteje se predpostavi, da bo po poteku eksplicitnega obdobja

WACC enak kot v zadnjem letu eksplicitne napovedi, torej 8,28 %. Predvidevamo, da bo rast prostega denarnega toka dolgoročno 3,74% (vir Tabela 3), ob upoštevanju predpostavk o rasti vrednostne prodaje na posameznih trgih in tržnih deležih Skupine Gorenje na teh trgih. Ob upoštevanju zgoraj omenjenih predpostavk znaša na dan 31.12.2006 diskontirana končna vrednost Skupine Gorenje 522.267 tisoč EUR.

V tabeli 18 je prikazan izračun operativne vrednosti podjetja z modelom diskontiranega denarnega toka. K operativni vrednosti Skupine Gorenje moramo prišteti še neposlovna sredstva, kot so: dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe, naložbene nepremičnine, kratkoročna sredstva namenjena za prodajo in denarna sredstva. Celotna vrednost podjetja je 710.504 tisoč EUR, vrednost lastniškega kapitala pa 395.821 tisoč EUR.

Tabela 18: Izračun vrednosti lastniškega kapitala Skupine Gorenje z modelom diskontiranega denarnega toka na dan 31.12.2006 (v 000 EUR)

	v 000 EUR
Operativna vrednost Skupine Gorenje	654.921
Neposlovna sredstva Skupine Gorenje	55.583
Celotna vrednost Skupine Gorenje	710.504
Vrednost dolžniškega kapitala	314.683
Vrednost lastniškega kapitala	395.821
Število izdanih delnic	12.200.000
Vrednost delnice 31.12.2006	32,44 €

Vir: Tabele 12, 17 in lastni izračuni

Po modelu diskontiranega denarnega toka je delnica Gorenja na dan 31.12.2006 vredna 32,44 EUR in je višja od knjigovodske vrednosti delnice 20,86 EUR. Enotni tečaj delnice GRVG zadnji trgovalni dan v letu 2006 (27.12.2006) je znašal 26,65 EUR. V prvih štirih mesecih leta 2007 je delnica GRVG dosegla neverjetno rast; na dan 4.5.2007 je bil njen enotni tečaj 36,19 EUR.

IV. 6. Vrednotenje Skupine Gorenje z modelom ekonomske dodane vrednosti

Za izračun vrednosti podjetja z modelom EVA so potrebni trije podatki: vrednost investiranega kapitala, NOPLAT in presežni donos na investirani kapital (ROIC-WACC). Vsi trije podatki so razvidni iz tabele 19.

Ekonomska dodana vrednost je vsa leta negativna, ker donos na vložena sredstva (ROIC) ne dosega povprečnega stroška kapitala (WACC). Čeprav ROIC z leti narašča, pa se ravno za toliko povečuje tudi povprečni strošek kapitala. Skupina Gorenje mora bolj preudarno investirati, dosežati višjo razliko v ceni in obvladovati obratni kapital (zaloge, terjatve). Negativni ekonomski dobiček skozi vrsto let povzroči, da je sedanja vrednost bodočih ekonomskih dobičkov konec leta 2006 nižja od začetnega stanja investiranega kapitala.

Tabela 19: Izračun ekonomske dodane vrednosti za obdobje od 2007 do 2011 (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
NOPLAT	22.943	21.959	24.579	26.842	29.237	30.911
ROIC	5,09%	4,28%	4,78%	5,21%	5,65%	5,96%
WACC	8,40%	8,64%	8,68%	8,72%	8,76%	8,76%
Razlika (ROIC - WACC)	-3,30%	-4,37%	-3,90%	-3,52%	-3,11%	-2,81%
Investirani kapital (na začetku leta)	450.342	513.534	514.248	515.583	517.340	519.055
Ekonomski dobiček (v 000 EUR)	-14.864	-22.431	-20.072	-18.125	-16.085	-14.561
NOPLAT	22.943	21.959	24.579	26.842	29.237	30.911
Strošek kapitala	-37.807	-44.390	-44.651	-44.968	-45.322	-45.472
Ekonomski dobiček	-14.864	-22.431	-20.072	-18.125	-16.085	-14.561

Vir: Tabele 12, 13 in 6

Vrednotenje Gorenja z modelom EVA je nemogoče, ker je ekonomski dobiček negativen. To pomeni, da Skupina ne povečuje vrednosti za vlagatelje kapitala, ampak zmanjšuje vrednost ($ROIC < WACC$).

IV. 7. Vrednotenje Skupine Gorenje z modelom denarnega toka dobičkonosnosti naložbe

Model denarnega toka dobičkonosnosti naložbe (ang. Cash flow return on investment, CFROI) omogoča izračun vrednosti podjetja iz agregatnih podatkov podjetja v določenem obdobju. Za izračun CFROI so potrebni štirje podatki: vrednost sredstev, bruto denarni tok, ki ga generirajo ta sredstva, življenjska doba sredstev in preostala vrednost sredstev.

Vrednost sredstev, ki jih poseduje Skupina Gorenje izračunamo tako, da vrednosti sredstev na koncu opazovanega obdobja prištejemo obračunano amortizacijo in tako pridemo do začetne vrednosti sredstev oz. do začetne investicije tega obdobja. Bruto denarni tok je enak vsoti NOPLAT in amortizacije. Življenjsko dobo sredstev ocenimo tako, da vrednost sredstev, ki se amortizirajo, podelimo z obračunano amortizacijo v opazovanem obdobju. Na koncu predpostavimo, da predstavlja končno vrednost podjetja obratni kapital, osnovna sredstva, ki se ne amortizirajo (zemljišča in podobno) ter osnovna sredstva v gradnji in izdelavi. To so sredstva, ki se po preteku življenjske dobe sprostijo.

Izračun vrednosti Skupine Gorenje z modelom CFROI je prikazan v Prilogi 3. Neto denarni tok vsakega obdobja se diskontira s tehtanim povprečnim stroškom celotnega kapitala, kot so razvidni iz tabele 16. Bruto denarni tok je za eksplicitno obdobje povzet po tabeli 12, prav tako investicije v stalna sredstva. Življenjska doba osnovnih sredstev Skupine Gorenje je 10 let. Izračun temelji na podatkih o nabavni vrednosti osnovnih sredstev, ki se amortizirajo in letnega zneska amortizacije.

Seštevku diskontiranih vrednosti neto denarnega toka prištejemo še vrednost obratnega kapitala, osnovnih sredstev, ki se ne amortizirajo in neposlovnih sredstev. Skupaj celotna vrednost Skupine Gorenje znaša 712.253 tisoč EUR in je skoraj enaka kot z modelom diskontiranega denarnega toka. Vrednost delnice na dan 31.12.2006 je razvidna iz tabele 20, celoten izračun po modelu CFROI pa iz priloge 3.

Tabela 20: Izračun vrednosti lastniškega kapitala Skupine Gorenje na dan 31.12.2006 z modelom CFROI (v 000 EUR)

	v 000 EUR
Celotna vrednost Skupine Gorenje	712.253
Vrednost dolžniškega kapitala	314.683
Vrednost lastniškega kapitala	397.570
Število izdanih delnic	12.200.000
Vrednost delnice 31.12.2006	32,59 €

Vir: Priloga 3, tabela 11

Uporaba modela CFROI je bolj priporočljiva v naslednjih primerih:

- če ima podjetje sredstva z zelo dolgo življenjsko dobo (nad 15 let),

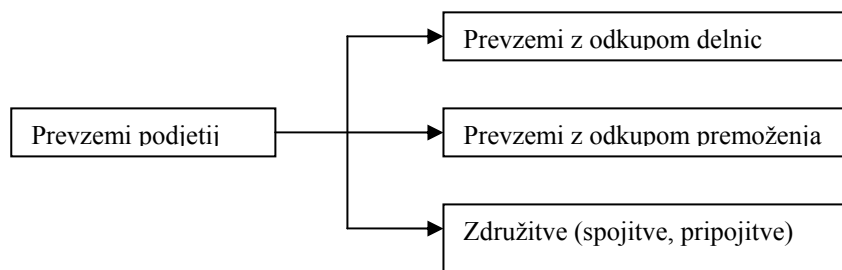
- če je vrednost stalnih sredstev precej večja, kot je vrednost neto obratnih sredstev,
- če so sredstva podjetja zelo stara ali pa nova,
- če podjetje investira v sredstva zelo neenakomerno.

Nobena od navedenih trditev za Skupino Gorenje ne drži, zato metoda CFROI za oceno vrednosti ni primerna. Bistvena razlika med modelom CFROI in modelom diskontiranih denarnih tokov je v tem, da ni potrebno sprejemati predpostavk o poslovanju po obdobju natančne napovedi.

V. PREVZEMI KOT STRATEGIJA RASTI

Prevzemi drugih podjetij kot osnovna strategija ali dopolnitev organske rasti pomenijo večjo stopnjo rasti s tako rekoč neomejenim potencialom za rast ob praviloma večjem obsegu potrebnih finančnih resursov in večjem tveganju (Bertoncelj, 2005, str. 19). Prevzemi nimajo negativnega vpliva na raziskovalno in investicijsko dejavnost podjetij ter ne podcenjujejo dolgoročne usmerjenosti poslovnih strategij in odločitev managerjev (Bešter, 1996, str.139). Najpogosteje prihaja do prevzemov zaradi težnje po prerazporeditvi proizvodnih dejavnikov in cilju doseči višjo učinkovitost v potrošnji proizvodnih dejavnikov.

Slika 2: Osnovne oblike prevzemov podjetij (Bešter, 1996, str. 30)

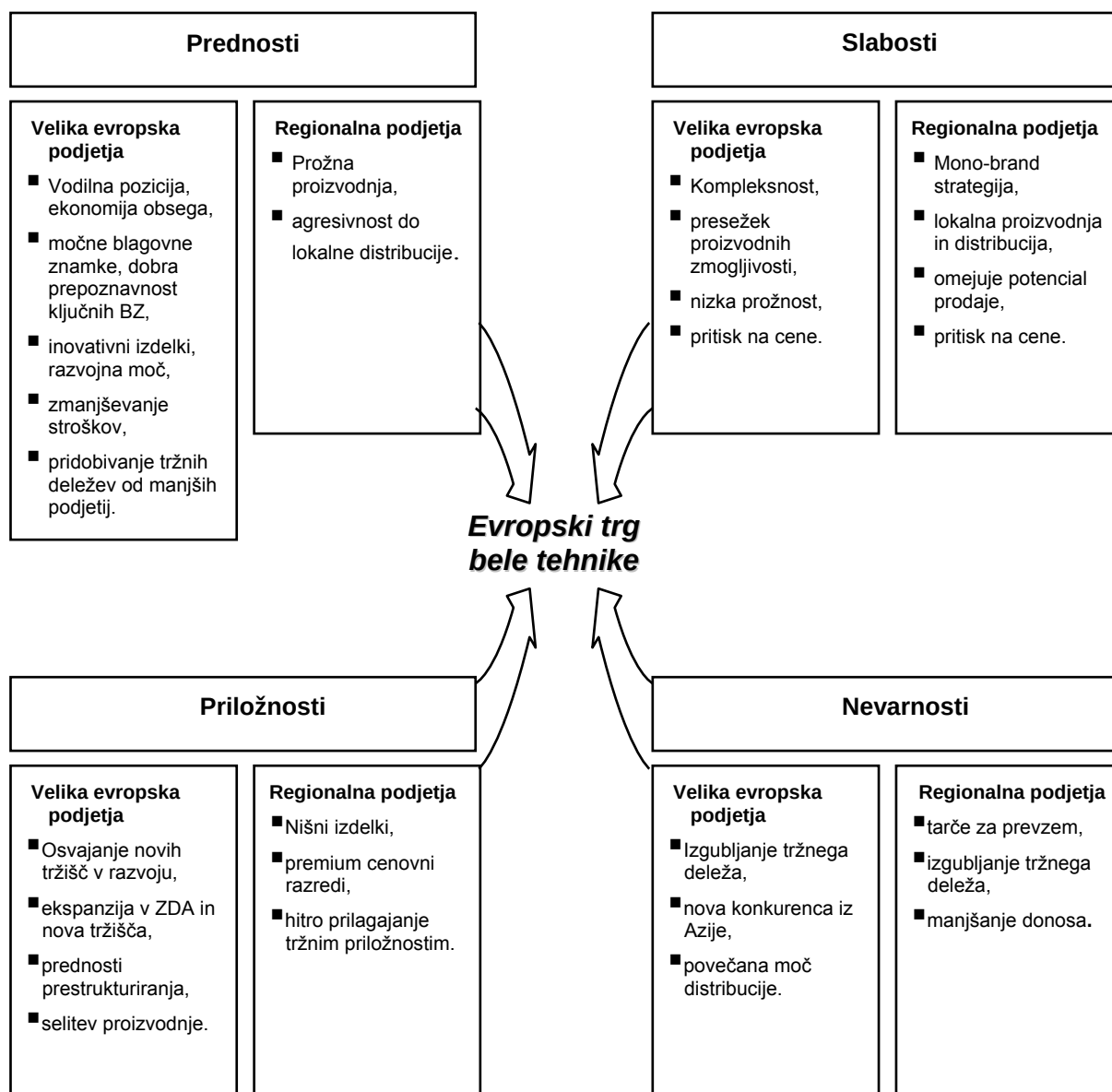


Prevzem podjetij z odkupom delnic pomeni, da prevzemnik pridobi potrebno število glasov, ki mu zadoščajo za prevzem nadzora nad podjetjem (Bešter, 1996, str. 31). V primeru prevzema podjetja z odkupom dela ali celotnega premoženja prevzemnik pridobi večino premoženja prevzete družbe, ki po prenosu lastništva običajno preneha obstajati.

