

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VREDNOTENJE IZBRANEGA ZASEBNEGA PODJETJA ZA POTREBE
ODCEPITVE**

Ljubljana, september 2013

MAJA ULEŽIĆ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani(-a) _____, študent(-ka) Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor(-ica) zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije z naslovom _____, pripravljene(-ga) v sodelovanju s svetovalcem/svetovalko _____ in sosvetovalcem/sosvetovalko _____.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.
-
-
- V Ljubljani, dne _____ Podpis avtorja(-ice): _____

KAZALO

UVOD	1
1 SPLOŠNO O METODAH OCENJEVANJA VREDNOSTI.....	3
1.1 Namen vrednotenja.....	4
1.2 Metoda diskontiranega denarnega toka	4
1.3 Posebnosti ocenjevanja vrednosti zasebnega podjetja.....	7
1.4 Posebnosti ocenjevanja vrednosti zasebnega podjetja za potrebe delitve	9
1.5 Opcijski model vrednotenja	10
1.6 Pribitki in odbitki.....	11
1.7 Analiza občutljivosti.....	12
2 FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE	13
2.1 Opredelitev finančnega prestrukturiranja	13
2.2 Davčni učinki finančnega prestrukturiranja.....	14
3 PREDSTAVITEV PODJETJA.....	16
3.1 Analiza panoge	16
3.1.1 Videokonferenca	17
3.1.2 Avtomatizacija.....	18
3.2 Analiza s kazalniki.....	19
3.2.1 Kazalniki likvidnosti	19
3.2.2 Kazalniki obračanja.....	21
3.2.3 Kazalniki donosnosti	22
4 VREDNOTENJE.....	24
4.1 Vrednotenje oddelka za videokonferenco	24
4.1.1 Projekcije postavk računovodskih izkazov	24
4.1.2 Ocena prostih denarnih tokov oddelka za videokonferenco	27
4.1.3 Ocena diskontne stopnje za oddelek za videokonferenco	28
4.1.4 Končna vrednost oddelka za videokonferenco.....	29
4.1.5 Sedanja vrednost lastniškega kapitala oddelka za videokonferenco	32
4.1.6 Odbitek za nelikvidnost investicije in končna vrednost lastniškega kapitala oddelka za videokonferenco.....	32
4.1.7 Analiza občutljivosti.....	35
4.2 Vrednotenje oddelka za avtomatizacijo.....	36
4.2.1 Projekcije postavk računovodskih izkazov	36

4.2.2	Ocena prostih denarnih tokov oddelka za avtomatizacijo	38
4.2.3	Ocena diskontne stopnje za oddelek za avtomatizacijo	39
4.2.4	Končna vrednost oddelka za avtomatizacijo	41
4.2.5	Sedanja vrednost lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo	42
4.2.6	Realna opcija	42
4.2.7	Odbitek za nelikvidnost investicije in končna vrednost lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo	49
4.2.8	Analiza občutljivosti.....	49
SKLEP		51
LITERATURA IN VIRI		53

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Projekcija izkaza poslovnega izida oddelka za videokonferenco	25
Tabela 2:	Projekcija bilance stanja oddelka za videokonferenco	26
Tabela 3:	Potrebni dodatni viri sredstev oddelka za videokonferenco	26
Tabela 4:	Izračun prostih denarnih tokov oddelka za videokonferenco	27
Tabela 5:	Izračun tehtanega povprečnega stroška investiranega kapitala oddelka za videokonferenco	29
Tabela 6:	Izračun donosnosti investiranega kapitala oddelka za videokonferenco.....	31
Tabela 7:	Donosnost investiranega kapitala za panogo.....	31
Tabela 8:	Izračun končne vrednosti oddelka za videokonferenco.....	31
Tabela 9:	Izračun sedanje vrednosti lastniškega kapitala oddelka za videokonferenco.....	32
Tabela 10:	Izračun vrednosti oddelka videokonferenca za različne vrednosti tehtanega povprečja kapitala in trajne rasti	36
Tabela 11:	Projekcije izkaza poslovnega izida oddelka za avtomatizacijo	37
Tabela 12:	Projekcije bilance stanja oddelka za avtomatizacijo	37
Tabela 13:	Potrebni dodatni viri sredstev oddelka za avtomatizacijo	38
Tabela 14:	Izračun prostih denarnih tokov oddelka za avtomatizacijo	39
Tabela 15:	Izračun celotne bete za oddelek za avtomatizacijo.....	40
Tabela 16:	Izračun tehtanega povprečja stroška investiranega kapitala oddelka za avtomatizacijo	41
Tabela 17:	Izračun donosnosti investiranega kapitala oddelka za avtomatizacijo	41
Tabela 18:	Donosnost investiranega kapitala za panogo.....	41
Tabela 19:	Izračun končne vrednosti oddelka za avtomatizacijo.....	42
Tabela 20:	Izračun sedanje vrednosti lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo	42
Tabela 21:	Sedanja vrednost denarnih tokov projekta	45
Tabela 22:	Izgubljeni denarni tokovi za podjetje AVT	46
Tabela 23:	Izgubljeni denarni tokovi za podjetje AST.....	47

Tabela 24: Izračun vrednosti oddelka za avtomatizacijo za različne vrednosti tehtanega povprečja kapitala in trajne rasti	50
---	----

UVOD

Razlogi za ustanovitev lastnega podjetja so lahko različni. Najpogostejši razlog je želja, da bi izkoristili svoje znanje, razvijali lastne potenciale, bili sami svoji šefi in prepričanje, da lahko na tak način več zaslužijo.

Podjetje, ki je predmet tega magistrskega dela, so ustanovili štirje mladi podjetniki še v obdobju pred osamosvojitvijo Slovenije. Lastniki podjetja so bili podkovani in izkušeni inovatorji na področju strojne in programske opreme. V nekaj letih se je pokazalo, da lastniki niso istih mnenj glede načina vodenja in nadaljnega razvoja podjetja, zaradi česar se je eden od lastnikov odločil za ustanovitev lastnega podjetja, dva sta se odločila za nadaljnje sodelovanje in soupravljanje obstoječega podjetja kot enakopravna lastnika, četrti pa se je odločil za prodajo svojega deleža in redno zaposlitev v podjetju.

Podjetnika, ki sta se odločila za nadaljnje sodelovanje, že vrsto let upravljata podjetje, o katerem bom govorila v magistrskem delu, in sta pri tem preživela veliko vzponov in padcev. Po tolikem času sodelovanja se je spet zgodilo, da interesi lastnikov niso več usklajeni. Eden od lastnikov podjetja je namreč pred upokojitvijo in želi svoj delež podjetja prepustiti v upravljanje bližnji družini, drugi pa ima do upokojitve še približno 10 let in želi svojo delovno dobo končati kod upravitelj podjetja ter svoj delež nato prodati.

V zgodnjem obdobju se je podjetje ukvarjalo predvsem z razvojem programske opreme za avtomatizacijo proizvodnih obratov v mlekarnah. V obdobju gospodarske krize, ki je nastopila po osamosvojitvi Slovenije, se je podjetje odločilo razširiti področje delovanja. Podjetnika sta poleg oddelka za avtomatizacijo odprla še oddelk za videokonferenco. Vsak od njiju je prevzel vodenje enega oddelka. Čeprav sta bila usklajena glede moralnih vidikov poslovanja ter odnosa do zaposlenih in sta tudi dolgo časa usklajevala poglede glede strategije razvoja, je avtonomnost odločanja sčasoma povzročila odtujitev oddelkov. Kot upravitelja se vedno manj vmešavata v odločitve in poslovanje drugega, oddelka pa sta se skoraj razvila v dve ločeni podjetji.

Podjetnika verjameta, da bi bilo poslovanje oddelkov kot dveh ločenih gospodarskih družb verjetno bolj uspešno. Uspehi in neuspehi poslovanja enega oddelka so namreč zamegljeni z uspehi in neuspehi drugega. Tako oddelka ne občutita posledic dobrega in slabega poslovanja, kar povzroča prepočasno vpeljavo potrebnih sprememb. Za vsako odločitev, ki zahteva večje finančne podvige, se morata podjetnika posvetovati in priti do sporazuma. To dejstvo velikokrat upočasnjuje poslovanje in razvoj podjetja.

V primeru, da se podjetnika odločita za delitev, bi morala podjetje razdeliti na dva po vrednosti enaka dela. Podjetnika bi tako postala pravna lastnika oddelka, ki ga vodita. Namen magistrskega dela je preučiti literaturo s področja vrednotenja podjetij in predstaviti posebnosti vrednotenja v primeru zasebnih podjetij za namene odcepitve, ugotoviti značilnosti oddelka za avtomatizacijo in oddelka za videokonferenco in jih upoštevati pri oceni njune vrednosti.

Lastnikoma je potrebno predstaviti možnosti in predlagati pravično delitev podjetja. Torej z uporabo primerne metode vrednotenja prikazati vrednost posameznega oddelka ter ugotoviti morebitno neskladje v vrednosti. V primeru, da obstaja neskladje v vrednosti, je potrebno predlagati nadomestilo za to nesorazmerje.

Za vrednotenje posameznega oddelka so potrebni podatki iz poslovanja posameznega oddelka. Glavni vir primarnih podatkov bodo deljeni računovodski izkazi. Posamezne postavke računovodskega izkaza podjetja sem ločila med oddelka in jih uporabila kot osnovo za vrednotenje. Računovodska programska oprema, uporabo katere sta odobrila lastnika v namene vrednotenja oddelkov, bo omogočila obdelavo podatkov in dostop do potrebnih podatkov o poslovanju.

Dodaten vir podatkov sem pridobila skozi nestrukturirani globinski intervju vodilnega kadra podjetja. Ti podatki so omogočili predvsem poglobljeno spoznavanje podjetja ter naravo panoge. Poleg tega so nekatere delitve postavk v računovodskih izkazih ločene na podlagi želja lastnikov oziroma glede na interne dogovore o načinu delitve posameznih postavk, če bi podjetje razdelili.

Teoretični del magistrskega dela temelji na študiju literature s področja vrednotenja podjetja. Večina literature je tuja, vključuje pa predvsem že uveljavljena teoretična spoznanja in nekatere novejšje prispevke s področja vrednotenja podjetij.

V prvem poglavju magistrskega dela je predstavljena teorija vrednotenja podjetij. Na kratko so predstavljene metode, ki jih imajo ocenjevalci vrednosti podjetij na razpolago. Sledi bolj poglobljena predstavitev metode diskontiranega denarnega toka, predstavitev posebnosti, ki se pojavljajo pri vrednotenju zasebnih podjetij, in posebnosti pri vrednotenju za potrebe delitve. Podrobneje je obrazložen tudi opcijski model vrednotenja ter vrste pribitkov in odbitkov, ki se lahko aplicirajo pri vrednotenju podjetij. Na koncu poglavja je predstavljena analiza občutljivosti.

V drugem poglavju je predstavljena teorija finančnega prestrukturiranja, možnih načinov delitve podjetja ter njihov vpliv na strukturo lastništva. Obrazložene pa so tudi davčne posledice finančnega prestrukturiranja.

V tretjem poglavju sem se posvetila poglobljeni analizi podjetja ter analizi panoge, v kateri posluje. Analiza panoge je izvedena s pomočjo Porterjevega modela petih silnic. Sledi analiza podjetja z različnimi finančnimi kazalniki, ki omogoča poglobljen vpogled v poslovanje oddelkov.

Četrto poglavje se osredotoča na vrednotenje podjetja. Prikazan je podroben opis in prikaz postopka vrednotenja. Ta je izveden posamično po oddelku. Po oceni vrednosti sem naredila tudi analizo občutljivosti.

Zaključek je narejen na podlagi dostopne literature, objavljene v knjigah, člankih in prispevkih domačih in tujih avtorjev, analize ter ugotovitev iz procesa vrednotenja podjetja.

1 SPLOŠNO O METODAH OCENJEVANJA VREDNOSTI

Za ocenjevanje vrednosti podjetij imamo na razpolago več metod vrednotenja. Na splošno jih delimo na tradicionalne računovodske ter moderne finančne. Tradicionalne računovodske metode dajejo velik pomen računovodsko ugotovljenemu dobičku ter računovodskim kazalcem uspeha. Te so primerne predvsem takrat, ko želimo ugotoviti likvidacijsko vrednost podjetja.

Pri finančnih metodah je v ospredju denarni tok, ki ga ustvarja podjetje. Temeljni cilj poslovanja, h kateremu strmi podjetje, je povečanje vrednosti podjetja za lastnike. Moderne finančne metode predpostavljajo, da investitorje zanimata zgolj denarni tok, ki ga je podjetje zmožno generirati v prihodnosti, ter tveganje, ki je povezano s tem denarnim tokom (Ehrbar, 1998, str. 70).

Različni avtorji različno opredeljujejo kategorije in metode ocenjevanja vrednosti podjetij. A. Damodaran loči tri načine ocenjevanja vrednosti podjetja ali kateregakoli drugega premoženja oziroma sredstva (Damodaran, 2002, str. 11):

- **Metoda diskontiranih denarnih tokov** ocenjuje vrednost podjetja na osnovi vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki so enaki vsoti sedanjih vrednosti vseh pričakovanih donosov, ki jih bo podjetje ustvarilo. Ocenjevalci vrednosti ta način najpogosteje uporabljajo za določanje vrednosti podjetja, deleža podjetja ali posameznega vrednostnega papirja.
- Za **relativno vrednotenje** potrebujemo podjetja, ki so primerljiva s podjetjem, ki ga ocenjujemo po vrsti posla, stopnji rasti, finančni strukturi in profitni marži. Podatke primerljivih podjetij je potrebno analizirati, ustrezno prilagoditi ter izračunati mnogokratnike, s katerimi nato pomnožimo ustrezno spremenljivko ocenjevanja vrednosti. V praksi je precej težko najti primerljivo podjetje.
- Tretji način je opredeljen kot **opcijski model vrednotenja** (angl. *Contingent claim valuation*), ki ga lahko uporabimo za vrednotenje sredstev, ki imajo lastnosti opcij.

V poglavju 1.2 je podrobneje opisana metoda diskontiranega denarnega toka, opcijski model vrednotenja pa v poglavju 1.5. Opisani metodi sta uporabljeni za izračun vrednosti podjetja, ki je predmet te magistrske naloge. Obrazložene so tudi posebnosti, ki jih moramo upoštevati pri ocenjevanju vrednosti zasebnega podjetja.

1.1 Namen vrednotenja

Preden se lotimo vrednotenja podjetja moramo vedeti, kakšen je namen vrednotenja, saj nas različni nameni vrednotenja pripeljejo do različnih rezultatov. Najbolj pogosti razlogi za vrednotenje podjetja so naložbeni razlogi. Vendar pa to ni edini razlog. Vrednotenje se izvaja tudi z namenom nakupa ali prodaje deleža ali celotnega podjetja, pridobitve novega vira financiranja, izdaje delnic, prevzema ali pripojitve podjetja, notranjega odkupa s strani zaposlenih, ocenitve premoženja posameznika, odškodninskih tožb ter vstopa delnic na borzo (Pratt, Reilly & Schweih, 1993, str. 38).

Poleg že omenjenega namena vrednotenja podjetja pa na izračun in samo vrednost podjetja vplivajo tudi drugi dejavniki. Pri vrednotenju moramo upoštevati velikost deleža, ki je predmet cenoitve, saj ima lastnik manjšega deleža tudi manjši vpliv na odločanje o poslovanju podjetja. Na končno vrednost podjetja odločajo tudi velikost podjetja, mikroekonomski ter makroekonomski dejavniki, ki vplivajo na poslovanje, ter panoga, v kateri podjetje deluje.

1.2 Metoda diskontiranega denarnega toka

Pri tej metodi ocenjujemo vrednost podjetja na osnovi vsote prihodnjih denarnih tokov, ki jih bo podjetje uresničilo, diskontiranih na današnjo vrednost. Za izračun torej potrebujemo napovedi prihodnjih denarnih tokov ter primerno diskontno stopnjo, s katero bomo prihodnje denarne tokove preračunali na današnjo vrednost. Diskontna stopnja mora odražati časovno vrednost denarnega toka in tveganje, ki je z njim povezano. Metodo lahko uporabljamo tako za izračun vrednosti celotnega podjetja kot tudi za izračun vrednosti lastniškega kapitala.

Prosti denarni tok je definiran kot denarni tok, ki je na razpolago za razdelitev med lastnike, potem ko je podjetje že naredilo vse potrebne investicije v stalna in gibljiva sredstva. Te so nujno potrebne za ohranjanje stabilne rasti podjetja ter dobrega nadaljnega poslovanja (Brigham & Daves, 2002, str. 187).

Za izračun vrednosti celotnega kapitala oz. podjetja kot prihodnje donose upoštevamo donose, ki so namenjeni vsem investitorjem podjetja, tako posojilodajalcem kot lastnikom podjetja. Čisti denarni tok za celotni kapital je opredeljen kot dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo na dobiček, povečan za nenedarne stroške podjetja ter zmanjšan za investicijske stroške podjetja. Sem spadajo tako investicije v osnovna sredstva kot tudi vlaganja v obratni kapital.

Pri izračunu vrednosti lastniškega kapitala upoštevamo donose, ki so namenjeni lastnikom podjetja. Izhodišče za izračun čistega denarnega toka za lastniški kapital je čisti dobiček, ki mu prištejemo nedenarne stroške podjetja, odštejemo investicije v osnovna sredstva in vlaganja v obratni kapital ter odštejemo neto denarne tokove, ki pripadajo dolžniškemu kapitalu. Pri izračunu vrednosti lastniškega kapitala lahko izhajamo tudi iz vrednosti podjetja, ki mu odštejemo vrednost dolga. Ne glede na pristop, ki ga uporabimo za izračun lastniškega kapitala, je rezultat enak.

Kot sem že omenila, je vrednost podjetja vsota prihodnjih denarnih tokov. Splošna formula za izračun sedanje vrednosti podjetja se glasi:

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

Pri tem je:

FCFF – čisti denarni tok za podjetje v obdobju t

WACC – tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala

t – pričakovana življenjska doba sredstva oz. podjetja

Vsoto čistih denarnih tokov za podjetje moramo diskontirati s tehtanim povprečjem stroškov celotnega kapitala. Upoštevati moramo torej vse načine financiranja, ki jih uporablja konkretno podjetje in izračunati tehtano povprečje vseh stroškov financiranja. V primeru, da se podjetje financira samo z lastniškim kapitalom in dolgom, dobimo tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala po formuli:

$$WACC = r_D \cdot (1-T) \cdot w_D + r_E \cdot w_E \quad (2)$$

Tukaj je:

r_E – strošek lastniškega kapitala,

w_E – utež oziroma odstotek kapitala, pridobljenega s pomočjo navadnih delnic v primerjavi s celotnim kapitalom

r_D – strošek dolga

w_D – utež oziroma odstotek dolga v celotnem kapitalu

T – davčna stopnja

Strošek lastniškega kapitala izraža donos, ki ga zahteva lastnik podjetja za investiranje lastnega kapitala. Z investiranjem kapitala se lastnik odloči, da bo nase prevzel tveganje, za katero zahteva določeno višino donosa. Vsaka investicija nosi dve vrsti tveganja: tveganje, ki je specifično za to investicijo in tveganje, ki je lastno vsem investicijam oziroma sistematično tveganje.

Ko strošek kapitala računamo po CAPM (ang. *Capital Asset Pricing Model*) modelu, predpostavljamo, da ima potencialni vlagatelj v lasti učinkovito razpršen portfelj naložb. Tako CAPM model kot določujoč faktor pri izračunu zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala upošteva samo sistematično tveganje, saj se je investitor tveganju, ki je specifično za to podjetje oziroma panogo, izognil z razpršitvijo portfelja (Damodaran, 2002, str. 663). Formula za izračun zahtevane stopnje donosa se glasi:

$$r_E = r_{RF} + \beta_{LEV} \cdot ERP \quad (3)$$

Pri tem je:

r_E – strošek kapitala, ki velja za navadne delnice,

r_{RF} – netvegana stopnja donosa

β_{LEV} – mera za obseg sistematičnega tveganja

ERP – tržna premija za tveganje

Zahtevana dobičkonosnost lastniškega kapitala je tako sestavljena iz dobičkonosnosti netvegane naložbe ter premije za tveganje. Premija za tveganje se izračuna kot zmnožek beta koeficienta, ki meri obseg sistematičnega tveganja naložbe ter tržne premije za tveganje.