Združitev je oblika prevzema podjetij, ko iz dveh ali več podjetij nastane eno samo. Kategorija združitve se deli na pripojitve in spojitve. Pripojitev pomeni, da eno od obeh

podjetij, ki se združujeta, prenese na drugo podjetje vse svoje premoženje in obveznosti ter preneha obstajati. Pri spojitvah se dve ali več podjetij združi v popolnoma novo podjetje in nanj prenesejo svoje premoženje in obveznosti ter prenehajo obstajati (Bertoncelj, 2005, str. 14).

Slika 3: Analiza prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti (SWOT) za panogo bele tehnike



Vir: Poročilo o Gfk raziskavi trga bele tehnike

Iz slike 3 je razvidna primerjalna analiza prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti podjetij na evropskem trgu bele tehnike. Ko se podjetje odloča za lastniške povezave s strateškimi partnerji, mora najprej izhajati iz analize trga in konkurenčnih podjetij v panogi.

Slika 4: Analiza prednosti, slabosti, nevarnosti in priložnosti (SWOT) za Skupino Gorenje

Slabosti ▪ Visoka kompleksnost viša proizvodne stroške, ▪ cena delovne sile, ▪ relativna šibkost v nabavi, ▪ nerazvitost nabavnih virov v okolici podjetja, ▪ majhna moč blagovne znamke na tržiščih z velikim potencialom, ▪ nizka sredstva za razvoj blagovne znamke (možen razvoj samo ene znamke v evropskem prostoru), ▪ prevelik razpon blagovne znamke, ▪ različna pozicija podjetja/blagovne, znamke na različnih evropskih tržiščih, ▪ visoki stroški podjetij v tujini, ▪ prevelika prisotnost v nižjih razredih oz. premajhna prisotnost v višjih cenovnih razredih, ▪ predolg čas razvoja, ▪ neprilagojenost potrebam trga pri določenih produktnih skupinah na določenih tržiščih, ▪ ekonomija obsega, ▪ velik delež nekaterih kupcev, ▪ še vedno ne dovolj dober ugled podjetja.	Prednosti ▪ Širok asortima izdelkov, ▪ relativna prožnost podjetja, ▪ mednarodna usmeritev, ▪ dobri odnosi s ključnimi kupci, ▪ mreža podjetij v tujini, ▪ pripadnost zaposlenih, ▪ potencial za razvoj inovativnih izdelkov, ▪ dizajnske linije izdelkov, ▪ dobro izgrajeni odnosi s poslovnimi partnerji na evropskem tržišču, ▪ moč blagovne znamke na JV in VE tržiščih - vodilni položaj na trgu ▪ dobro razmerje kvaliteta cena, ▪ poznana blagovna znamka v distribuciji na vseh tržiščih, ▪ dobro organiziran servis, ▪ poznavanje kulture in jezika na tržiščih JV Evrope, ▪ dobri kadri, vlaganje v znanje, ▪ prilagodljivost podjetja.
Nevarnosti ▪ Velika moč distribucije v primerjavi z močjo Gorenja, ▪ pritisk konkurence na tržne deleže v JV Evropi, ▪ koncentracija distribucije, ▪ koncentracija proizvajalcev, ▪ rast cen surovin, ▪ nižja cena na trgu, ▪ nadaljevanje vstopanja blagovnih znamk v nižje cenovne razrede, ▪ agresivnost konkurence, ▪ vstopanje znanih BZ (LG, Samsung) v panogo bele tehnike, ▪ slabitev konkurenčnosti v primerjavi z globalisti, ▪ reciklaža, ▪ nadaljevanje transparentnosti evropskega trga in vpliva na znižanje cen.	Priložnosti ▪ Vstop na nova tržišča, ▪ pokrivanje nišnih segmentov trga, ▪ graditev močne panevropske znamke Gorenje orientirane na dizajn, ▪ pokrivanje višjih cenovnih razredov, ▪ proizvodnja v delih s cenejšo delovno silo, ▪ izkoristiti prednosti mednarodnega igralca (pan-evropska distribucija,...) in regionalnega igralca (fleksibilnost, dobro odnosi z lokalnimi kupci), ▪ notranje prestrukturiranje, ▪ izkoriščanje vseh potencialov razširitve BZ, ▪ vstopanje v nove tržne kanale, ▪ razvoj ostalih dejavnosti, ▪ razvojno sodelovanje s kupci, ▪ rast skozi pripajanja podjetij, ▪ nove proizvodne lokacije, ▪ izkoriščanje trendov v distribuciji (širjenje preko meja).

Vir: Poročilo o Gfk raziskavi trga bele tehnike

Iz slike 3 je razvidno, katere so prednosti in priložnosti velikih podjetij v panogi (mednje spada tudi Gorenje) in katere so slabosti in nevarnosti, pred katerimi se morajo velika podjetja ubraniti, tudi s strateškimi povezavami z drugimi podjetji. Prednosti, ki jih lahko velika podjetja izkoristijo s strateškimi povezavami z manjšimi podjetji so: prožna proizvodnja, nišni in premium cenovni razredi ter hitro prilagajanje tržnim priložnostim. Hkrati pa lahko prevzemno podjetje, ki ima dobro razvite določene potenciale, v strateški povezavi z manjšim podjetjem, temu odpravi njegove slabosti in zmanjša nevarnosti, ki mu pretijo, kot so: omejen potencial prodaje, izgubljanje tržnega deleža, lokalna distribucija, omejenost proizvodnje na en izdelek in posledično manjši donosi.

V. 1. Iskanje primernega podjetja za prevzem

V boju za obstanek na tržišču morajo proizvajalci bele tehnike iskati različne načine za doseganje stroškovne učinkovitosti. Ena od oblik je selitev proizvodnje v države z nižjo ceno delovne sile in doseganje sinergij. Teorija sinergije temelji na predpostavki, da je s prerazporeditvijo poslovnih resursov in ustvarjanjem pozitivnih operativnih in finančnih sinergijskih učinkov mogoče izboljšati učinkovitost poslovnega sistema (Bertoncelj, 2005, str. 21). V gospodarstvu obstajajo teorije obsega, ki jih nekatera podjetja pred povezovanjem ne dosegajo. Ekonomije obsega obstajajo zaradi nedeljivosti nekaterih proizvodnih dejavnikov, katerih stroški na enoto proizvoda ali storitve se zmanjšujejo z naraščanjem proizvedene količine.

Gorenje ima močno in prepoznavno blagovno znamko ter razvito razvojno-raziskovalno dejavnost. To bi lahko bil motiv za prevzem podjetja, ki navedenega nima razvitega. S tem bi se doseglo višjo stopnjo izkoriščenosti razpoložljivih sredstev podjetja in zagotovitev manjkajočih sredstev prevzetemu podjetju.

Za uspešni prevzem bi morale biti glavne prednosti prevzetega podjetja:

- izhajati mora iz področja s cenejšo delovno silo,
- prepoznavno mora biti na trgih, kjer so veliki potenciali rasti in imeti pomemben delež na teh trgih,
- združeno podjetje mora dosegati določene prednosti ekonomije obsega.

Podjetja, potencialno primerna za prevzem s strani Gorenja bi lahko bila:

1. SNAIGE LITVA

Podjetje Snaige je edini in največji proizvajalec hladilnikov in zamrzovalnikov v baltskih državah. V panogi bele tehnike je podjetje zelo prepoznavno. Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1963 v državni lasti; kasneje je bilo v celoti privatizirano in od leta 1998 njegove delnice kotirajo na litvanski borzi. V preteklih petih letih je podjetje veliko investiralo v razvoj novih izdelkov in modernizacijo proizvodnje. Njihov proizvodnji asortiman zajema preko trideset različnih variant hladilnikov in zamrzovalnikov za gospodinjstva, industrijo, gostinstvo in podobno. Nominalne proizvodne kapacitete so 800.000 aparatov letno, ki pa jih ne morejo v celoti izkoristiti. Tako npr. najnovejša tovarna v Kaliningradu s proizvodno kapaciteto 350.000 aparatov proizvede le okoli 150.000 aparatov letno. Konec leta 2006 je podjetje zaposlovalo 2.231 delavcev v matični družbi in petih odvisnih družbah v Ukrajini, Rusiji in Litvi. V vseh odvisnih družbah je matično podjetje 100 % lastnik.

Tabela 21 : Pregled nekaterih podatkov za Skupino Snaige v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Kategorija	2006	2005	2004	2003	2002
Celotna sredstva	3.440.000	3.236.000	1.908.000	1.606.000	1.518.000
Lastniški kapital	1.136.000	1.294.000	919.000	764.000	721.000
Dobiček iz poslovanja	275.000	190.000	214.000	161.000	145.000
Čisti dobiček	180.000	156.000	159.000	95.000	44.000
Povprečno število zaposlenih	16.701	14.881	10.283	9.537	7.533

Vir: Letno poročilo Skupine Snaige za leto 2006

V letu 2006 je Snaige prodal za 103 mio EUR izdelkov, kar je 5 % manj od leta 2005. Družba izvozi 90 odstotkov proizvodnje, pri čemer so glavni trgi Rusija, Ukrajina, Poljska ter skandinavske in baltske države. Manjši prihodki leta 2006 so posledica hude konkurence na domačem in ruskem trgu, kar ima za posledico nižanje cen. Na Latvijskem in Estonskem trgu pa je Snaige v letu 2006 prodal manj aparatov in nekoliko zmanjšal tržni delež. Zmanjšana prodaja je močno vplivala na poslovni rezultat, tako da je družba lani ustvarila dobre tri milijone evrov izgube. Slabše poslovanje je posledica vse hujše konkurence, ki ji družba sama ni kos, zato odkrito išče strateškega partnerja in lastnika.

Cena delnice na borzi se giblje okoli 2,9 evra, kar pomeni dobri dve knjigovodski vrednosti delnice. Razmerje med tržno ceno in prodajo na delnico pa je 0,5. Tržna kapitalizacija družbe znaša nekaj manj kot 67 milijonov evrov. Glede na poslovanje tudi morebitni prevzem ne bi smel potekati občutno nad sedanjo tržno ceno. V vseh pogledih je tako Snaige približno desetkrat manjši od Gorenja in primerna tarča za prevzem, če Gorenju ustrezajo proizvodna kakovost in zmogljivosti litovske družbe (Lipnik, 2007).