Tako pri modelu WACC kot pri modelu CAPM uporabljamo parametre iz preteklosti (pretekle cene in donosnosti). Modela v osnovi nista namenjena oceni diskontnega faktorja majhnih zasebnih podjetij temveč velikih podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi, ter podjetjem, ki poslujejo že daljši čas (Damodaran, 1994, str. 188). Diskontni faktor je v magistrski nalogi sicer dobljen preko WACC modela, vendar so pri izračunu upoštevane posebnosti konkretnega podjetja.

Netvegana stopnja donosa je dobičkonosnost popolnoma netvegane naložbe. Teoretično gledano je to dobičkonosnost naložbe, katere beta koeficient je enak nič, torej je popolnoma nekorelirana z ostalimi donosi v gospodarstvu. Ker v praksi ni naložbe, ki bi bila popolnoma netvegana, je priporočljivo uporabiti stopnjo donosa za desetletne državne obveznice. Pomagamo si z vrednostnimi papirji, ki na kapitalskem trgu veljajo za najmanj tvegano naložbo (Copeland, 1994, str. 266).

Koeficient beta kaže volatilnost tečaja posameznega vrednostnega papirja v primerjavi s volatilnostjo tečajev vseh ostalih vrednostnih papirjev. Beta odraža relativni obseg sistematičnega tveganja, ki ga posamezen vrednostni papir prispeva k tveganju celotnega premoženja, in ga kot takega ne moremo odpraviti z razpršitvijo portfelja (Mramor, 2000, str. 73).

Tržna premija za tveganje predstavlja donosnost, ki jo povprečni vlagatelj zahteva kot nadomestilo za sistematično tveganje. Pričakujemo torej, da nam bo tvegana naložba poleg netvegane donosnosti prinesla tudi pribitek za tveganje. Premija se izračuna kot razlika med pričakovano dobičkonosnostjo tržnega premoženja ter dobičkonosnostjo netvegane naložbe.

V praksi se najpogosteje uporablja tržna premija za tveganje, ki je izračunana na podlagi zgodovinskih podatkov, in sicer kot razlika med donosnostjo borznega indeksa in donosnostjo netvegane vrednostnega papirja. Preteklo oceno tržne premije za tveganje apliciramo na prihodnost ob predpostavki, da je ta premija dober približek prihodnje premije. Tak pristop je primeren za razvite trge, za katere lahko pridobimo podatke iz daljše časovne vrste. Za trge v razvoju, med katere spada tudi slovenski delniški trg, je tak pristop manj primeren, saj so podatki za izračun tržne premije v preteklosti omejeni (Beja, Čadež & Aver, 2009, str. 97).

Ena od rešitev je prilagoditev zgodovinske premije, pri kateri tržno premijo za tveganje razvitega trga popravimo za deželno tveganje določene države (Beja et al., 2009, str. 98), v našem primeru Slovenije.

$$ERP = \text{Tržna premija za razviti trg} + \text{Premija za deželno tveganje} \quad (4)$$

Za izračun tržne premije za tveganje za slovenski trg je smiselno uporabiti tržno premijo na nemškem delniškem trgu in tej prišteti premijo za deželno tveganje Slovenije.

Z zgoraj omenjenimi izračuni bomo prišli do vrednosti celotnega podjetja. Da bi preračunali vrednosti podjetja v vrednost lastniškega kapitala, moramo od dobljenega rezultata odšteti vrednost dolžniškega kapitala. Torej:

$$\text{Vrednost lastniškega kapitala} = \text{Vrednost podjetja} - \text{Vrednost dolžniškega kapitala} \quad (5)$$

V primeru da vrednotimo javno podjetje, bomo z delitvijo dobljene vrednosti lastniškega kapitala s številom izdanih delnic dobili oceno vrednosti delnice podjetja.

1.3 Posebnosti ocenjevanja vrednosti zasebnega podjetja

Med javnimi in zasebni podjetji obstajajo razlike, ki vplivajo na to, kako bomo obravnavali in vnašali vhodne podatke za vrednotenje (Damodaran, 2002, str. 662-663):

- Pri vrednotenju zasebnega podjetja se najpogosteje pojavi problem omejene količine podatkov, na osnovi katerih izračunavamo vrednost podjetja. Obseg podatkov je praviloma zelo omejen, njihova zgodovina pa je precej krajša, kot je v primeru javnih podjetij. To otežuje spoznavanje značilnosti podjetja in njegovega poslovanja.

- Tržna cena lastniškega kapitala in zgodovinski podatki o tej ceni so za javna podjetja razmeroma lahko dostopna in nam ocenjevanje vrednosti podjetja neizmerno olajšajo. V primeru zasebnega podjetja takšnih podatkov ni moč dobiti, kar precej otežuje vrednotenje. Zaradi konstantne informiranosti o ceni lastniškega kapitala lastnik javnega podjetja veliko lažje proda svoj delež kapitala kot pa lastnik zasebne družbe.
- Ena od problematik vrednotenja zasebnega podjetja se nanaša na tveganje, ki ga investitorji prevzemajo pri nakupu deleža podjetja. Investitorji, ki vlagajo v javna podjetja, namreč praviloma ne vlagajo zgolj v eno podjetje, temveč je njihovo imetje razpršeno med več različnih podjetij, kar zmanjšuje tveganje investitorja. Lastniki zasebnega podjetja pa nemalokrat vložijo večino svojega imetja v podjetje, kar pomeni, da so izpostavljeni večjemu tveganju zaradi nerazpršenosti portfelja.
- V javnih podjetjih je vodenje poslovanja prepuščeno strokovnjakom, ki v imenu lastnikov vodijo podjetja. V primeru zasebnih podjetij pa je lastnik neredko tudi poslovodja podjetja, zaradi česar pogosto pride do prepletanja stroškov podjetja z zasebnimi stroški. V tem primeru moramo pred obdelavo podatkov izločiti morebitne zasebne stroške in tako izluščiti podatke, ki nam bodo dali dejansko sliko značilnosti poslovanja zasebnega podjetja.
- Nenazadnje javna podjetja delujejo pod strožjim nadzorom javnosti in države kot zasebna podjetja ter so dolžna obrazložiti vsebino vsake posamezne postavke v računovodskih izkazih, kar med drugim zagotavlja večjo transparentnost poslovanja in omogoča primerljivost podatkov med javnimi podjetji.

Potencialni in obstoječi investitorji javnih družb se pri svojih odločitvah o investiranju zanašajo predvsem na računovodsko poročanje, zato je kakovost računovodskih informacij bistvenega pomena. Po drugi strani pa se lastniki zasebnih podjetij lahko o poslovanju medsebojno informirajo in zato ne stremijo h kakovostnejšem razkrivanju računovodskih informacij. Do največjih razlik med javnimi in zasebnimi podjetji prihaja na področjih (Burgstahler & Leuz, 2006, str. 7-10):

- računovodskega poročanja in davčnega usklajevanja;
- opredelitev časovnih razmejitev;
- regulacije vrednostnih papirjev in zaščite manjšinskih deležnikov;
- trga kapitala.

Vrednotenje zasebnega podjetja lahko zahteva posebne prilagoditve računovodskih izkazov, da bi dobili osnovo, ki je primerna za projiciranje rezultatov v prihodnost. Izločiti moramo izredne, neobičajne postavke in na splošno vse anomalije, ki bi povzročile nerealno projiciranje prihodnjih poslovnih rezultatov.

Kot sem že omenila, moramo biti posebej pozorni na povečane ali zmanjšane stroške poslovanja, ki so posledica prepletanja osebnih stroškov podjetnika in poslovnih stroškov podjetja. Za namene ocenjevanja vrednosti zasebnega podjetja moramo iz letnih izkazov izločiti vse stroške, ki se ne tičejo poslovanja, in nasprotno, povečati moramo stroške, ki so bili neupravičeno nizki (Pinto & Stowe, 2010, str. 361-362).

Sama doktrina vrednotenja podjetja se zaradi navedenih posebnosti ne spreminja. Še vedno torej velja, da je vrednost podjetja enaka vsoti prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih na sedanjo vrednost. Razlika v izračunu vrednosti javnih in zasebnih podjetij se mora torej kazati v izračunu podatkov, ki jih potrebujemo za vnos v model diskontiranega denarnega toka. Vsaka od zgoraj navedenih posebnosti zasebnega podjetja se bo odražala na diskontni stopnji, denarnih tokovih ali oceni stopnje rasti podjetja in tako vplivala na njegovo vrednost (Damodaran, 2002, str. 662-663).

1.4 Posebnosti ocenjevanja vrednosti zasebnega podjetja za potrebe delitve

Predmet tega magistrskega dela je vrednotenje izbranega zasebnega podjetja za potrebe delitve. Podjetnika si želita razdeliti skupno podjetje tako, da bo vsak prevzel lastništvo oddelka, ki ga vodi. Rezultat delitve bosta torej dve neodvisni podjetji, ki bosta imeli vsako svojega lastnika.

Za vrednotenje posameznega oddelka moramo izhajati iz ločenih računovodskih izkazov, zato sem se morala poleg prečiščevanja poslovnih izkazov lotiti tudi ločevanja oziroma razcepitve le-teh po oddelkih.

Podroben vpogled v posamezne postavke iz bilance stanja ter izkaza poslovnega izida mi je omogočil računovodski program, ki ga uporablja podjetje. Vrednost terjatev do kupcev ter obveznosti do dobaviteljev sem ločila med oddelka glede na kupce in dobavitelje posameznega oddelka. Vrednost blaga na zalogi sem lahko ločila na enak način. Bolj zapleteno je bilo ločevanje vrednosti prodanega blaga in materiala, ki ga program ne razknjiži glede na dobavitelje ali oddelke, temveč jih uvrsti med poslovne odhodke podjetja v enkratnem znesku v trenutku, ko izdelajo računovodske izkaze. Podatke za delitev te postavke sem dobila v izpisu, ki se imenuje obračun materialnih prometov in kaže vse nabave ter prodaje blaga v tekočem letu. Iz tega izpisa sem morala ločiti blago, ki je bilo nabavljeno, vendar se več ne nahaja v zalogah v bilanci stanja na dan 31.12.2012, ga ločiti med oddelka glede na dobavitelje in ga nato sešteti po posameznem oddelku.

Nekatere postavke iz bilance stanja, katerih vira ni več mogoče izslediti in jih ločiti med oddelka, kot so na primer denarna sredstva, sem ločila po ključu 50:50. Na enak način sem ločila stroške, ki jih ni moč povezati z določenim oddelkom, saj so povezani s poslovanjem podjetja kot celote. To so predvsem fiksni stroški kot so stroški računovodske službe, elektrike ipd. V primeru delitve, kakor sta potrdila podjetnika, bi takšne postavke dejansko ločila na tak način.