2. AMICA POLJSKA

Je največji poljski proizvajalec bele tehnike s 22% tržnim deležem na domačem tržišču. Proizvajajo pečice, peči, hladilnike, zamrzovalnike in pralne stroje. Prihodki so leta 2006 znašali 300 mio EUR, od tega predstavlja izvoz približno 43%. Podjetje je leta 2004 naredilo velik korak naprej z reorganizacijo prodajne mreže in novimi marketinškimi strategijami ob hkratnem nižanju ostalih stroškov. Podjetje od leta 2005 dalje stagnira in ne dosega skoraj nobene rasti prihodkov. Dobiček iz poslovanja predstavlja le od 3,5% do 4% vseh prihodkov.

Tabela 22 : Pregled nekaterih podatkov za podjetje Amica v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Kategorija	2006	2005	2004	2003	2002
Celotna sredstva	235.223	204.226	175.208	146.073	168.969
Lastniški kapital	81.308	78.645	72.881	48.381	55.177
Dobiček iz poslovanja	5.807	4.913	13.854	5.033	11.037
Čisti dobiček	1.786	1.006	7.245	469	2.825
Povprečno število zaposlenih	2.269	2.236	2.115	2.135	2.102

Vir: Letna poročila podjetja Amica za leta 2006, 2005, 2004 in 2003

Delnice podjetja kotirajo na varšavski borzi po povprečni ceni 40 EUR/delnico. Po ocenjenih tržnih podatkih je podjetje Amica vredno 100 mio EUR. Glavna pomanjkljivost podjetja je omejitev na domači trg (57 % prodaje) in dejstvo, da je direktor podjetja neposredno ali posredno lastnik 43,2% lastniškega deleža.

Amica Poljska je manj primerno podjetje za prevzem kot Snaige, ker:

- dejavnost Amice je zelo podobna dejavnosti Gorenja (sta konkurenta),
- že sami so razmišljali o selitvi proizvodnje peči v Rusijo,

- iz združitve bi več pridobila Amica kot Gorenje, ker bi lahko izkoriščala izdelane prodajne poti Gorenja,
- ima podobne težave pri poslovanju kot Gorenje: visoki stroški in visok obratni kapital, kar zmanjšuje dobičkonosnost.

V. 2. Sinergije prevzema

V prejšnjem poglavju je bilo ugotovljeno, da je trenutno edino primerno podjetje za prevzem Snaige Litva. Lastniki družbe so stranke Hansabanke (skupaj imajo 51,9 odstotka) in stranke banke SEB (ki imajo 8,5 odstotka). Podjetje išče strateškega investitorja, ki bi bil poleg kapitala pripravljen investirati tudi znanje in vire, ki so potrebni za uspešno delovanje v panogi bele tehnike.

Sinergije prevzema za Gorenje bi lahko bile naslednje:

- Razširitev dejavnosti in prodajnega asortimana na hladilno in zamrzovalno tehniko za industrijo, trgovino in gostinstvo. Te dejavnosti Gorenje nima razvite.
- Prenos znanja in tehnologije proizvodnje hladilne in zamrzovalne tehnike za gospodinjstva. Na tem področju Gorenje ni sledilo razvoju tehnologije proizvodnje energetske varčnih aparatov.
- Izkoriščanje izdelanih prodajnih poti prevzetega podjetja in utrditev tržnega položaja oz. povečanje tržnih deležev Gorenja v vzhodni Evropi in baltskih državah.
- Izkoriščanje proizvodnih potencialov podjetja, kot so neizkoriščene proizvodne kapacitete, tehnologija in cenejša delovna sila.

Sinergije prevzema za Snaige bi lahko bile naslednje:

- Okrepitev tržnega deleža predvsem v Zahodni Evropi in povečanje prodaje.
- Izkoriščanje izdelanih prodajnih poti in prodajnih ter poprodajnih storitev Gorenja.
- Povečanje izkoriščenosti proizvodnih kapacitet, izkoriščanje ekonomije obsega in posledično nižanje stroškov proizvodnje na enoto izdelka.
- Povečanje konkurenčnosti obstoječih izdelkov in potencial za širitev prodajnega asortimana še na izdelke Gorenja pod lastno blagovno znamko ali blagovno znamko Gorenja.

Sinergije, ki nastanejo pri združitvi, imajo skupen učinek na združeno podjetje, pri čemer je vrednost združenega podjetja praviloma večja od vrednosti posameznih podjetij. Združitev ne sme temeljiti zgolj na finančnih pričakovanjih, temveč na stvarnih in vsakdanjih stvareh, kot so trgi in tehnologija. Strategija združitve, ki izkorišča samo sinergijo stroškov in ustvarja rast le z enostavnim seštevanjem prihodkov od prodaje obeh podjetij je neprimerna. Rast z združitvijo mora ustvariti pogoje za tako izkoriščanje kombiniranih virov združenih podjetij, da postane »ena plus ena več kot dva« (Habeck et.al., 2000, str. 18).

V zreli panogi bele tehnike so najpogostejši razlogi za združitev ekonomski cilji prevzemne družbe, ki želi doseči določene učinke čiste ekonomije velikega obsega. Namenjene so zmanjševanju stroškov na enoto ali boljši izkoriščenosti presežnih zmogljivosti.

V. 3. Ocena vrednosti združenega podjetja z modelom diskontiranega denarnega toka

Gorenje bi lahko v naslednjih mesecih prevzelo podjetje Snaige. Lastnika AB bank »Hansabankas«, ki ima 51,9 % lastniški delež in Skandinaviska Enskilda Banken z 8,5 % lastniškim deležem sta pripravljena prodati svoja lastniška deleža za okvirno ceno 40,5 mio EUR (Vir: Finance št. 93/2007). Gorenje lahko izvede prevzem le, če pridobi dodaten kapital. En način je dokapitalizacija; lahko pa ga pridobi tudi s prodajo 1.183.342 lastnih delnic. Financiranje prevzema le z najetjem dodatnih posojil ni možno, saj bi znašalo razmerje med kapitalom in dolgom že 46:54. Dodaten kapital, pridobljen iz dokapitalizacije ali iz prodaje sklada lastnih delnic pomeni tudi povečanje kreditnega potenciala podjetja.

Če izhajamo iz načrtovanih konsolidiranih bilanc Gorenja in vključimo še postavke iz napovedanih bilanc podjetja Snaige, bo načrtovana konsolidirana bilanca stanja združenega podjetja naslednja:

Tabela 23: Načrtovana konsolidirana bilanca stanja Skupine Gorenje po prevzemu Snaige (od leta 2007 dalje, v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
DOLGOROČNA SREDSTVA	408.971	463.079	468.015	473.300	478.888	479.188
Neopredmetena sredstva	22.833	35.694	35.547	35.420	35.311	36.033
Nepremičnine, naprave in oprema	352.636	391.707	395.221	399.056	403.166	402.444
Naložbene nepremičnine	984	1.043	1.085	1.127	1.168	1.168
Dolgoročne finančne naložbe	17.229	17.944	18.778	19.613	20.030	20.030
Naložbe v pridružena podjetja	6.280	7.511	7.929	8.346	9.180	9.180
Odložene terjatve za davek	9.009	9.180	9.456	9.740	10.032	10.333
KRATKOROČNA SREDSTVA	495.639	545.653	556.737	568.047	579.586	590.944
Nekratkoročna sredstva za prodajo	423	423	423	423	423	423
Zaloge	192.702	214.455	218.923	223.486	228.145	232.904
Kratkoročne finančne naložbe	21.621	22.117	22.325	22.534	22.742	22.742
Kratkoročne poslovne terjatve	242.866	269.499	275.107	280.834	286.681	292.653
Druga kratkoročna sredstva	28.982	29.561	30.153	30.756	31.371	31.998
Denar in denarni ustrezniki	9.046	9.598	9.806	10.015	10.224	10.224
SKUPAJ SREDSTVA	904.610	1.008.732	1.024.752	1.041.347	1.058.474	1.070.132
KAPITAL	254.433	324.999	348.750	377.262	410.998	462.474
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	200.247	218.604	212.907	208.919	204.988	201.974
Rezervacije	56.361	58.052	59.794	61.587	63.435	65.338
Odložene obveznosti za davek	2.471	2.545	2.622	2.700	2.781	2.865
Dolgoročne finančne obveznosti	141.122	157.707	150.188	144.323	138.459	133.459
Dolgoročne poslovne obveznosti	293	300	305	309	313	313
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	449.930	465.129	463.095	455.166	442.488	405.684
Kratkoročne finančne obveznosti	173.561	157.802	141.573	118.759	90.053	36.477
Kratkoročne poslovne obveznosti	227.526	256.801	269.283	282.378	296.118	310.532
Druge kratkoročne obveznosti	48.843	50.526	52.239	54.029	56.318	58.675
SKUPAJ OBVEZNOSTI	904.610	1.008.732	1.024.752	1.041.347	1.058.474	1.070.132

Vir: Lastni izračuni na osnovi Letnega poročila Snaige

Pri napovedi konsolidirane bilance stanja po prevzemu so bile upoštevane iste predpostavke rasti posameznih kategorij, kot pri napovedi bilance stanja za Skupino Gorenje brez prevzema, ob upoštevanju učinkov prevzema (nastanek dobrega imena iz pripojitve povečuje neopredmetena osnovna sredstva in kapital skupine se s pripojitvijo ne poveča).

Tabela 24: Načrtovani prosti denarni tok Skupine Gorenje po prevzemu Snaige (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
PROSTI DENARNI TOK	-37.513	33.265	36.029	38.274	41.205	43.038

Vir: Načrtovane bilance Skupine Gorenje, Snaige in lastni izračuni

Podjetje Snaige je v preteklosti ustvarjalo od 2 so 3 mio EUR prostega denarnega toka. Če ta podatek prištejemo k napovedi denarnega toka Skupine Gorenje, dobimo načrtovane letne vrednosti prostega denarnega toka, razvidne iz tabele 24.:

Tabela 25: Izračun poslovnega obratnega kapitala in investiranega kapitala (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
Gibljava sredstva	464.550	513.516	524.183	535.075	546.197	557.555
Obveznosti iz poslovanja	-335.494	-368.224	-384.241	-401.004	-418.964	-437.723
Poslovni obratni kapital	129.055	145.291	139.941	134.071	127.233	119.832
Stalna sredstva	384.478	436.581	440.223	444.215	448.509	448.810
INVESTIRANI KAPITAL	513.534	581.872	580.165	578.287	575.742	568.641
Neposlovna sredstva	55.583	58.635	60.346	62.057	63.768	63.768
SKUPAJ SREDSTVA	569.116	640.508	640.511	640.344	639.510	632.409
Kapital	254.433	324.999	348.750	377.262	410.998	462.474
Obveznosti iz financiranja	314.683	315.509	291.761	263.082	228.511	169.935
SKUPAJ OBVEZNOSTI	569.116	640.508	640.511	640.344	639.510	632.409

Viri: Tabela 23 in lastni izračuni

Pri izračunu zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala sem predpostavljaj, da ostaja beta za nezadolženo podjetje nespremenjena, saj je dejavnosti podjetja Snaige tudi proizvodnja bele tehnike. Podjetje Snaige predstavlja namreč približno desetino Gorenja in je v preteklosti dosegalo celo boljše poslovne rezultate.

Tabela 26: Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala v primeru prevzema (v 000 EUR)

	2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
Donosnost netvegane naložbe	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
Tržno tveganje	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Beta koeficient objavljen za panogo bele tehnike - za nezadolženo podjetje	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Beta koeficient zadolženega podjetja	1,11	1,12	1,12	1,13	1,13	1,13
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala (CAPM)	11,53%	11,58%	11,61%	11,64%	11,67%	11,67%
Strošek dolga (povprečno stanje)	4,93%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	25,00%	23,00%	22,00%	21,00%	20,00%	20,00%
Dejanska obrestna mera	3,70%	4,24%	4,29%	4,35%	4,40%	4,40%
Delež lastniškega kapitala	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%
Delež dolga	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
WACC	8,40%	8,64%	8,68%	8,72%	8,76%	8,76%

Vir: Tabela 16

Izračunani tehtani povprečni strošek kapitala je enak kot za Skupino Gorenje brez prevzema Snaige, ker so bile pri izračunu upoštevane enake predpostavke, kot so veljale za Skupino Gorenje v tabeli 16: optimalna ciljna struktura virov celotnega kapitala je 40 % dolžniški kapital in 60 % lastniški kapital.