Tako pripravljene podatke sem uporabila za analizo poslovanja posameznega oddelka ter kasneje kot osnovo za projiciranje rezultatov v prihodnost za namene vrednotenja. Ker podatkov ni bilo mogoče ločiti, še manj pa prečistiti daleč v preteklost, sem se morala pri analizi in projiciranju zanesti na podatke iz leta 2012. Kakor sem že omenila, je posebnost vrednotenja zasebnih podjetij, da so podatki omejeni. Kljub temu lahko iz podatkov iz leta 2012 pridemo do zaključkov o naravi poslovanja posameznega oddelka.

1.5 Opcijski model vrednotenja

Prepričanje, da metoda diskontiranega denarnega toka podcenjuje vrednost sredstev, katerih denarni tokovi so odvisni od izpolnitve določenih pogojev, je spodbudila uporabo opsijskih modelov vrednotenja. Modeli so se sprva uporabljali za vrednotenje finančnih opcij, vendar se je s časom začela njihova uporaba širiti tudi na vrednotenje sredstev, s katerimi se na trgu ne trguje, vendar imajo lastnosti opcije. (Damodaran, 2002, str. 22-24)

Tradicionalna teorija poslovnih financ trdi, da bi podjetja za odločitve o naložbah morala uporabljati metodo diskontiranih denarnih tokov. Večje ko je sistematično tveganje projekta, višja je diskontna stopnja, s katero diskontiramo denarne tokove na sedanjo vrednost, privlačnost projekta pa je manjša. Pomanjkljivost te metode je, da ne upošteva sposobnosti managerjev, da se prilagodijo na spremembe okolja ter aplicirajo spoznanja, ki so jih pridobili v toku projekta. Če podjetje na primer investira v raziskovalni projekt, za katerega se kasneje izkaže, da ne bo obrodil donosnega tržnega produkta, lahko vodstvo ukine njegovo financiranje in se tako izogne nadaljnjim stroškom, ki so povezani s projektom. Tradicionalni model diskontiranih denarnih tokov ne upošteva sposobnosti prilagajanja managementa in zanemarja vrednost, ki je vsebovana v tej fleksibilnosti (Bowman & Moskowitz, 2001, str. 772).

Za bolj primerno metodo za potrebe strateškega odločanja ter ugotavljanja izplačljivosti investicije je bila predlagana metoda realnih opcij. Ta metoda eksplicitno upošteva vrednost, ki je vsebovana v fleksibilnosti managerjev podjetja ter sposobnosti, da pri svojih odločitvah upoštevajo nove informacije o projektu, v katerega investirajo (Trigeorgis, 1996, str. 15). Osnovna predpostavka modela realnih opcij je, da obstaja osnovni vir negotovosti. Manager na primer na začetku raziskovalnega projekta ne ve, ali bodo raziskave rezultirale z donosnim tržnim produktom. Ta negotovost bo s časom izginila, manager pa bo lahko strategijo uskladil z novo ugotovitvijo (Bowman & Moskowitz, 2001, str. 772).

Opcija je pogodbeno razmerje, ki imetniku daje pravico, da kupi ali proda določeno količino osnovnega instrumenta po vnaprej dogovorjeni pogodbeni ceni. Opcije so nastale zaradi negotovosti prihodnjih donosov investicij. Večja ko je volatilitnost cene osnovnega instrumenta, večja je negotovost donosov takšne investicije. Nakup opcije omogoča obvladovanje tveganja izgube vrednosti osnovnega instrumenta ter izkoriščanje ugodnosti bodočega povečanja vrednosti osnovnega instrumenta. Teorija realnih opcij aplicira koncept opcijske teorije pri investicijskem odločanju.

Realne opcije so opcije, ki slonijo na realnih sredstvih in ne na finančnih instrumentih. Prav iz tega dejstva izvira problematika njihovega vrednotenja, saj realna sredstva ne kotirajo na borzi, lahko so opredmetena (nepremičnine, delovni obrati, ipd.) ali neopredmetena (blagovna znamka, dobro ime, učne sposobnosti organizacije, ipd.). Na vrednost takšnih sredstev lahko vpliva vrsta kompleksnih dejavnikov, ki jih pogosto težko kvantificiramo, zato realne opcije težko v celoti in eksplicitno ovrednotimo.

Podjetja investirajo v lastna sredstva z namenom ustvarjanja donosov v prihodnosti, s čimer je vedno povezana določena stopnja tveganja. Na primer, vrednost nepremičnin se spreminja, in nov produkt, ki smo ga razvijali, je lahko za trg nezanimiv, ipd. Teorija realnih opcij analizira negotovosti, povezane z realnimi sredstvi in predlaga, da s pomočjo opcij, ki smo jih ustvarili na realnih sredstvih, lahko zmanjšamo tveganje izgube vrednosti teh sredstev in povečamo možnosti za ustvarjanje dobička. Realne opcije so implicitne ali eksplicitne možnosti podjetja, da v prihodnosti prilagodi, zmanjša, poveča, ali opusti investicijo v sredstva in tako stabilizira donose z naslova teh sredstev v prihodnosti (Bhattacharya & Wright, 2005, str. 931).

1.6 Pribitki in odbitki

Pribitki in odbitki so temeljna orodja ocenjevalcev vrednosti podjetij, ki jih uporabljajo pri vrednotenju. Z odbitki zmanjšamo osnovno vrednost podjetja, s pribitki pa jo povečujemo (Hitchner, 2011, str. 365-366).

Pratt (2001, str. 3) razvršča odbitke in pribitke v dve glavni kategoriji:

- odbitke in pribitke, ki so povezani s podjetjem, ki je predmet ocenjevanja;
- odbitke in pribitke, ki so povezani z značilnostmi lastništva v podjetju, ki je predmet ocenjevanja.

Prva kategorija pribitkov in odbitkov se nanaša na podjetje kot celoto in torej ni povezana z značilnostmi posameznih lastnikov, kot sta recimo velikost deleža v lasti in povezana pristojnost upravljanja.

Druga kategorija pribitkov in odbitkov se nanaša na tiste, ki jih pripisujemo značilnostim lastništva v podjetju. Ti se kažejo kot zmožnost lastnika, da vpliva na upravljanje poslovanja podjetja ali pa z možnostjo lastnika, da svoj lastniški delež odproda.

Primeri odbitkov na ravni podjetja (Hitchner, 2011, str. 370):

- odbitek zaradi vpliva ključne osebe;
- odbitek zaradi nerešenih ekoloških primerov;
- odbitek zaradi grozečih sodnih sporov;
- odbitek zaradi posebnih tržnih tveganj.

Pribitki na ravni podjetja veljajo za vse lastnike v enaki meri, zato jih večina analitikov upošteva pri določitvi diskontne stopnje in jih tako vstavijo v že uporabljeno metodo ocenjevanja vrednosti. V primeru da ocenjevanje vrednosti izvedemo z metodo diskontiranih denarnih tokov, bomo takšne odbitke vstavili tako, da bomo prišteli dodatne odstotne točke diskontni stopnji.

Primeri odbitkov na ravni lastniške strukture:

- pribitek za obvladovanje oziroma odbitek za neobvladovanje;
- odbitek za pomanjkanje likvidnosti.

Pri odbitkih na ravni lastniške strukture moramo pred uporabo pribitkov in odbitkov najprej izračunati osnovno vrednost. Ocenjeno vrednost podjetja naknadno povečamo ali zmanjšamo z uporabo ustreznega pribitka ali odbitka in jo tako ustrezno popravimo.

1.7 Analiza občutljivosti

Pri vsakem vrednotenju podjetja obstaja tveganje, da vhodni podatki ne bodo takšni kot smo predvideli. Zato je smiselno poleg osnovnega izračuna vrednosti narediti tudi analizo občutljivosti. To pomeni, da v postavljenem modelu izračuna vrednosti investicijskega projekta, v tem primeru vrednosti podjetja, izberemo nekaj ključnih vhodnih podatkov, ki vplivajo na ocenjeno vrednost ter jih spreminjamo z namenom, da ugotovimo kako vplivajo na dobljeni rezultat oziroma kakšna je občutljivost rezultata na spremembo vhodnega podatka (Helfert, 2000, str. 174).

Analiza občutljivosti kaže spremembo v vrednosti podjetja, ki je posledica spremembe vhodnega podatka, pri čemer vsi ostali podatki ostanejo nespremenjeni. Vsako izbrano spremenljivko povečamo in zmanjšamo od njene pričakovane vrednosti, nato ponovno izračunamo vrednost podjetja (Brigham & Houston, 2009, str. 376).

2 FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE

2.1 Oprelitev finančnega prestrukturiranja

Izraz finančno prestrukturiranje se nanaša na finančne odločitve, ki vodijo do sprememb na pasivi premoženjske bilance podjetja, kot tudi na investicijske odločitve, ki se kažejo na aktivih. Med ukrepe, ki vodijo do takih sprememb, štejemo (Lončarski, 2002, str. 3-4):

- združevanja in prevzeme podjetij;
- delitve podjetij;
- stečajne postopke, poravnave in ukinitve;
- reorganizacijo strukture pasiv premoženjske bilance.

Cumming in Mallie (1999, str. 77) navajata štiri načine delitve podjetij:

- odprodaja delov podjetja (ang. *Sell-off*);
- oddelitev (ang. *Spin-off*);
- odcepitev (ang. *Split-off*);
- razdružitev (ang. *Split-up*).

Odprodaja delov podjetja je najbolj pogost način delitve. Pri odprodaji gre za odprodajo dela aktive (npr. oddelka, proizvodne linije, podružnice) v zameno za denar ali druge finančne oblike. Podjetje lahko s tako pridobljenimi denarnimi sredstvi odplača dolgove, jih investira v ostale oddelke, odkupi lastne delnice (v primeru delniške družbe) ali razdeli dividende.

Razlogi, ki podjetja pripeljejo do odprodaje so različni. Vodstva so se pogosto odločala za odprodajo dela podjetja zaradi slabih poslovnih rezultatov oddelkov ali podružnic, ki so metala senco na ostale dele podjetja, ki so dobro poslovala. Prav tako je v primeru, ko je podjetje v finančnih težavah in nima dostopa do dodatnega dolžniškega ali lastniškega kapitala, odprodaja lahko alternativni vir sredstev. Razlog za odprodajo dela podjetja je lahko tudi posledica zamenjave vodstva, ki uvede novo poslovno strategijo, ki izključuje določen segment poslovanja, ali pa za del poslovanja enostavno ni dovolj zainteresirano (Cumming & Mallie, 1999, str. 79).

Pri **oddelitvi** matično podjetje izloči segment poslovanja ter ga oblikuje kot hčerinsko družbo in nato enakomerno razdeli lastništvo nove hčerinske družbe med svoje obstoječe lastnike. Z vidika podjetja gre v primeru oddelitve za distribucijo dividend v obliki delnic.

Vodstvo se lahko odloči za oddelitev dela podjetja, ker je prepričano, da bo vsota tržnih vrednosti matičnega in oddeljenega hčerinskega podjetja večja, kot je bila tržna vrednost primarnega podjetja. Med razloge za oddelitev se šteje tudi, da podjetje z oddelitvijo segmenta podjetja omogoči delničarjem, da sami odločajo o investiciji v dejavnost hčerinskega podjetja. Posameznik, ki ne želi investirati v posel oddeljene hčerinske družbe, bo delnico preprosto prodal.

Po izvedbi oddelitve postane uspešnost in poslovanje posameznega segmenta bolj transparentna, to pa povečuje zagnanost managerjev ter izboljšuje povezavo med produktivnostjo in kompenzacijo managementa (Cumming & Mallie, 1999, str. 87).

Odcepitev je podobna oddelitvi, le da mora lastnik matične družbe odstopiti svoj delež v matični družbi in v zameno dobiti delež v novi, hčerinski družbi. Delež, ki ga dobi v zameno, je lahko, ni pa nujno proporcionalen. Z vidika podjetja odcepitev pomeni odkup lastnih delnic s prenosom nadzora hčerinskega podjetja na delničarje matičnega podjetja. Prednost odcepitve pred oddelitvijo podjetja je, da pride v primeru odcepitve do zmanjšanja števila izdanih delnic matičnega podjetja.

Za **razdružitev** je značilno, da matično podjetje ustanovi dve ali več hčerinskih podjetij ter svojim delničarjem v zameno za delnice matičnega podjetja ponudi delnice hčerinskega podjetja, čemur sledi ukinitve matičnega podjetja. Razdružitev je torej način ločitve podjetja v dve ali več novih podjetij.

Poleg zgoraj naštetih načinov delitve ima podjetje možnost **izdaje posebnih delnic**, ki so vezane na poslovanje določenega dela podjetja (ang. *targeted stock*, *lettered stock*). Izdaja takih delnic ima podobne prednosti kot oddelitev podjetja. Ker je del podjetja, za katerega so bile izdane posebne delnice, še vedno pod okriljem in nadzorom matičnega podjetja, v tem primeru dejansko ne gre za pravo delitev.

2.2 Davčni učinki finančnega prestrukturiranja

Po Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD-1) je delitev skupni izraz za tri oblike statusnih preoblikovanj podjetja. V 623. Členu ZGD-1 je določeno, da se kapitalska družba lahko deli z razdelitvijo, oddelitvijo ali izčlenitvijo.

Razdelitev se opravi s hkratnim prenosom vseh delov premoženja prenosne družbe, ki z razdelitvijo preneha poslovati, na:

- nove kapitalske družbe, ki se ustanovijo zaradi razdelitve (razdelitev z ustanovitvijo novih družb);
- prevzemne kapitalske družbe (razdelitev s prevzemom).

Oddelitev se opravi s prenosom posameznih delov premoženja družbe, ki z razdelitvijo ne preneha poslovati, na:

- nove družbe, ki se ustanovijo zaradi oddelitve (oddelitev z ustanovitvijo novih družb);
- prevzemne družbe (oddelitev s prevzemom).

Izčlenitev se opravi s prenosom vseh ali posameznih delov premoženja prenosne družbe, ki z izčlenitvijo ne preneha poslovati, na:

- nove družbe, ki se ustanovijo zaradi izčlenitve (izčlenitev z ustanovitvijo novih družb);
- prevzemne družbe (izčlenitev s prevzemom).

Nova ali prevzemna družba z delitvijo prevzame del premoženja prenosne družbe, ki je določen z delitvenim načrtom, ter pravice in obveznosti prenosne družbe, ki so povezane s tem premoženjem. Nova ali prevzemna družba tako vstopi v vsa pravna razmerja v zvezi s premoženjem, katerih subjekt je bila prenosna družba (Prinčl, 2011, str. 11).

Če primerjamo našteje pojme delitve navedene v oddelku 2.1 vidimo, da se pojem izčlenitve ujema z odcepitvijo, pojem razdelitev pa z razdružitvijo.

Člen 38. ZDDPO-2 navaja, da mora davčni zavezanec (prenosna družba) pri delitvi razkriti skrite rezerve, ki se nanašajo na preneseno premoženje, in jih vključiti v davčno osnovo. Znesek skritih rezerv se izračuna kot razlika med pošteno vrednostjo in davčno vrednostjo sredstev in obveznosti, pri čemer je poštena vrednost trenutna tržna vrednost premoženja, davčna vrednost pa je večinoma enaka njihovi knjigovodski vrednosti.

Slovenska zakonodaja je ob vstopu v EU uvedla odločbe Združitvene direktive EU, ki odpravljajo morebitno obdavčitev v primeru statusnih preoblikovanj, v kolikor so izpolnjeni določeni pogoji. Sem spadajo tudi delitve.

Prevzemna družba je dolžna ovrednotiti prevzemna sredstva in obveznosti, amortizirati prevzeta sredstva ter izračunati dobičke ali izgube v zvezi s prevzetimi sredstvi in obveznostmi. Po 40. členu ZDDPO-2 so družbe oproščene davka od dobička, ki nastane pri prenosu sredstev in obveznosti, ki pripadajo prenesenim sredstvom, če ta izpolnjuje pogoje navedene v 41. členu ZDDPO-2 ter transakcijo priglasijo davčnemu organu (Prinčl, 2011, str. 11-12). 41. člen dotičnega zakona določa, da je pogoj izpolnjen, ko sta prenosna in prevzemna družba rezidentki Slovenije in gre za prenos sredstev v Sloveniji ali v državni članici EU, ki ni Slovenija, kar pomeni, da bi bil pogoj v konkretnem primeru izpolnjen.

Pri uveljavljanju nevtralne davčne obravnave se lahko delitve torej izvedejo brez davčnih posledic po Zakonu o davku od dohodkov pravnih oseb in tudi Zakonu o dohodnini, če so družbeniki privzete družbe fizične osebe. Presežki, ustvarjeni kot posledica transakcije, se bodo, če bo uveljavljena nevtralna davčna obravnava, pri prevzemni družbi ali novi družbi, na katere so se prenesla sredstva, pokazali kot prihodki v računovodskih izkazih v letu, ko je bila transakcija storjena. Vendar se ti prihodki lahko izvzamejo iz obračuna davčne osnove (Tomšič, 2012, str. 4-5).

3 PREDSTAVITEV PODJETJA

Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1990 in je v lasti dveh podjetnikov. Vsak od njiju ima v lasti 50 % podjetja. Podjetje ima dva oddelka in vsak podjetnik opravlja poslovodstveno funkcijo v svojem oddelku.

Oddelek za videokonferenco se ukvarja s preprodajo in dajanjem v najem video ter audiokonferenčne opreme, videokonferenčnega salona, ureditvijo videokonferenčnih prostorov in namestitvijo ter vzdrževanjem videokonferenčne in podobne opreme. Na oddelku za videokonferenco sta zaposleni dve osebi, od katerih je eden podjetnik.

Oddelek za avtomatizacijo se ukvarja z avtomatizacijo bolj in manj kompleksnih tehnoloških sistemov, kot so proizvodne linije v mlekarstvu, bioelektrarne ter nadgradnje komunalnih vozil (tako imenovane mobilne aplikacije). Oddelek ima štiri zaposlene, od katerih je en podjetnik.

Podjetnik in poslovodja oddelka avtomatizacija se ima namen upokojiti in zapustiti funkcijo direktorja podjetja. Podjetnik in poslovodja oddelka za videokonferenco bo ostal zaposlen v podjetju in bo po odhodu drugega družbenika prevzel mesto direktorja.

3.1 Analiza panoge

Po M. Porterju dobičkonosnost panoge ter uspešnost organizacije določa pet ključnih konkurenčnih sil. To so konkurenca med obstoječimi podjetji v panogi, nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo, nevarnost substitutov, pogajalska moč dobaviteljev in pogajalska moč kupcev (Bukovec, 2010, str. 19-20).

Model temelji na ravnovesju in razlaga, da večja ko je moč vsake izmed sil, manjša bo dobičkonosnost konkurenčnih podjetij v panogi. Razmerje moči sil je odvisno od panoge in s tem pojasnjuje, zakaj so nekatere panoge donosnejše od drugih (Worhington & Britton, 2009, str. 463).

V nadaljevanju bom podjetje analizirala po Porterjevem modelu petih silnic. S tako analizo bom lažje in bolj realno napovedala bodoče denarne tokove glede na lastnosti podjetja in panoge, v kateri posluje. Podjetje kot tako nima neposrednega konkurenta, zato ga je potrebno razčleniti na dva dela, oddelek za videokonferenco in oddelek za avtomatizacijo, in ju obravnavati posamično.

3.1.1 Videokonferenca

Konkurenca med obstoječimi podjetji v panogi: Podjetja znotraj panoge so med seboj odvisna, saj dejanje enega ali več konkurentov povzroči reakcije drugih podjetij. Stopnja tekmovalnosti za dobiček med podjetji pa je odvisna od intenzivnosti tekmovanja ter podlage na kateri podjetja tekmujejo (Porter, 2008, str. 18).

Na področju videokonference podjetje konkurira z večjimi in finančno močnejšimi podjetji. Stopnja rasti panoge je majhna, saj je trg omejen na področje Slovenije razen nekaj izjem. Kupci so predvsem državne institucije, banke ter večja podjetja, ki svoje nakupe večinoma objavljajo z javnimi razpisi, ki so izredno tekmovalni. Ko je proizvajalec opreme že določen vnaprej, je razlika med ponudniki zelo majhna. Konkurenca med podjetji potiska cene navzdol, zaradi česar so marže razmeroma nizke. Podjetje je z namenom diferenciacije ponudbe v svoj program uvedel lasten produkt, in sicer posebna mobilna stojala za videokonferenčne sisteme. Oddelek vloga v tehnološko modernizacijo ter diferenciacijo lastne ponudbe izdelkov in storitev, za kar je potrebno vlaganje v osnovna sredstva in obratni kapital podjetja oziroma oddelka.

Nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo: Za prodajo je potrebno znanje o videokonferenčnih sistemih in sorodnih produktih. Proizvajalec ponuja brezplačno osnovno izobraževanje. Za bolj poglobljeno in specifično izobraževanje pa je potrebno plačilo. Poleg tega je potrebno znanje o komunikacijah po internetnem in telefonskem omrežju. Z investiranjem v tehnološki razvoj lastnih produktov ter integracijo obstoječih produktov si oddelek prizadeva k večji fleksibilnosti in prilagajanju potrebi kupcev. S tem povečuje raznolikost lastne ponudbe in hkrati otežuje vstop novih konkurentov.

Nevarnost substitutov: Izdelek, ki se sam po sebi ponuja kot substitut je aplikacija Skype, ki ponuja tako prenos zvoka kot slike ter dokumentov. V tem razdelku velja omeniti, da Skype aplikacija v tem trenutku po kvaliteti in namenu ni na takšni ravni, da bi lahko nadomestila uporabo profesionalnih video in avdiokonferenčnih sistemov v vsakdanjem poslovnem komuniciranju.

Pogajalska moč dobaviteljev: Med dobavitelje avdio in videokonferenčne opreme štejemo podjetja kot so Polycom, Lifesize, Aethra, Radvision ter nekdanji Tandberg, ki ga je prevzelo podjetje Cisco. Uporabniki lahko izbirajo med različnimi proizvajalci videokonferenčne opreme, med katerimi je trenutno najbolj razvpit Polycom, ki ga najpogosteje tudi izberejo. Če se je kupec že odločil za nakup opreme znamke Polycom, ima dobavitelj veliko pogajalsko moč. Pridobitev posla je odvisna od popusta, ki ga posamezno podjetje lahko iztrži od dobavitelja ter od tega, kolikšen del tega popusta je pripravljen odstopiti kupcu.

Pogajalska moč kupcev: Ko je kupec državna institucija ali kakšna večja družba, gre brez izjeme za situacijo, kjer je pogajalska moč kupca izredno velika. K ponujanju povabijo več podjetij, da bi si med seboj konkurirala. Kupci postavljajo svoje zahteve glede nabave, dobave, plačilnih rokov in seveda cene.

3.1.2 Avtomatizacija

Konkurenca med obstoječimi podjetji v panogi: Oddelek za avtomatizacijo se srečuje z različnimi konkurenti na področju mlekarstva in na področju mobilnih aplikacij. Na področju mlekarstva zaradi narave posla podjetje vedno sodeluje s tehnološkim podjetjem.

Mobilne aplikacije so relativno novo področje, kjer se mora podjetje še uveljaviti. V tem trenutku ima podjetje na tem področju samo enega kupca, vendar obstaja velik potencial za rast.

Nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo: Za vstop v panogo so potrebne izkušnje, znanje ter poznavanje tehnologije (tehnoloških principov, naprav, terminologije ipd.), za kar je potrebno dolgotrajno učenje. Podjetja, ki so na tem področju neizkušena, so neučinkovita in bi za isto delo potrebovala veliko več časa in sredstev. Vstop v panogo je torej dolgotrajen proces, ki zahteva veliko začetnega financiranja.

Nevarnost substitutov: Ker je za vsak tehnološki problem potrebna natančna prilagoditev programa, je nevarnost substitutov zanemarljivo majhna.

Pogajalska moč dobaviteljev: Elektronska oprema, ki je potrebna pri programiranju proizvodnih procesov ter mobilnih aplikacij, ima relativno majhen delež v prodaji podjetja. Proizvajalcev takšne opreme je veliko in jih je razmeroma lahko nadomestiti.

Pogajalska moč kupcev: V primeru avtomatizacije mlekarne so zaradi narave dela stroški zamenjave za kupca izredno visoki, storitve podjetja pa so za kakovost kupčevih proizvodov izredno pomembne. Kupec ima sicer možnost sam opravljati storitev ali najti drugega dobavitelja, vendar bo, kot že rečeno, ta storitev bistveno drugačne kakovosti.

3.2 Analiza s kazalniki

Računovodski izkazi podjetja so temelj projekcije bodočih denarnih tokov in ocenjevanja vrednosti oddelkov ter izračunov kazalnikov, ki so prikazani v nadaljevanju. Kot sem že razložila v razdelku 1.3 in 1.4 sem morala pred uporabo računovodskih izkazov le-te natančno pregledati in jih očistiti vsakršnih komponent, ki so pravzaprav zasebni stroški družbenikov ali beneficije, ki jih podjetje uživa kot posledico dejstva, da sta družbenika tudi zaposlena v podjetju. Prečiščene izkaze sem nato razdelila med oddelka za videokonferenco in avtomatizacijo. Tako pripravljeni izkazi so primerna osnova za realno projekcijo bodočih poslovnih izidov in analizo značilnosti poslovanja posameznega oddelka, ki je prikazana v nadaljevanju.

Kazalniki sami po sebi ne nakazujejo na uspešnost ali neuspešnost poslovanja nekega podjetja. Da bi ugotovili ustreznost vrednosti kazalnikov, jih je potrebno primerjati s povprečnimi kazalniki panoge, v katerem podjetje posluje. Ker se vrednosti med panogami močno razlikujejo, je za primerjavo pomembno izbrati ustrezno panogo. Uvrstitev podjetja v ustrezno panogo je lahko precej težavna, saj je dejavnost podjetja lahko kombinacija različnih panog in tako postane izbor do določene mere subjektiven.

Pri oddelku za videokonferenco sem za primerjavo izbrala panogo trgovine na debelo z drugimi pisarniškimi stroji in opremo. Znotraj te panoge sem izbrala kategorijo majhnih zasebnih podjetij na področju bivše Jugoslavije, ki imajo do deset zaposlenih delavcev.

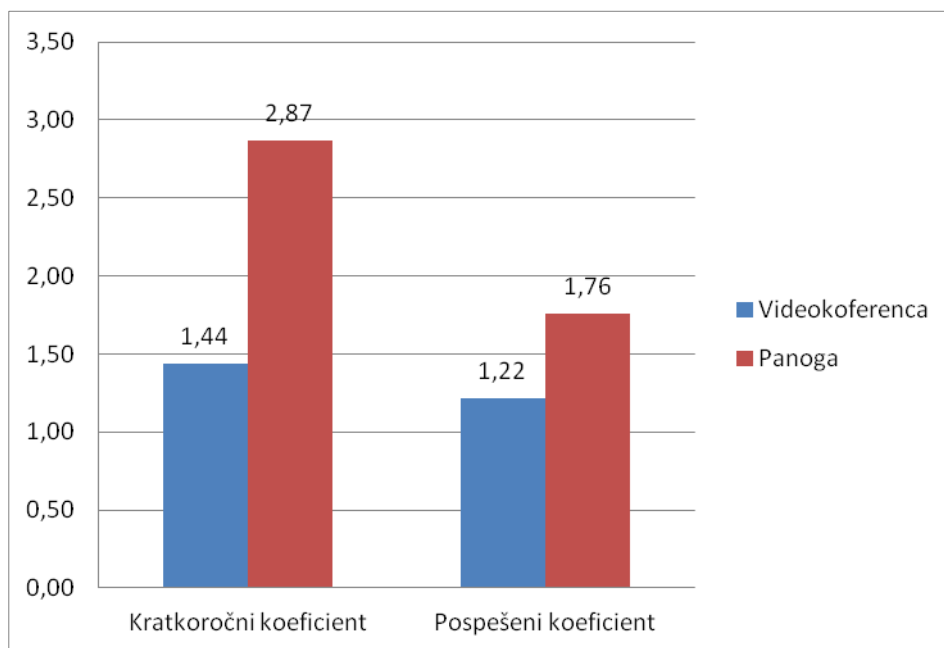
Pri oddelku za avtomatizacijo sem se odločila za panogo računalniškega programiranja, svetovanja in drugih s tem povezanih dejavnosti. Tudi v tem primeru sem izbrala majhna zasebna podjetja znotraj panoge, ki poslujejo na območju bivše Jugoslavije.

3.2.1 Kazalniki likvidnosti

Tveganje nelikvidnosti je pravzaprav tveganje, da se bodo nedenarna sredstva v aktivih bilance stanja spreminjala v denarna sredstva počasneje, kot bodo zapadle obveznosti do virov sredstev. Rečemo lahko, da je podjetje likvidno v določenem obdobju, ko se več nedenarnih sredstev spremeni v denarna sredstva (prodane zaloge, plačane terjatve ipd.), kot je zapadlih obveznosti (Vernimmen, Quiry, Dallochio, Le Fur & Salvi, 2005, str. 223-224).

Kratkoročni koeficient primerja kratkoročna sredstva s kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev. Pospešeni koeficient je zelo podoben kratkoročnemu koeficientu. Primerja kratkoročna sredstva, iz katerih so izvzete zaloge s kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev. Zaloge so najmanj likvidna sredstva med kratkoročnimi sredstvi in jih podjetje v primeru nenadne potrebe po denarnih sredstvih ne bo moglo tako hitro prodati. Pospešeni koeficient nam pove, ali je podjetje sposobno odplačati kratkoročne obveznosti tudi brez odprodaje zalog (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 446).