Iz tabele 27 so razvidne ocenjene vrednosti na dan 31.12.2007. Operativna vrednost Skupine Gorenje je po prevzemu Snaige ocenjena na 763.951 tisoč EUR. Po prištetju neposlovnih sredstev skupine na dan 31.12.2007 bo po predvidevanjih ocenjena celotna vrednost Skupine Gorenje 822.586 tisoč EUR, predvidena ocenjena vrednost lastniškega kapitala pa 507.077 tisoč EUR. Na dan 31.12.2007 bo število delnic po izvedeni dokapitalizaciji leta 2007 14.030.000, predvidena ocenjena vrednost delnice pa 36,14 EUR.

Tabela 27: Izračun bodoče ocenjene vrednosti delnice Gorenje na dan 31.12.2007 po prevzemu Snaige (v 000 EUR)

Leto	Prosti d.tok (FCF)	WACC	Sedanja vred. pr. den.toka
2008	36.029	8,68%	33.150
2009	38.274	8,72%	32.379
2010	41.205	8,76%	32.029
2011	43.038	8,76%	30.758
Diskontirana končna vrednost			635.634
Skupaj operativna vrednost Skupine Gorenje			763.951
v 000 EUR			
Operativna vrednost Skupine Gorenje			763.951
Neposlovna sredstva Skupine Gorenje			58.635
Vrednost Skupine Gorenje (celotni kapital)			822.586
Dolg			315.509
Vrednost lastniškega kapitala			507.077
Število izdanih delnic			14.030.000
Vrednost delnice 31.12.2007			36,14 €

Vir: Tabela 23, 24 in 26

V. 4. Kritična ocena prevzema z vidika dodane vrednosti

Podjetje Snaige je vrsto preteklih let poslovalo zelo pozitivno in generiralo bistveno večji denarni tok kot Gorenje. Gorenje si je šele za naslednje petletno obdobje zadalo cilje obvladovanja rasti obratnega kapitala in preudarnega investiranja z namenom ustvarjanja pozitivnega denarnega toka. Problem podjetja Snaige je v strukturi njegovega lastništva; večinski lastniki so banke. To je posledica lastninskega preoblikovanja in nekega zatečenega stanja. Dokler je podjetje poslovalo dobro in dosegalo zelo dobre donose, so v lastništvu vztrajali. Leta 2006 pa je bilo za podjetje Snaige prelomno leto, saj so se srečali z izgubo tržnih deležev na domačem in najpomembnejših trgih, hkrati pa z visokimi proizvodnimi stroški zaradi neizkoriščenih zmogljivosti nove tovarne v Rusiji. Leta 2007 je podjetje v fazi, ko potrebuje lastnika, ki bo tudi strateški partner z znanjem in usposobljenimi kadri. Na drugi strani pa bi prevzem Skupini Gorenje povečal pozitivni denarni tok in povzročil večjo vrednost delnice, ki bi se sicer, brez prevzema in z dokapitalizacijo, zmanjšala. Primerjava vrednosti delnice Gorenje brez prevzema in s prevzemom podjetja Snaige je razvidna iz naslednje tabele:

Tabela 28: Primerjava bodoče ocenjene vrednosti delnic Gorenja na dan 31.12.2007 (v 000 EUR)

S prevzemom:

Brez prevzema:

Leto	Prosti d.tok (FCF)	WACC	Sedanja vred. pr. den.toka	Leto	Prosti d. tok (FCF)	WACC	Sedanja vred. pr. den.toka
2008	36.029	8,68%	33.150	2008	32.047	8,68%	29.487
2009	38.274	8,72%	32.379	2009	34.152	8,72%	28.892
2010	41.205	8,76%	32.029	2010	36.861	8,76%	28.652
2011	43.038	8,76%	30.758	2011	38.460	8,76%	27.487
Diskontirana končna vrednost			635.634	Končna vrednost			568.021
Skupaj operativna vrednost Skupine Gorenje			763.951	Skupaj operativna vrednost Skupine Gorenje			682.538
v 000 EUR				v 000 EUR			
Operativna vrednost Skupine Gorenje			763.951	Operativna vrednost Skupine Gorenje			682.538
Neposlovna sredstva Skupine Gorenje			58.635	Neposlovna sredstva Skupine Gorenje			58.635
Vrednost Skupine Gorenje (celotni kapital)			822.586	Vrednost Skupine Gorenje (celotni kapital)			741.173
Dolg			315.509	Dolg			252.200
Vrednost lastniškega kapitala			507.077	Vrednost lastniškega kapitala			488.974
Število izdanih delnic			14.030.000	Število izdanih delnic			14.030.000
Predvid.ocenjena vred.delnice 31.12.2007			36,14 €	Predvid.ocenjena vred.delnice 31.12.2007			34,85 €

Vir: Tabele 12, 13, 16, 17 in 27

V izračun vrednosti združenega podjetja niso vključene vrednosti medsebojnih sinergij, ki bodo nedvomno nastale, ko se bo prevzeto podjetje uspešno vključilo v Skupino Gorenje in jih v tej fazi težko predvidimo in ocenimo, saj ne razpolagamo z ustreznimi podatki. Prevzem podjetja Snaige povzroči dodano vrednost za delničarje Gorenja, kar je tudi razvidno iz ocenjene vrednosti delnice. Ta bi lahko bila, na osnovi izračunov iz planov in načrtovane konsolidirane bilance, na dan 31.12.2007 vredna 36,14 EUR. Brez prevzema bi lahko bila na isti dan vredna le 34,85 EUR.

VI. SKUPINA GORENJE KOT TARČA PREVZEMA

VI. 1. Pregled trenutne lastniške strukture podjetja

Na dan 31.12.2006 je bilo v delniški knjigi vpisanih 17.168 delničarjev. V primerjavi s stanjem na dan 31.12.2005 (18.075 delničarjev), se je število delničarjev znižalo za 907 oziroma za 5%.

Tabela 29: Pregled lastniške strukture Skupine Gorenje na dan 31.12.2006

Delničar / število delnic	31.12.2006	%
Kapitalska družba, d.d.	3.073.579	25,1933
Gorenje, d.d. – Lastne delnice	1.183.342	9,6995
KD Galileo, Vzajemni sklad	506.963	4,1554
VS Triglav Steber I	420.816	3,4493
KD Rastko, Delniški Vzajemni Sklad	360.447	2,9545
Maksima, Delniška ID, d.d.	257.084	2,1072
Reiffeisen Zentralbank Oesterreich	240.046	1,9676
Krona Senior ID, d.d.	233.697	1,9155
Probanka, d.d.	232.751	1,9078
Zlata Moneta II, d.d.	217.130	1,7798
SKUPAJ 10 največjih delničarjev	6.725.855	55,13
Ostali delničarji	5.474.145	44,87
SKUPAJ	12.200.000	100

Vir: URL: www.gorenjegroup.com, dne 20.7.2007

V letu 2006 je družba Gorenje, d.d., pridobila na podlagi Pogodbe o ustanovitvi prodajne in nakupne opcije, ki jo je dne 21.6.2004 sklenila s Slovensko odškodninsko družbo, d.d., dne 3.2.2006 tretji paket 233.075 delnic po ceni 6.321,84 SIT (26,38 EUR) in dne 3.8.2006 še četrti paket 233.075 delnic po ceni 6.464,05 SIT (26,97 EUR). Z nakupom četrtega paketa delnic je bila izčrpana pogodba s Slovensko odškodninsko družbo, d.d., ki ni več delničar. Tako je družba na dan 31.12.2006 imela 1.183.342 lastnih delnic ali 9,6995-odstotni delež v osnovnem kapitalu družbe (stanje 31.12.2005 je bilo 717.192 delnic ali 5,9 odstotka).

Nadzorni svet Gorenja je na seji z dne 23.4.2007 podprl predlog uprave za dokapitalizacijo družbe, ki so ga sprejeli delničarji na skupščini decembra 2006. S tem se je uradno začel postopek za 15-odstotno povečanje kapitala, ki ga bo Skupina Gorenje opravila z izdajo 1,83 milijona novih prosto prenosljivih kosovnih delnic. K dokapitalizaciji so povabljeni vsi obstoječi delničarji iz naslova prednostne pravice do vpisa novih delnic. V kolikor bi se vsi obstoječi delničarji vključili v dokapitalizacijo v skladu z obstoječimi lastniškimi deleži, ne bi prišlo do sprememb v lastniških deležih oziroma prevzema. Uprava naj bi delnice, ki jih zdajšnji delničarji ne bodo vpisali na podlagi prednostne pravice, ponudila v odkup Evropski banki za obnovo in razvoj, Mednarodnemu finančnemu združenju in družbi, ki jo je v ta namen ustanovila uprava Skupine Gorenje.

V kolikor se obstoječi lastniki ne odločijo za sodelovanje v dokapitalizaciji in dodatno emisijo delnic kupi novi lastnik, bodo novi lastniški deleži obstoječih lastnikov naslednji:

Tabela 30: Pregled potencialne lastniške strukture Skupine Gorenje po dokapitalizaciji

Delničar / število delnic	po dokapitalizaciji	%
Kapitalska družba, d.d.	3.073.579	21,9072
<i>Novi lastnik</i>	<i>1.830.000</i>	<i>13,0435</i>
Gorenje, d.d. – Lastne delnice	1.183.342	8,4344
KD Galileo, Vzajemni sklad	506.963	3,6134
VS Triglav Steber I	420.816	2,9994
KD Rastko, Delniški Vzajemni Sklad	360.447	2,5691
Maksima, Delniška ID, d.d.	257.084	1,8324
Reiffeisen Zentralbank Oesterreich	240.046	1,7109
Krona Senior ID, d.d.	233.697	1,6657
Probanka, d.d.	232.751	1,6590
Zlata Moneta II, d.d.	217.130	1,5476
Ostali delničarji	5.474.145	39,0174
SKUPAJ	14.030.000	100

Vir: lastni izračuni

Kapitalska družba v dokapitalizaciji ne bi smela sodelovati zaradi zahtev Evropske banke za obnovo in razvoj po umiku države iz gospodarstva. Zato so ob dokapitalizaciji Skupine Gorenje možne večje spremembe v lastniški strukturi:

- Prevzem Skupine Gorenje je možen v primeru, da Kapitalska družba d.d., kot največji delničar proda svoj lastniški delež, prevzemnik pa pridobi še nekaj več kot 3 % lastniški delež od ostalih delničarjev.
- Delničar, ki uspe v dokapitalizaciji odkupiti celoten sveženj delnic in odkupi še paket lastnih delnic Gorenja (pri čemer je pogoj sklep nadzornega sveta in skupščine) ter pridobi nekaj več kot 3 % lastniški delež od ostalih delničarjev, poseduje kontrolni paket delnic.
- Tudi v primeru dokapitalizacije s strani podjetja, ki je v lasti uprave družbe, je managerski odkup možen samo v primeru sočasnega odkupa paketa lastnih delnice Gorenja (pri čemer je pogoj sklep nadzornega sveta in skupščine) ter pridobitve nekaj več kot 3 % lastniškega deleža od ostalih delničarjev.

Prevzem Skupine Gorenje bo po dokapitalizaciji še nekoliko težji. V kolikor Kapitalska družba d.d. ne bo sodelovala v dokapitalizaciji, bo izgubila kontrolni lastniški delež. Potem pa bodo pogoji za sprejemanje pomembnih odločitev s strani skupščine in nadzornega sveta dosti

lažje, še posebno, če so obstoječi delničarji upravi naklonjene družbe. Govorimo lahko o tistem prevzemu, pri čemer je managerski odkup le še formalnost in vprašanje časa.

VI. 2. Razvoj možnih scenarijev prevzema

VI. 2. 1. Možnosti managerskega odkupa

Menedžerski odkup (ang. management buyout) je prevzem podjetja s strani njegovega managementa z zadolžitvijo na podlagi zastave premoženja podjetja ali zastave osebnega premoženja. Značilnost odkupov z zadolžitvijo je, da se financirajo pretežno z dolžniškimi viri. V procesu sodelujejo tri glavne skupine udeležencev: prevzemniki (management), prodajalci (delničarji tarče) in finančne institucije (banke, zavarovalnice in skladi, ki financirajo prevzem). Prevzem izvedejo fizične osebe neposredno ali pa preko vmesne družbe, ki jo ustanovijo izključno za izvedbo prevzema.

Idealna tarča za odkup z zadolžitvijo je podjetje, ki:

- posluje stabilno,
- nima prevelike rasti,
- ustvarja soliden pozitiven denarni tok,
- ni zadolženo.

Vzrok za odkup je lahko tudi nizka cena delnic (podcenjenost). Management izkoristi sposobnost zadolžitve podjetja (notranje financiranje) in z ustvarjenim neto denarnim tokom odplačuje najeti dolg (Bertoncelj, 2005, str. 84).

Verjetnost managerskega odkupa s strani uprave Gorenja je zelo majhna zaradi:

- Predvidena cena delnice v dokapitalizaciji bo razmeroma visoka oziroma še nekoliko višja od ocenjene vrednosti delnice. Uprava bi za nakup vseh dokapitalizacijskih delnic potrebovala okvirno 50 mio EUR, pri čemer bi pridobila le 13 % lastniški delež. Za prevzem Skupine Gorenje z odkupom kontrolnega paketa delnic (25%), bi za preostali 12 % lastniški delež morala uprava dati prevzemno ponudbo in ponuditi še nekoliko višjo ceno od tržne, kar bi predstavljalo kupnino v okvirni višini 60 mio EUR. Za managerski odkup, težek 110 mio EUR, pa bi zelo težko našli finančno institucijo, ki bi ga bila pripravljena financirati.

- Eden od pogojev za managerski odkup je tudi majhna zadolženost, kar pa za Skupino Gorenje ne velja. Prezemniki namreč najamejo posojila, za katera jamči prevzeto podjetje. Hkrati pa mora prevzeto podjetje ustvarjati dovolj pozitivnega denarnega toka za lastnike, da lahko ti odplačujejo posojila. Iz preteklih bilanc Gorenja je razvidno, da je trenutno prezadolženo in da ne ustvarja dovolj denarnega toka, iz katerega bi lahko lastniki odplačevali posojila in hkrati dosegali še zahtevani donos na vloženi kapital.
- Managerski odkupi so pogostejši v primeru podcenjenosti delnic. To za Gorenje ne velja, ker je trenutna tržna cena delnic na borzi 30 % višja od ocenjene vrednosti delnic. Tudi emisijska cena dodatno izdanih delnic v dokapitalizaciji bo po napovedih višja od ocenjene.

V kolikor bi se uprava Skupine Gorenje vseeno odločila za managerski odkup, bi morala imeti naslednje tehtne razloge:

- razpolaganje z informacijami, ki so bile v preteklosti javnosti skrite,
- korenito prestrukturiranje dejavnosti Skupine Gorenje in orientacija na nove dejavnosti z višjo dodano vrednostjo in večjim pozitivnim denarnim tokom za lastnike,
- odprodaja kontrolnega deleža strateškemu partnerju s premijo za obvladovanje.

VI. 2. 2. Možnosti prevzema Skupine Gorenje s strani strateškega partnerja

Ena od možnih variant sprememb v lastniški strukturi je tudi prevzem Skupine Gorenje s strani strateškega partnerja. Glavna ovira, da se to dosedaj še ni zgodilo, je raznolikost Skupine Gorenje, ki se poleg proizvodnje gospodinjskih aparatov ukvarja tudi z notranjo opremo (proizvodnjo kuhinjske in kopalniške opreme, ploščic) in ostalimi dejavnostmi, kot so energetika, varstvo okolja, trgovina, inženiring, zastopstva, gostinstvo, turizem in upravljanje z nepremičninami. Glede na ustvarjene prihodke je pretežna dejavnost s 83% proizvodnja gospodinjskih aparatov, vse ostale dejavnosti pa dosegajo 17% celotnih prihodkov Skupine Gorenje. Strateški partner, ki bi se odločil za odkup kontrolnega lastniškega deleža bi moral prevzeti Skupino z vsemi dejavnostmi; kasneje pa bi, v fazi konsolidacije in reorganizacije Skupine, v okviru svojih lastniških interesov, bodisi odprodajal posamezne dejavnosti ali pa se povezoval z drugimi strateškimi partnerji.

Potencialni strateški partner se zaveda, da Skupina Gorenje s svojo pretežno dejavnostjo proizvodnje gospodinjskih aparatov posluje v panogi, ki je močno globalizirana in beleži nizke stopnje rasti. Vse to terja potrebo po neprestanem izboljševanju konkurenčne sposobnosti in izkoriščanju naslednjih prednosti, ki jih ima Gorenje:

- tradicijo izdelovanja gospodinjskih aparatov z aktivnim in dolgoletnim delovanjem na mednarodnih trgih,
- pozicionirano in prepoznavno blagovno znamko na ključnih trgih, moderno obliko aparatov in dobro razmerje med kakovostjo in ceno,
- izgrajena prodajna in poprodajna mreža v Evropi,
- dobro in tesno sodelovanje s ključnimi kupci in fleksibilnost ter sposobnost hitrega odziva na zahteve in potrebe trga,
- pripadnost zaposlenih in strokovno usposobljen kader.

Podjetja, ki bi lahko prevzela Gorenje:

1. ARCELIK TURČIJA

Je sedmi največji proizvajalec bele tehnike v Evropi, s proizvodnimi kapacitetami 8 milijonov delov za aparate letno in 16 milijonov aparatov letno. Približno 56% prodaje realizira na domačem trgu in 44% izvozi. Je največji turški proizvajalec bele tehnike z tržnim deležem na domačem tržišču od 45-60%, odvisno od vrste proizvoda. Proizvajajo hladilnike, peči, male gospodinjske aparate, pralne stroje, motorje, vakumske čistilnike, kompresorje in televizorje. Njihove blagovne znamke so: Arcelik, Beko, Elektra Bregenz in Tirolia.

Tabela 31: Pregled nekaterih podatkov za Skupino Arcelik v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Kategorija	2006	2005	2004	2003	2002
Celotna sredstva	3.440.000	3.236.000	1.908.000	1.606.000	1.518.000
Lastniški kapital	1.136.000	1.294.000	919.000	764.000	721.000
Dobiček iz poslovanja	275.000	190.000	214.000	161.000	145.000
Čisti dobiček	180.000	156.000	159.000	95.000	44.000
Povprečno število zaposlenih	16.701	14.881	10.283	9.537	7.533

Vir: Letna poročila Skupine Arcelik za leta 2006, 2005, 2004, 2003 in 2002

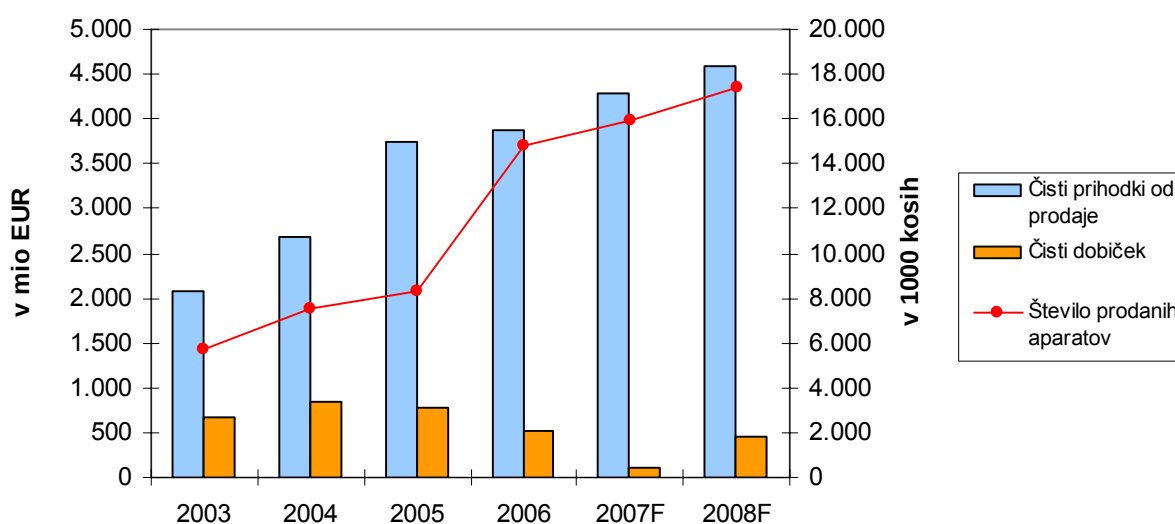
Skupino Arcelik sestavlja približno 50 podjetij v vseh evropskih državah. V letu 2004 so si postavili naslednje strateške cilje:

- rast s prevzemi tujih podjetij,
- vstop na ruski trg pod blagovno znamko Blomberg in cilj doseči 5 % tržni delež na ruskem trgu do leta 2010,
- izgradnja tovarne pralnih strojev v Rusiji s kapaciteto 850.000 aparatov/letno,
- širjenje svoje osnovne dejavnosti še na dejavnost proizvodnje kuhinj.

Podjetje je potrojilo čiste prihodke od prodaje v obdobju od leta 2000 do 2005. V letu 2006 je prišlo do prevzema podjetja Beko, zato se je količinska prodaja povečala za 78%. Od leta 2002 skupina posluje z dobičkom in beleži povprečno 27% letno rast prihodkov. Zaradi dobrih rezultatov v preteklosti in akumuliranega dobička je praktično nezadolženo in pripravljeno na prevzeme primernih podjetij.

V primeru prevzema s strani Arcelika bi Gorenje pridobilo strateškega partnerja, ki bi mu omogočal cenejšo proizvodnjo aparatov in komponent za lastne aparate. Združeni v Skupino Arcelik bi tudi dosegali boljše pogajalske pozicije do dobaviteljev surovin.

Graf 6: Podatki Arcelik za obdobje od 2003 do 2006 in napoved za leti 2007 in 2008



Vir: Letna poročila Skupine Arcelik za leta 2006, 2005, 2004 in 2003

2. ELECTROLUX ŠVEDSKA

Je največji svetovni proizvajalec bele tehnike, s prodajo v več kot 150 državah. Poleg lastne blagovne znamke trži še naslednje: Zanussi, AEG, Frigidaire, Kelvinator, Rex. Proizvaja tudi stroje in aparate za zunanjo uporabo, kot so žage, kosilnice in ostalo pod blagovno znamko Husquarna, Poulan, Flymo, Weed Eater in McCulloch.

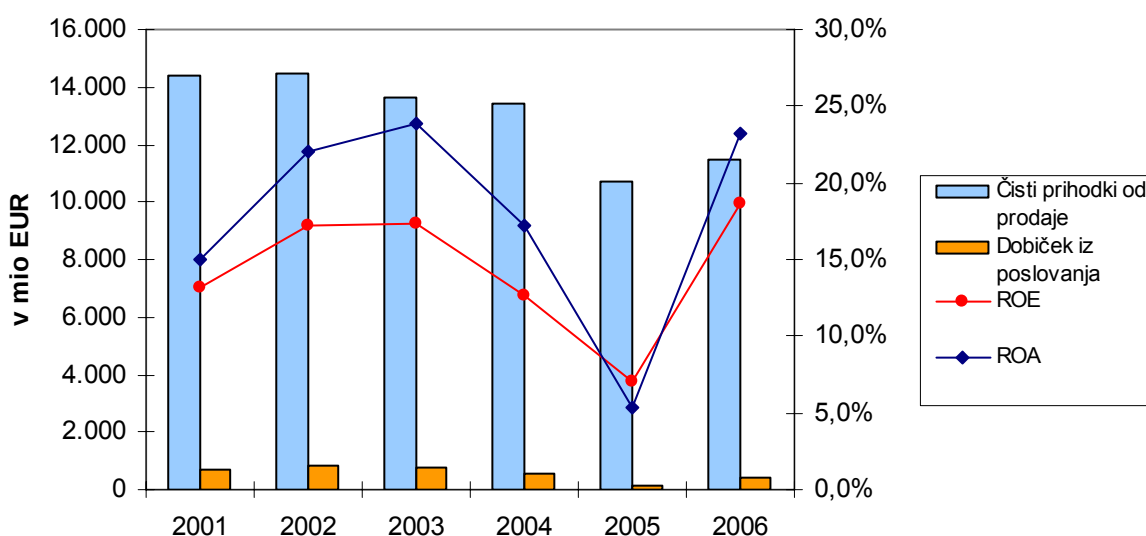
Tabela 32: Pregled nekaterih podatkov za Skupino Electrolux v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Kategorija	2006	2005	2004	2003	2002
Celotna sredstva	7.298.232	8.754.825	8.337.515	8.470.200	9.292.793
Lastniški kapital	1.457.901	2.745.281	2.624.181	3.022.762	3.070.003
Dobiček iz poslovanja	445.635	110.710	533.696	788.982	841.012
Čisti dobiček	292.597	-15.058	361.830	525.401	554.256
Povprečno število zaposlenih	55.471	57.842	72.382	77.140	81.971

Vir: Letna poročila Skupine Electrolux za leta 2006, 2005, 2004, 2003 in 2002

Za podjetje je bilo prelomno leto 2004, ko so zaprli tovarno v Ameriki in postavili novo na Madžarskem in Poljskem. Od takrat prihodki od prodaje naraščajo, vendar vseeno še vedno niso dosegli nivoja iz leta 2001, ko so znašali 15 mld EUR.