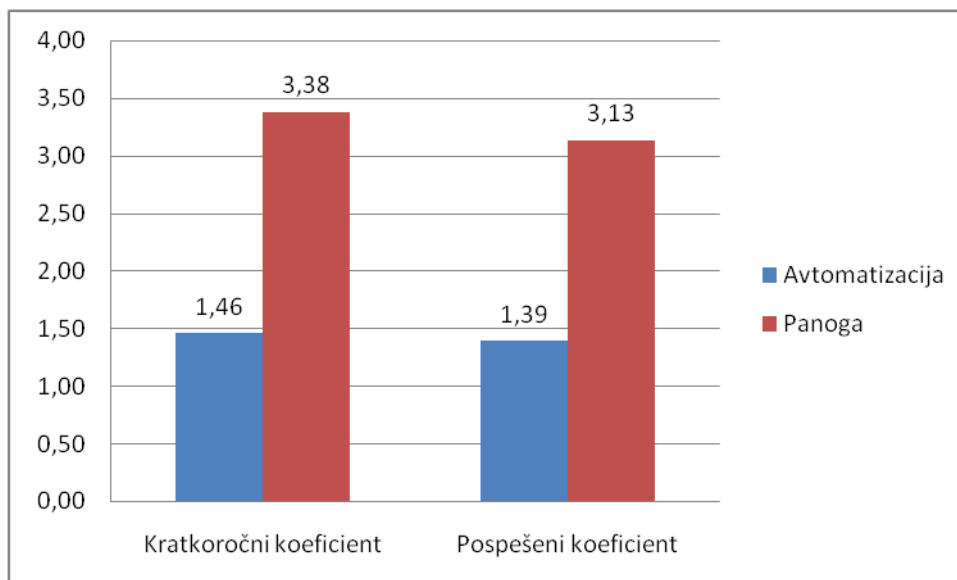
Slika 1: Vrednosti kazalnikov likvidnosti oddelka za videokonferenco in za panogo



Vir: Zasebna podjetja iz panoge trgovine na debelo z drugimi pisarniškimi stroji in opremo na področju bivše Jugoslavije, Amadeus, 2013; Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Iz slike 1 lahko razberemo, da je vrednost kratkoročnega koeficienta oddelka za videokonferenco nižja kot znaša povprečna vrednost za panogo. Pospešeni koeficient za oddelek je prav tako manjši kot za panogo, vendar je razlika med njima manjša. To pomeni, da so podjetja v panogi v povprečju bolj likvidna.

Slika 2: Vrednosti kazalnikov likvidnosti oddelka za avtomatizacijo in za panogo



Vir: Zasebna podjetja iz panoge računalniškega programiranja na področju bivše Jugoslavije, Amadeus, 2013.; Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Za oddelek za avtomatizacijo velja, da sta kratkoročni koeficient ter pospešeni koeficient v primerjavi z drugimi podjetji v panogi nižja. Kljub temu nam vrednost pospešenega koeficienta v višini 1,39 pove, da je oddelek sposoben odplačati vse kratkoročne obveznosti brez odprodaje zalog, če lahko izterja plačila od kupcev.

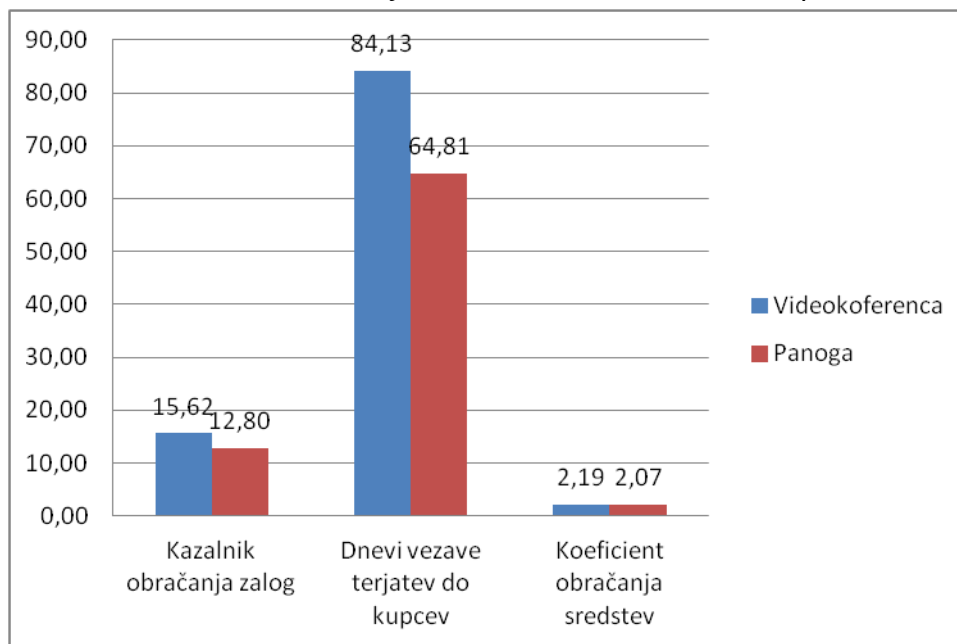
3.2.2 Kazalniki obračanja

Kazalniki obračanja nam kažejo, kako učinkovito podjetje upravlja s sredstvi. Pri teh kazalnikih primerjamo bilanco stanja z izkazom poslovnega izida. Prikazujejo hitrost obračanja posameznih sredstev, ki se lahko meri s koeficientom ali v dnevih.

Iz slike 3 je razvidno, da kazalnik obračanja zalog oddelka za videokonferenco znaša 15,62, kar pomeni, da oddelek v obdobju enega leta v grobem 15-krat razproda zalogo. Povprečna vrednost za panogo je nekoliko nižja.

Dnevi vezave terjatev do kupcev nam povedo, da oddelek za videokonferenco v povprečju potrebuje 84 dni, da prejme plačilo za opravljene storitve oziroma prodano blago. To je odraz dejstva, da oddelek pogosto posluje z velikimi podjetji in državnimi institucijami, ki zahtevajo izredno dolge odloge plačila.

Slika 3: Vrednosti kazalnikov obračanja sredstev oddelka za videokonferenco in za panogo



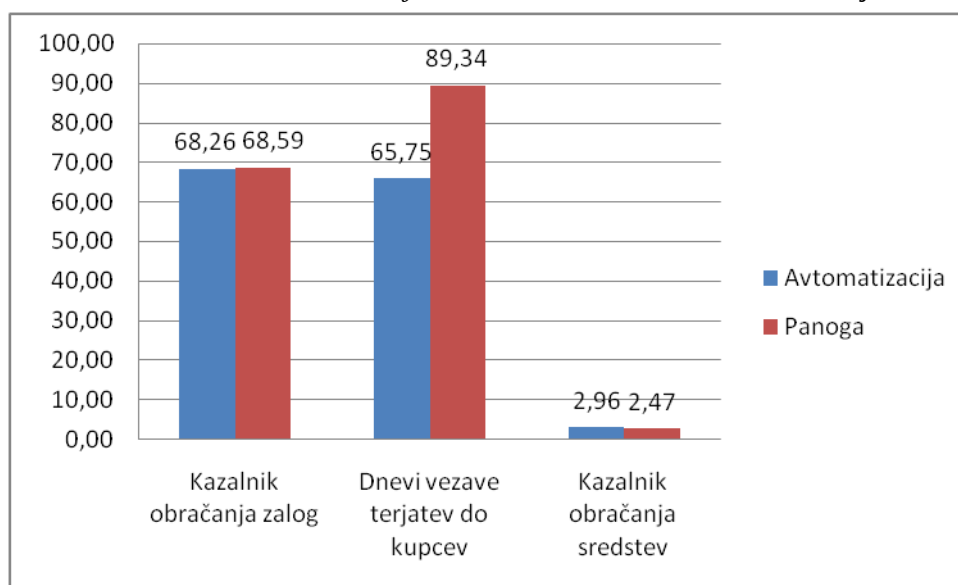
Vir: Zasebna podjetja iz panoge trgovine na debelo z drugimi pisarniškimi stroji in opremo na področju bivše Jugoslavije, Amadeus, 2013.; Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Koeficient obračanja sredstev znaša 2,19, kar pomeni da oddelek z vsakim evrom, ki je investiran v sredstva oddelka ustvari 2,19 € prihodkov od prodaje. Za panogo je vrednost kazalnika nekoliko nižja.

Iz slike 4 vidimo, da sta kazalnik obračanja zalog ter kazalnik obračanja sredstev oddelka za avtomatizacijo zelo blizu povprečja za panogo. Tukaj je potrebno poudariti, da gre visok kazalnik obračanja zalog v primerjavi z oddelkom za videokonferenco pripisati predvsem dejstvu, da oddelk za avtomatizacijo večinoma prodaja storitve in ima zato relativno majhne zaloge, kar povzroča visoko vrednost kazalnika.

Oddelk za avtomatizacijo ustvari 2,96 € prihodkov od prodaje za vsak evro investiran v sredstva oddelka. Kazalnik za panogo, v kateri posluje oddelk, je nekoliko nižji.

Slika 4: Vrednosti kazalnikov obračanja sredstev oddelka za avtomatizacijo in za panogo



Vir: Zasebna podjetja iz panoge računalniškega programiranja na področju bivše Jugoslavije, Amadeus, 2013; Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

3.2.3 Kazalniki donosnosti

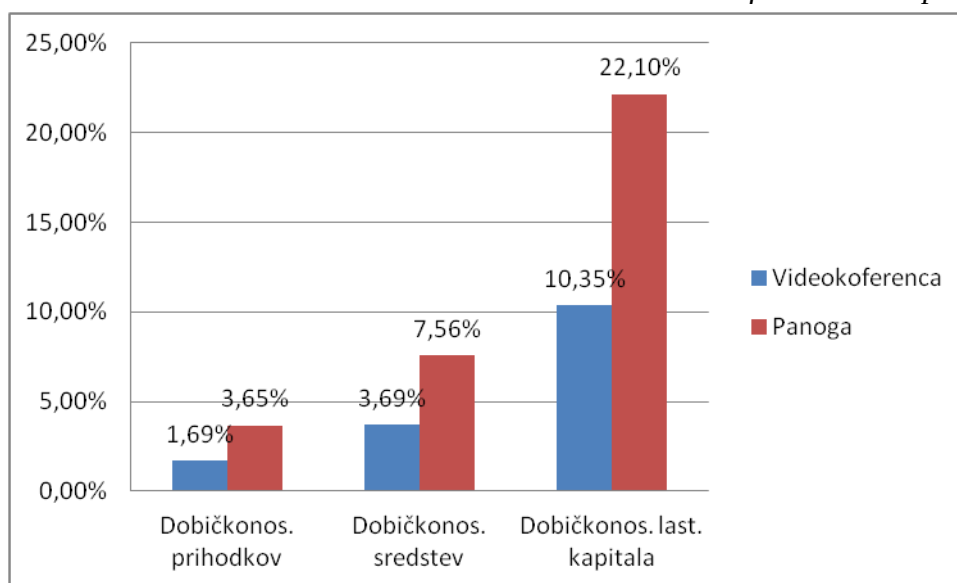
Kazalniki donosnosti so najpogostejše uporabljani kazalniki. Namenjeni so merjenju učinkovitosti uporabe sredstev ter poslovanja podjetja. Ta skupina kazalnikov je osredotočena na čisti dobiček (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003, str. 70).