Graf 7: Podatki o poslovanju Electroluxa v obdobju od 2001-2006



Vir: Letna poročila Skupine Electrolux za leta 2006, 2005, 2004, 2003 in 2002

Podjetje že leta izgublja tržni delež na vseh pomembnejših svetovnih trgih, predvsem zaradi hude konkurence nizko cenovnih proizvajalcev iz jugovzhodne Azije. Podjetje še vedno išče možnosti za racionalizacijo in nižanje stroškov proizvodnje, distribucije in prodaje. V letu 2006 je Electrolux zaprl nekatere tovarne na Švedskem, Danskem, v Italiji in ZDA; odprl pa nove obrate na Poljskem in Tajskem. Cilj reorganizacije, ki bo potekala vse do leta 2009 je, da bi približno 60% Electroluxove proizvodnje potekalo v deželah z nizkimi proizvodnimi stroški in le 40% v deželah z višjimi proizvodnimi stroški. Proizvodna tehnologija nekaterih aparatov je tako kompleksna in zahtevna, da jo je nemogoče seliti oziroma ta ne bi prinesla prihrankov. Na tem področju je lahko Gorenje zanimivo, ker ima razvejano prodajno mrežo in kvalitetne prodajne in poprodajne storitve. Gorenju bi združitev z Electroluxom omogočila prodor v višji cenovni razred in prenos najnovejših tehnologij na področju proizvodnje in distribucije.

VII. ZAKLJUČEK

Skupina Gorenje je eno od najpomembnejših podjetij za slovensko gospodarstvo, ki več kot 90 % svoje proizvodnje izvozi na tuje trge. Z dolgoletno tradicijo proizvodnje gospodinjskih aparatov kot glavne dejavnosti je s svojo blagovno znamko prepoznavno na vseh evropskih tržiščih. Glavna težava Gorenja je, da nosi iz preteklosti sloves »državnega podjetja« v katerem so se (in se še) odvijajo dejavnosti, ki so včasih povezane z interesi, ki niso strogo podjetniški. Tako razmišljanje se odraža tudi na rezultatih poslovanja, ki so izpod doseženih rezultatov konkurenčnih podjetij. Gorenje namreč združuje zelo veliko drugih dejavnosti, katerih so se konkurenčna podjetja v preteklih letih z reorganizacijami uspešno otesla in jih organizirala izven matičnih podjetij. Ta naloga vsebuje zgolj analizo najobsežnejše dejavnosti Gorenja; verjetno pa bi bilo potrebno analizirati dobičkonosnost še katere od ostalih dejavnosti.

Metode ocenjevanja vrednosti, predstavljene v nalogi so najpogosteje uporabljene v praksi vrednotenja. Osnova in najpogosteje uporabljena metoda za merjenje uspešnosti in ocenjevanje vrednosti je metoda diskontiranih denarnih tokov. Vsi ostali dinamični modeli vrednotenja, predstavljeni v tej nalogi, dajejo podobne rezultate in imajo svoje prednosti in pomanjkljivosti, ki sem jih na kratko prikazal v tem delu. Osnova vseh dinamičnih modelov so denarni tokovi podjetja.

Ocena vrednosti Gorenja je pokazala, da je bila ocenjena tržna vrednost delnice na dan 31.12.2006 zelo blizu enotnemu tečaju, ki ga je delnica dosegla na zadnji trgovni dan na Ljubljanski borzi. Rast delnice Gorenja v letu 2007 pa ni podprta z ocenami in izračuni, predstavljenimi v tej nalogi.

V času, ko je nastajala ta naloga se je ravno sprejemala odločitev glede dokapitalizacije in dogovori z večinskim lastnikom, Kapitalsko družbo d.d. Ne glede na to, kakšen bo dokončen dogovor glede dokapitalizacije, mora Gorenje še marsikaj storiti za doseganje boljših rezultatov poslovanja. Kajti samo z dokapitalizacijo in brez pomembnih sprememb v gospodarjenju z viri, ki so jim jih namenili lastniki in posojilodajalci, bo podjetje vsakih nekaj let potrebovalo svež kapital, s katerim bo investiralo projekte, ki bodo ustvarjali negativno dodano vrednost. Hkrati pa je podjetje s svojimi številnimi dejavnostmi, precejšnjo tržno ceno delnice in negativnim denarnim tokom (v preteklih letih) nezanimivo za prevzem s strani strateškega partnerja. Malo je investorjev, ki bi zaupali svoj kapital podjetju, ki vrsto let sicer dosega dvoštevlično rast prihodkov, ohranja tržne deleže oziroma jih na nekaterih trgih celo povečuje, na koncu pa dosega minimalen čisti dobiček in negativen denarni tok.

Rast s prevzemi je hitrejša od organske rasti, vendar običajno zahteva tudi več kapitala. Ko se Skupina Gorenje odloča za prevzeme drugih podjetij v panogi, mora svoje odločitve presoati predvsem z vidika dodane vrednosti. V nalogi je predstavljen model, s katerim so bili učinki prevzema ovrednoteni in posledice, ki jih bo imel prevzem na ceno delnice Gorenja. Podjetja tarče v panogi bele tehnike, ki so v preteklosti dosegala dobre poslovne rezultate in lahko s sinergijami doprinesejo k večji vrednosti prevzemnega podjetja, so zanimiva in bodo hitro prevzeta s strani močnejšega podjetja v panogi. Dejavnost se namreč koncentrira na nekaj proizvajalcih, ki poslujejo pod več blagovnimi znamkami. Zaradi zniževanja stroškov proizvodnje prihaja že do tega, da se proizvodnja vseh ali večine komponent izvaja pri omejenem številu proizvajalcev, ostala podjetja v panogi pa so zgolj sestavljenci in distributerji svojih proizvodov.

Podjetje mora doseči, da postane maksimiranje vrednosti za lastnike podjetja temeljni cilj poslovanja in sicer z rastjo denarnega toka in nižanjem stroška kapitala. Želeni cilj bo podjetje doseglo z opredelitvijo prave strategije na najvišji ravni vodenja in z ustreznimi ukrepi, odločitvami, aktivnostmi in operativnimi cilji na vseh ravneh odločanja. Podjetje lahko doseže večji denarni tok tudi s prevzemi ustreznih uspešnih podjetij. V primeru Gorenja pa bi

bilo primerneje, če bi poiskali notranje vire denarnega toka, kot so učinkovitejše gospodarjenje z obratnim kapitalom in preudarno investiranje. Zato so bili v nalogi predstavljeni tudi nefinančni modeli merjenja uspešnosti, ki so po svoji vsebini res nefinančni, imajo pa zelo velik finančni učinek na denarni tok podjetja. Poslovni modeli, kot so uravnoteženi sistem kazalnikov, sistem dvajsetih ključev in model poslovne odličnosti merijo uspešnost na vseh področjih poslovanja podjetja in ne na finančnem področju. Ravno zato so ti modeli dosegli v praksi neverjeten uspeh, ker so dovolj analitični, da pokažejo na vse pomanjkljivosti v podjetju, ki se dogajajo na operativni ravni, za razliko od dinamičnih modelov, ki so usmerjeni v preučevanje podjetja kot celote.

LITERATURA IN VIRI

1. Andersen H.V., Lawrie G., Shulver M.: Katero je boljše orodje strateškega managementa? Revija Manager, GV Revije, Ljubljana, 2003
2. Antunović P.: Finance podjetja: teorija in praksa, Sklad za razvoj managementa, Center Brdo, Brdo pri Kranju, 1999, 303 str.
3. Armitage S.: The Cost of Capital: Intermediate Theory, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, 353 str.
4. Barker R.: Determining Value: Valuation Models and Financial Statements, Financial Times Prentice Hall, Essex, 2001, 228 str.
5. Bertonecelj A.: Čas prevzemov: prevzeti ali biti prevzet: vodnik za uspešne prevzeme, GV Založba, Ljubljana, 2005, 163 str.
6. Bešter J.: Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1996, 145 str.
7. Biloslavo R.: Strateški management in management spreminjanja, Fakulteta za management, Koper, 2006, 392 str.
8. Brealey R., Myers S.: Principles of corporate finance, Mc Graw Hill, New York, 2003, 1071 str.
9. Brigham E.F., Ehrhardt M.C.: Financial Management: Theory and Practice, South-Western, part of Thomson Corporation, Mason, Ohio, 2005
10. Brigham E., Gapenski L., Daves P.: Intermediate financial management, The Dryden Press, Orlando, Florida, 1999, 1083 str.
11. Brigham E., Daves P.: Intermediate financial management, Thomson Corporation, South-Western, Ohio, 2004, 1038 str.
12. Checkley Keith: Strategic cash flow management, Capstone publishing, Oxford 2002, 132 str.
13. Coyle B.: Cash flow forecasting & liquidity, CIB Publishing, Kent, U.K., 2000, 130 str.
14. Collier P.: Accounting for Managers: Interpreting accounting information or decision-making, John Wiley & Sons Ltd, New York, 2003, 473 str.
15. Copeland T., Koller T., Murrin J.: Valuation: measuring and managing the value of companies, J. Wiley, New York, 2000, 494 str.
16. Cornett Marcia Millon: Fundamentals of financial institutions management, Mc Graw Hill, Boston, 1999, 762 str.

17. Dixit A., Pindyck R.: Investment under uncertainty, Princeton University Press, New Jersey, 1994, 468 str.
18. Drucker P.: Managerski izzivi v 21. stoletju, GV Založba, Ljubljana, 2001, 196 str.
19. Dubrovski D.: Strateške poslovne in kapitalske povezave, Fakulteta za management Koper, 2004, 255 str.
20. Duhovnik M.: Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, Ljubljana, 1995
21. Edwardes Warren: Key financial instruments, Pearson Education, Prentice Hall, 2000, 282 str.
22. Filipič D.: Temelji podjetniških financ: zapiski predavanj, Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor, 1990
23. Gider F.: Kako zastavimo uvajanje sistema 20 ključev, Revija Manager, GV Revije, Ljubljana, 2003
24. Habeck M., Kroger F., Tram M.: Čas združitve: sedem strategij za uspešno integracijo po združitvi podjetij, DZS. Ljubljana 2000, 168 str.
25. Harvard business review on Mergers and acquisition, Zbornik referatov, Boston, 2001, 220 str.
26. Hočevar M., Jaklič M., Zagoršek H.: Ustvarjanje uspešnega podjetja: akcijski pristop k strateškemu razmišljanju, vodenju in nadziranju, GV Založba, Ljubljana 2003, 288 str.
27. Ivanjko Š.: Korporacijsko pravo: pravni položaj gospodarskih subjektov, GV Založba, Ljubljana 2003, 1237 str.
28. Jean-Jacques D.: The five keys to value investing, Mc Graw-Hill, New York, 2003, 235 str.
29. Jensen C. M.: The takeover controversy: analysis and evidence, Midland Corporate Finance Journal, Vol. 4., No. 2, Nashville, 1986, 57 str.
30. Johnson H.: Determing cost of capital: the key o firm value, Pearson Education Limited, London, 1999, 207 str.
31. Kaplan R., Norton D.: Strateško usmerjena organizacija: praktična uporaba uravnoveženega sistema kazalnikov v novem poslovnem okolju, GV Založba Ljubljana, 2001, 426 str.
32. Kaplan R., Norton D.: Uravnoveženi sistem kazalnikov: preoblikovanje strategije v dejanja, GV Založba Ljubljana, 2000, 341 str.
33. Knez Riedl Jožica: Pojmovanje in presojanje bonitete podjetja, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, Ljubljana, 2000, 206 str.

34. Kobayashi I.: 20 ključev, Lisac & Lisac, Ljubljana, 2003, 265 str.
35. Lipnik K.: Kaj je Snaige?, članek Finance, 93/2007
36. Ložar B.: Poslovni model za globalno konkurenčnost, Revija Manager, št. 2, GV Revije, Ljubljana, jesen 2003
37. Mayr B.: Kako gospodariti, da bomo potrebovali čim manj virov financiranja, Gospodarska zbornica Slovenije Ljubljana, 2003, 130 str.
38. McLaney E.: Business Finance: Theory and Practice, Pearson Education Limited, Essex, 2003, 510 str.
39. Mramor D.: Poglavja iz poslovnih financ, Ekonomska fakulteta Ljubljana, 1997, 119 str.
40. Mramor D.: Teorija poslovnih financ, Ekonomska fakulteta Ljubljana, 2000, 191 str.
41. Mramor D.: Uvod v poslovne finance, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1993, 381 str.
42. Odar M.: Predpostavka previdnosti ter vrednotenje sredstev in dolgov po pošteni vrednosti, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije Ljubljana, 2003, 326 str.
43. Praznik B.: Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij, Slovenski inštitut za revizijo, Ljubljana, 2004, 151 str.
44. Priest W., McClelland L.: Free Cash Flow and Shareholder yield: New Priorities for the Global Investor, John Wiley & Sons Ltd., 2007, 190 str.
45. Pučko D.: Strateško upravljanje, Ekonomska fakulteta Ljubljana, 2003, 390 str.
46. Razpet A.: Komuniciranje s finančnimi javnostmi, GV Založba, Ljubljana, 2003, 188 str.
47. Reider R.: Benchmarking strategies: The Tool or Profit Improvement, John Wiley & Sons, New York, 2000, 276 str.
48. Rogers J.: Strategy, value and risk: The real option approach, Palgrave Publishers Ltd., New York, 2002, 141 str.
49. Rutterford J., Upton M., Kodwani D.: Financial Strategy, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex, England, 2006, 479 str.
50. Schlosser M.: Business finance: applications, models and cases, Prentice Hall, Pearson Education Limited, Essex, England, 2002, 550 str.
51. Sovdat P.: Bobinac bi kupil Snaige, čaka na Toplaka, članek Finance št. 93/2007
52. Steger U.: Inside the Mind of the Stakeholder: The Hype Behind Stakeholder Pressure, Palgrave Macmillan, New York, 2006, 318 str.
53. Stern J., Shiely J., Ross I.: EVA kot izziv: uvajanje sprememb, ki v organizacijo prinašajo dodano vrednost, GV Založba Ljubljana, 2003, 244 str.

54. Tajnikar M. et al.: Upravljaljska ekonomika z vajami, Ekonomska fakulteta Ljubljana, 2002, 347 str.
55. Tekavc J., Pučnik J.: Prezvemi podjetij in varovanje konkurence, Učila International, Tržič, 2002, 211 str.
56. Tomažin M.: Gorenje iz drugega zornega kota, članek Finance št. 78, Ljubljana, 2007
57. Turk I. : Uvod v ekonomiko gospodarske družbe, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, Ljubljana 2003, 330 str.
58. Zbornik referatov 3. letne konference ocenjevalcev vrednosti, Slovenski inštitut za revizijo Ljubljana, 2000, 113 str.
59. Zbornik referatov 33. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev, Ljubljana, 2001, 456 str.
60. Zbornik referatov 7. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije z naslovom Analiziranje kot strokovno orodje uveljavljanja prednosti in odpravljanja pomanjkljivosti v poslovanju združb, Zveza ekonomistov Slovenije, Ljubljana, 2001, 212 str.
61. Združitve in prevzemi gospodarskih družb, Zbornik I. strokovnega posvetovanja, Društvo ekonomistov Ljubljana in Pravniško društvo Ljubljana, 2000, 112 str.

Viri:

1. Damodaran online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> , dne 20.7.2007
2. Damodaran: Free Cash Flow to Equity Discount Models, Chapter 14, objavljeno na internet strani: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf, dne 25.1.2002
3. Damodaran: Free Cash Flow to Equity Discount Models, objavljeno na internet strani: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/fcff.pdf, dne 25.1.2002
4. Evans M.: Creating value through Financial Management, course 8, 1999, objavljeno na www.exinfm.com, dne 20.7.2007
5. Internet strani podjetja Gorenje www.gorenje.si in www.gorenjegroup.com, dne 20.7.2007
6. Internet strani Ljubljanske borze www.ljse.si, dne 20.7.2007
7. Letna poročila Amica Poljska za leta 2006, 2005, 2004 in 2003
8. Letna poročila Skupine Arcelik za leta 2006, 2005, 2004 in 2003
9. Letna poročila Skupine Electrolux za leta 2006, 2005, 2004, 2003 in 2002.
10. Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2005

11. Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2006
12. Letno poročilo Skupine Snaige za leto 2006
13. Madden J. B.: CFROI Valuation, Efficient Markets, and Behavioral Finance Forthcoming Valuation issues, URL: www.LearningWhatWorks.com, dne 25.9.2007
14. Major Household Appliances, a new study of Freedonia Group, objavljeno na URL: www.allbusiness.com, dne 20.7.2007
15. Nerevidirani konsolidirani računovodski izkazi Skupine Gorenje za leto 2006
16. Poročilo o Gfk raziskavi trga bele tehnike, interno gradivo Gorenje
17. Rumelt R.P.: Numbers 101: Restructuring Financial Statements, The Anderson School at UCLA, 2000, objavljeno na internet strani: www.anderson.ucla.edu, dne 20.7.2007
18. Slovenski računovodski standardi, Slovenski inštitut za revizijo, Ljubljana 2005 (www.si-revizija.si)
19. Strateški načrt Skupine Gorenje za obdobje 2006-2010
20. Subramanian, Bernstein: An analysis of CFROI, Quantitative Viewpoint, Merrill Lynch, 2003, objavljeno na www.pages.stern.nyu.edu, dne 20.7.2007
21. Zakon o gospodarskih družbah, GV Založba, Ljubljana 2006, 641 str.

Seznam grafov:

Graf 1: Vrednost za delničarje Gorenja od 1.6.1998 do 31.12.2006

Graf 2: Gibanje tečaja GRVG in SBI20 v obdobju od 01.01.2001 do 8.10.2007

Graf 3: Geografska struktura prodaje gospodinjskih aparatov v letih 2006 in 2005

Graf 4: Prikaz vrednostne prodaje in rasti svetovnega trga gospodinjskih aparatov

Graf 5: Tržni deleži posameznih proizvajalcev bele tehnike na evropskem tržišču

Graf 6: Podatki Arcelik za obdobje od 2003 do 2006 in napoved za leti 2007 in 2008

Graf 7: Podatki o poslovanju Electroluxa v obdobju od 2001-2006

Seznam slik:

Slika 1: Rappaportov model vrednosti za delničarje (Barker, 2001, str. 202)

Slika 2: Osnovne oblike prevzemov podjetij

Slika 3: Analiza prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti (SWOT) za panogo bele tehnike

Slika 4: Analiza prednosti, slabosti, nevarnosti in priložnosti (SWOT) za Skupino Gorenje

Seznam tabel:

Tabela 1: Kazalniki trgovanja in donosnosti delnice GRVG

Tabela 2: Donosnost delnice GRVG

Tabela 3: Načrtovan dolgoročni trend rasti vrednostne prodaje Skupine Gorenje

Tabela 4: Izračun investiranega kapitala v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Tabela 5: Izračun NOPLAT in ROIC v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Tabela 6: Pregled donosa na investirani kapital (ROIC) za najpomembnejša konkurenta, panogo in Skupino Gorenje za obdobje od leta 2003 do leta 2006

Tabela 7: Izračun WACC za obdobje od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Tabela 8: Izračun ekonomskega dobička za obdobje od leta 2003 do leta 2006 (v 000 EUR)

Tabela 9: Izračun prostega denarnega toka za obdobje od leta 2003 do leta 2006 (v 000 EUR)

Tabela 10: Izkaz poslovnega izida Skupine Gorenje za leto 2006 in napoved za obdobje 2007–2011 (v 000 EUR)

Tabela 11: Bilanca stanja Skupine Gorenje za leto 2006 in napoved za obdobje 2007-2011 (v 000 EUR)

Tabela 12: Prosti denarni tok v letu 2006 in napovedi za obdobje 2007-2011 (v 000 EUR)

Tabela 13: Investirani kapital v letu 2006 in napovedi za obdobje 2007-2010 (v 000 EUR)

Tabela 14: Izračun ciljne optimalne strukture celotnega kapitala za Skupino Gorenje (v 000 EUR)

Tabela 15: Izračun vrednosti delnice in čistega dobička na delnico ob različni strukturi virov financiranja za Skupino Gorenje (v 000 EUR)

Tabela 16: Izračun WACC za obdobje od leta 2006 do leta 2011 (v 000 EUR)

Tabela 17: Izračun operativne vrednosti Skupine Gorenje z modelom diskontiranega denarnega toka (v 000 EUR)

Tabela 18: Izračun vrednosti lastniškega kapitala Skupine Gorenje z modelom diskontiranega denarnega toka na dan 31.12.2006 (v 000 EUR)

Tabela 19: Izračun ekonomske dodane vrednosti za obdobje od 2007 do 2011 (v 000 EUR)

Tabela 20: Izračun vrednosti lastniškega kapitala Skupine Gorenje na dan 31.12.2006 z modelom CFROI (v 000 EUR)

Tabela 21 : Pregled nekaterih podatkov za Skupino Snaige v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Tabela 22 : Pregled nekaterih podatkov za podjetje Amica v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Tabela 23: Načrtovana konsolidirana bilanca stanja Skupine Gorenje po prevzemu Snaige (od leta 2007 dalje, v 000 EUR)

Tabela 24: Načrtovani prosti denarni tok Skupine Gorenje po prevzemu Snaige (v 000 EUR)

Tabela 25: Izračun poslovnega obratnega kapitala in investiranega kapitala (v 000 EUR)

Tabela 26: Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala v primeru prevzema (v 000 EUR)

Tabela 27: Izračun bodoče ocenjene vrednosti delnice Gorenje na dan 31.12.2007 po prevzemu Snaige (v 000 EUR)

Tabela 28: Primerjava bodoče ocenjene vrednosti delnic Gorenja (v 000 EUR)

Tabela 29: Pregled lastniške strukture Skupine Gorenje na dan 31.12.2006

Tabela 30: Pregled potencialne lastniške strukture Skupine Gorenje po dokapitalizaciji

Tabela 31: Pregled nekaterih podatkov za Skupino Arcelik v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Tabela 32: Pregled nekaterih podatkov za Skupino Electrolux v obdobju od leta 2002 do leta 2006 (v 000 EUR)

Priloga 1: Odvisne in skupaj obvladovane družbe Skupine Gorenje na dan 31.12.2006

Družbe, delujoče v Sloveniji		Lastniški delež v %	Divizija
1.	Gorenje I.P.C., d.o.o., Velenje	100,00	GA
2.	Gorenje Tiki, d.o.o., Ljubljana	99,98	GA
3.	Gorenje GTI, d.o.o., Velenje	100,00	STO
4.	Gorenje Notranja oprema, d.o.o., Velenje	99,60	NO
5.	Gorenje Gostinstvo, d.o.o., Velenje	100,00	STO
6.	LINEA SP, d.o.o., Velenje	100,00	STO
7.	Enerygor, d.o.o., Velenje	100,00	STO
8.	Opte Ptuj d.o.o., Ptuj	100,00	STO
9.	Kemis d.o.o., Radomlje	100,00	STO
10.	Gorenje Orodjarna, d.o.o., Velenje	100,00	GA
11.	ZEOS, d.o.o., Ljubljana	51,00	STO
12.	Istrabenz Gorenje energetski sistemi, d.o.o., Nova Gorica	49,95	STO
13.	GEN-I, d.o.o., Krško	24,98	STO
14.	BIOTOPLOTA, d.o.o., Nova Gorica	49,95	STO

Družbe, delujoče v tujini		Lastniški delež v %	Divizija
15.	Gorenje Beteiligungsgesellschaft m.b.H., Avstrija	100,00	GA
16.	Gorenje Austria Handelsgesellschaft m.b.H., Avstrija	100,00	GA
17.	Gorenje Vertriebsgesellschaft m.b.H., Nemčija	100,00	GA
18.	Gorenje Koerting Italija S.r.l., Italija	100,00	GA
19.	Gorenje France S.A.S., Francija	100,00	GA
20.	Gorenje BELUX S.a.r.l., Belgija	100,00	GA
21.	Gorenje Espana, S.L., Španija	100,00	GA
22.	Gorenje UK Ltd., Velika Britanija	100,00	GA
23.	Gorenje Skandinavien A/S, Danska	100,00	GA
24.	Gorenje AB, Švedska	100,00	GA
25.	Gorenje OY, Finska	100,00	GA
26.	Gorenje AS, Norveška	100,00	GA
27.	OU Gorenje, Estonija	100,00	GA
28.	SIA Gorenje, Latvija	100,00	GA
29.	Gorenje Spol. S.r.o., Češka Republika	100,00	GA
30.	Gorenje real spol. s.r.o., Češka Republika	100,00	GA
31.	Gorenje Slovakia s.r.o., Slovaška Republika	100,00	GA
32.	Gorenje Budapest Kft., Madžarska	100,00	GA
33.	Gorenje Polska Sp. Z.o.o., Poljska	100,00	GA
34.	Gorenje Bulgaria EOOD, Bolgarija	100,00	GA
35.	Gorenje Zagreb, d.o.o., Hrvaška	100,00	GA

36.	Gorenje Skopje, d.o.o., Makedonija	100,00	GA
37.	Gorenje Commerce, d.o.o., Bosna in Hercegovina	100,00	GA
38.	Gorenje, d.o.o., Srbija	100,00	GA
39.	Gorenje Podgorica, d.o.o., Črna gora	99,97	GA
40.	Gorenje Romania S.R.L., Romunija	100,00	GA
41.	Gorenje aparati za domačinstvo, d.o.o., Srbija	100,00	GA
42.	Mora Moravia s.r.o., Češka Republika	100,00	GA
43.	Gorenje Kuchen GmbH, Avstrija	99,60	NO
44.	Gorenje - kuchyne spol. S.r.o., Češka Republika	99,60	NO
45.	Gorenje Imobilia, d.o.o, Srbija	100,00	STO
46.	Gorenje Adria Nekretnine, d.o.o., Hrvaška	100,00	STO
47.	Kemis, d.o.o., Hrvaška	100,00	STO
48.	Kemis BIH, d.o.o., Bosna in Hercegovina	100,00	STO
49.	Kemis, d.o.o., Srbija	100,00	STO
50.	Gorenje Invest, d.o.o., Srbija	100,00	GA
51.	Gorenje Gulf FZE, Združeni arabski emirati	100,00	GA
52.	Gorenje Tiki, d.o.o., Srbija	99,98	GA
53.	Istrabenz-Gorenje, d.o.o., Hrvaška	24,98	STO
54.	Austrian Power Vertriebs, GmbH, Avstrija	49,95	STO
55.	Intrade energija, d.o.o., Bosna in Hercegovina	25,48	STO
56.	Vitales, d.o.o., Bosna in Hercegovina	49,95	STO
57.	Gorenje Istanbul Ltd., Turčija	100,00	GA

GA Divizija gospodinskih aparatov

NO Divizija notranja oprema

STO Divizija trgovine in storitev

Vir: Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2006

Priloga 2: Konsolidirani izkazi Skupine Gorenje od leta 2001 do 2006

Bilanca stanja

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
A. Dolgoročna sredstva	408.971	381.086	363.800	348.273	289.441	255.546
I. Neopredmetena sredstva	22.833	23.449	13.876	11.929	8.113	6.767
II. Nepremičnine, naprave, oprema	352.636	329.076	326.289	311.545	252.938	233.583
III. Naložbene nepremičnine	984	888	2.455			
IV. Dolgoročne finančne naložbe	17.229	20.084	20.891	24.800	28.390	15.195
V. Naložbe v pridružena podjetja	6.280					
VI. Odložene terjatve za davek	9.009	7.588	289			
B. Kratkoročna sredstva	495.639	434.982	383.802	333.798	318.042	295.396
I. Nekratkoročna sredstva za prodajo	423					
II. Zaloge	192.702	170.082	158.374	124.013	113.640	96.300
III. Kratkoročne finančne naložbe	21.621	22.837	17.883	9.277	21.595	34.037
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	242.866	212.466	199.863	186.433	167.628	151.143
V. Druga kratkoročna sredstva	28.982	18.958		2.871	1.717	1.773
VI. Denar in denarni ustrezniki	9.046	10.639	7.682	11.204	13.462	12.143
SREDSTVA SKUPAJ	904.610	816.068	747.602	682.071	607.483	550.942
A. Kapital	254.433	245.101	253.914	248.856	239.891	228.140
I. Osnovni kapital	50.910	50.923	50.888	51.544	52.982	55.102
II. Kapitalske rezerve	96.450	96.476	96.408	354		
III. Zakonske, statutarne in rezerve za lastne delnice	43.713	31.284	18.808			
IV. Zadržani dobiček	67.629	62.419	74.054	93.644	81.127	54.811
V. Lastne delnice	-27.693	-15.259	-2.794			
VI. Preved.in prevedbeni						
popr.kapitala	23.175	18.417	15.753	101.274	102.430	106.437
A1. Kapital večinskih lastnikov	254.183	244.260	253.117	246.816	236.540	216.349
A2. Kapital manjšinskih lastnikov	249	840	797	2.040	3.352	11.791
B. Dolgoročne obveznosti	200.247	178.830	146.104	117.736	102.939	95.844
I. Rezervacije	48.460	49.865	30.547	37.776	47.092	45.836
II. Rezervacije oblikovane iz drž.podpor	7.901	7.471	7.415			
III. Odložene obveznosti za davek	2.471	1.018	1.379			
IV. Dolgoročne finančne obveznosti	141.122	120.253	106.737	79.934	55.753	49.962
V. Dolgoročne poslovne obveznosti	293	223	26	26	94	46
C. Kratkoročne obveznosti	449.930	392.137	347.585	315.479	264.652	226.958
I. Kratkoročne finančne obveznosti	173.561	139.436	130.377	118.126	99.104	85.239
II. Kratkoročne poslovne obveznosti	227.526	196.398	206.769	189.255	155.476	131.353
III. Druge kratkoročne obveznosti	48.843	56.303	10.438	8.098	10.073	10.366
KAPITAL IN OBVEZNOSTI	904.610	816.068	747.602	682.071	607.483	550.942

Izkaz poslovnega izida

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
1. Prihodki od prodaje	1.111.035	1.014.930	901.995	829.061	788.292	725.040
2. Sprememba vrednosti zalog	6.167	8.054	23.620	9.444	2.209	-1.708
3. Drugi poslovni prihodki	16.874	16.694	19.491	23.828	17.172	16.858
4. Kosmati donos iz poslovanja	1.134.076	1.039.678	945.106	862.333	807.674	740.189
5. Stroški blaga, materiala in storitev	-851.578	-768.688	-694.109	-628.416	-594.569	-553.232
6. Stroški dela	-186.029	-181.052	-165.212	-150.719	-133.167	-115.640
7. Amortizacija	-49.582	-48.805	-42.114	-39.743	-38.488	-34.196
8. Prevrednotevalni poslovni odhodki	-8.038	-6.907	-5.508	-5.859	-6.619	-3.071
9. Oblikovanje rezervacij			-854	-384	-6.201	-5.767
10. Drugi poslovni odhodki	-8.027	-7.262	-8.307	-6.030	-4.521	-3.956
11. Poslovni izid iz poslovanja	30.822	26.963	29.002	31.182	24.109	24.329
12. Finančni prihodki iz deležev v pridruženih podjetjih	658					
13. Finančni prihodki	19.192	16.993	15.544	10.063	14.854	14.579
- od tega fin. prih. od obresti	5.494	1.995	1.893	2.459	2.535	2.192
14. Finančni odhodki	-22.829	-20.134	-22.158	-19.274	-18.065	-21.965
od tega za fin. odh. obresti	-14.172	-12.281	-11.455	-9.655	-7.801	-8.653
15. Celotni poslovni izid	27.844	23.822	22.388	21.971	20.898	16.943
16. Dejansko obračunani davek od dob.	-5.710	-5.425	-2.284	-1.914	-2.979	-1.842
17. Odloženi davki	183	2.977	1.080			
18. Čisti poslovni izid	22.316	21.374	21.184	20.057	17.920	15.101
19. Dobiček manjšinskih lastnikov	-42	57	103	316	284	459
20. Dobiček večinskega lastnika	22.358	21.317	21.081	19.741	17.636	14.642

Priloga 3: Izračun vrednosti Skupine Gorenje z modelom CFROI (v 000 EUR)

		napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.	napov.
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sredstva, ki se amortizirajo	325.390															
Amortizacija		32.539	32.539	32.539	32.539	32.539	32.539	32.539	32.539	32.539	32.539					
Življenjska doba v letih	10															
Investicije v prihodnosti		50.000	50.000	50.000	50.000	50.000										
OBDOBNi DENARNi TOKOVI		83.060	85.532	87.710	90.075	91.768	95.200	98.761	98.761	98.761	98.761	12.140	9.669	7.491	5.126	3.432
Obdobni den.tok od obstoječih sred.		83.060	83.060	83.060	83.060	83.060	83.060	83.060	83.060	83.060	83.060					
Obdobni den.tok od inv.2007			2.471	2.471	2.471	2.471	2.471	2.471	2.471	2.471	2.471	2.471				
Obdobni den.tok od inv.2008				2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178	2.178			
Obdobni den.tok od inv.2009					2.365	2.365	2.365	2.365	2.365	2.365	2.365	2.365	2.365	2.365		
Obdobni den.tok od inv.2010						1.693	1.693	1.693	1.693	1.693	1.693	1.693	1.693	1.693	1.693	
Obdobni den.tok od inv.2011							3.432	3.432	3.432	3.432	3.432	3.432	3.432	3.432	3.432	3.432
NCR	283.345	33.060	35.532	37.710	40.075	41.768	95.200	98.761	98.761	98.761	98.761	12.140	9.669	7.491	5.126	3.432
WACC	10,39%	8,40%	8,64%	8,68%	8,72%	8,76%	8,76%	8,76%	8,76%	8,76%	8,76%	8,76%	8,76%	8,76%	8,76%	8,76%
Diskontni faktor 1/(1+WACC)		0,9226	0,8472	0,7790	0,7157	0,6571	0,6042	0,5555	0,5108	0,4696	0,4318	0,3970	0,3650	0,3650	0,3650	0,3650
Poslovna vrednost Skupine Gorenje	412.167	30.500	30.103	29.374	28.682	27.447	57.519	54.864	50.444	46.381	42.645	4.820	3.529	2.734	1.871	1.253
Sprostitev obratnih sredstev in neposlovnih sredstev Skupine Gorenje	300.087															
Skupaj celotna vrednost Skupine Gorenje	712.253															