Iz slike 5 lahko razberemo, da dobičkonosnost prihodkov oddelka za videokonferenco znaša 1,69 %, kar je pod povprečjem panoge, ki znaša 3,65 %. To je lahko posledica visokih stroškov, ki lahko nakazuje na neučinkovitost poslovanja. V razdelku 3.1.1 sem že omenila, da konkurenca med podjetji potiska cene navzdol, zaradi česar so marže, ki jih zasluži oddelk za videokonferenco, pri preprodaji videokonferenčnih sistemov razmeroma nizke. To dejstvo se odraža v nizki dobičkonosnosti prihodkov oddelka za videokonferenco.

Dobičkonosnost sredstev oddelka je prav tako pod povprečjem panoge, in sicer za 3,87 odstotnih točk. Dobičkonosnost sredstev izračunamo tako, da delimo čisti dobiček obdobja s celotnimi sredstvi. Če pomnožimo števec in imenovalce s prihodki od prodaje, lahko dobičkonosnost sredstev razdelimo na dva faktorja, na dobičkonosnost prihodkov ter koeficient obračanja sredstev. Novo dobljena formula se imenuje formula Du Pont, ki nam omogoča, da najdemo vzrok tako nizke dobičkonosnosti sredstev oddelka v primerjavi s panogo (Brealey, Myers & Marcus, 2008, str. 88-89).

$$ROA = \text{Dobičkonosnost prihodkov} \cdot \text{Koeficient obračanja sredstev} \quad (6)$$

Slika 5: Vrednosti kazalnikov donosnosti oddelka za videokonferenco in za panogo



Vir: Zasebna podjetja iz panoge trgovine na debelo z drugimi pisarniškimi stroji in opremo na področju bivše Jugoslavije, Amadeus, 2013; Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

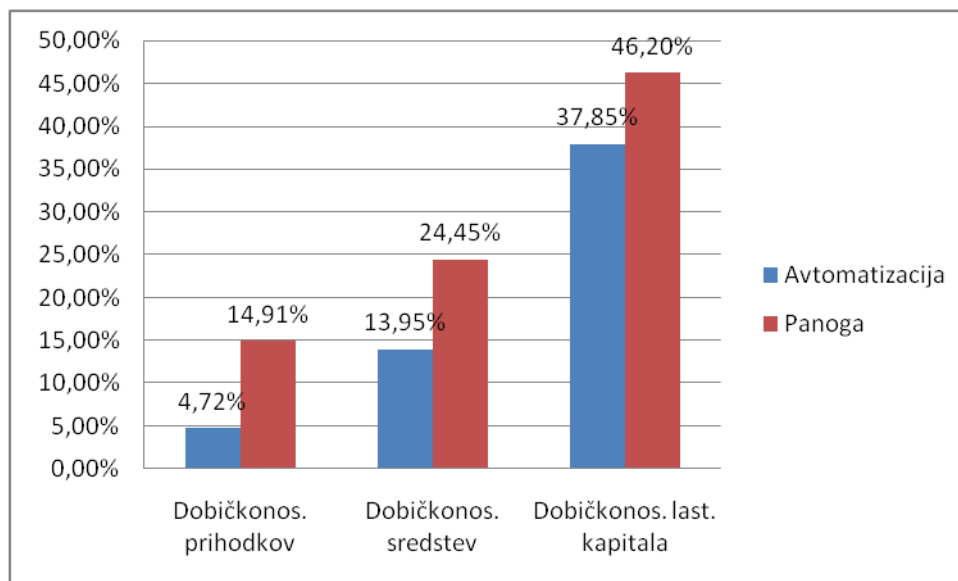
Dobičkonosnost sredstev za oddelek znaša 3,69 %, kar lahko izračunamo tudi z množenjem dobičkonosnosti prihodkov, ki znašajo 1,69 % s koeficientom obračanja sredstev, ki znaša 2,19. Dobičkonosnost prihodkov za panogo znaša 3,65 %, koeficient obračanja pa 2,07. Iz teh podatkov lahko zaključimo, da je nizka dobičkonosnost sredstev za oddelek posledica prenizke dobičkonosnosti prihodkov, saj ima oddelek višji koeficient obračanja sredstev, kot ga imajo v povprečju podjetja iz panoge.

Donosnost lastniškega kapitala oddelka za videokonferenco je pod povprečno vrednostjo podjetij iz panoge, v katerem oddelek posluje, in sicer za 11,75 odstotnih točk.

Na sliki 6 vidimo, da ima oddelek za avtomatizacijo v primerjavi s panogo prav tako nizko vrednost kazalca dobičkonosnosti prihodkov ter koeficient obračanja sredstev, ki je nad povprečjem panoge. Oba oddelka, tako videokonferenca kot avtomatizacija, bi torej morala optimizirati stroške poslovanja, da bi lahko dosegla višjo donosnost prihodkov in s tem višjo dobičkonosnost sredstev.

Dobičkonosnost lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo je za 8,35 odstotnih točk nižja, kot je povprečna vrednost dobičkonosnosti lastniškega kapitala za panogo.

Slika 6: Vrednosti kazalnikov donosnosti oddelka za avtomatizacijo in za panogo



Vir: Zasebna podjetja iz panoge računalniškega programiranja na področju bivše Jugoslavije, Amadeus, 2013; Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

4 VREDNOTENJE

4.1 Vrednotenje oddelka za videokonferenco

4.1.1 Projekcije postavk računovodskih izkazov

Vrednost naložbe je odvisna od ekonomskih koristi, ki jih bo generirala v prihodnosti. Potrebno je torej projicirati prihodnje dobičke naložbe in jih nato ob upoštevanju primerne tveganja diskontirati na sedanjo vrednost (Pratt & Niculita, 2008, str. 175).

Projekcija računovodskih izkazov nam omogoča oceno prihodnjih denarnih tokov, ki določajo vrednost podjetja. Proces finančnega planiranja lahko razčlenimo na (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 479-480):

- Projiciranje računovodskih izkazov in analizo vpliva načrta poslovanja na projicirane dobičke in finančne kazalnike.
- Določanje potrebnih sredstev za uresničitev načrta. Sem spadajo sredstva, ki so potrebna za investicije v osnovna sredstva, povečanje obratnega kapitala, investicije v raziskave in razvoj ter promocijo.
- Napoved razpoložljivih sredstev za uresničitev načrta. Napoved razpoložljivih sredstev terja oceno sredstev, ki jih podjetje lahko pridobi iz notranjih ali zunanjih virov financiranja.

Najbolj razširjena metoda projiciranja računovodskih izkazov je metoda odstotka od prihodkov od prodaje. Pri tej metodi je potrebno razdeliti postavke izkaza poslovnega izida na tiste, ki so, in tiste, ki niso odvisne od obsega prodaje. Postavke v izkazu poslovnega izida in bilanci stanja, za katere predpostavljamo, da bodo rastle sorazmerno z obsegom prodaje, v danem letu izračunamo kot določen odstotek prodaje. Pri določanju preostalih postavk, ki niso neposredno povezane z obsegom prodaje, pa upoštevamo druge kriterije (Brigham, Gapenski & Daves, 1999, str. 331-333).

Pri napovedi prihodnjih prihodkov od prodaje sem izhajala iz napovedane rasti gospodarstva. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (Spomladanska napoved, 2013) ocenjuje, da bo gospodarska rast v prihodnjem obdobju precej nižja, kot je bila pred začetkom gospodarske krize. V pomladanski napovedi kažejo, da bo realna rast v odstotkih za leto 2013 znašala -1,9 %. Za leto 2014 so napovedali 0,2 % rast ter 1,2 % za leto 2015. Ocena nižje gospodarske rasti je skladna s preteklimi izkušnjami drugih držav, kjer je bila gospodarska rast po globoki finančni krizi znatno nižja kot pred njo. Za leti 2016 in 2017 pričakujejo 1,6-odstotno gospodarsko rast (Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo, 2013).

S pomočjo predvidenih prihodkov od prodaje ter metode odstotka od prihodkov od prodaje sem lahko začela s projekcijo računovodskih izkazov oddelka za videokonferenco.

Tabela 1: Projekcija izkaza poslovnega izida oddelka za videokonferenco

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Prihodki od prodaje	211.120	207.109	207.523	210.013	213.373	216.787
Prihodki od prodaje (rast v %)		-1,9	0,2	1,2	1,6	1,6
Stroški blaga in materiala	104.185	102.205	102.410	103.639	105.297	106.982
Stroški blaga in materiala (% od prodaje)	49	49	49	49	49	49
Stroški storitev	62.885	61.690	61.814	62.555	63.556	64.573
Stroški storitev (% od prodaje)	30	30	30	30	30	30
Stroški dela	36.947	36.245	36.317	36.753	37.341	37.939
Stroški dela (% od prodaje)	18	18	18	18	18	18
Amortizacija	2.350	2.585	2.844	3.128	3.441	3.785
Amortizacija (% dolgoročnih sredstev)	32	32	32	32	32	32
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	4.753	4.383	4.138	3.938	3.738	3.509
Finančni in drugi izidi	-306	0	0	0	-19	-55
Celotni dobiček (EBT)	4.447	4.383	4.138	3.938	3.757	3.564
Davek iz dobička (20%)	889	877	828	788	751	713
Čisti dobiček obračunskega obdobja (NI)	3.558	3.506	3.311	3.150	3.005	2.851

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Iz tabele 1 je razvidno, da se večina postavk izkaza poslovnega izida povečuje sorazmerno z rastjo prihodkov od prodaje oddelka. Izjema je amortizacija, ki se povečuje skladno s povečevanjem dolgoročnih sredstev.

Tabela 2: Projekcija bilance stanja oddelka za videokonferenco

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Denarna sredstva	26.742	26.234	26.286	26.602	27.027	27.460
Denarna sredstva (% od prodaje)	13	13	13	13	13	13
Zaloge	13.516	13.259	13.286	13.445	13.660	13.879
Zaloge (% od prodaje)	6	6	6	6	6	6
Poslovne terjatve	48.661	47.736	47.832	48.406	49.180	49.967
Poslovne terjatve (% od prodaje)	23	23	23	23	23	23
Kratkoročne finančne naložbe	0	834	979	979	979	979
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	224	229	229	229	229	229
Kratkoročna sredstva	89.143	88.293	88.612	89.661	91.076	92.514
Dolgoročna sredstva	7.238	7.962	8.758	9.634	10.597	11.657
Dolgoročna sredstva (rast v %)	10	10	10	10	10	10
Sredstva	96.381	96.255	97.370	99.295	101.673	104.171
Kratkoročne poslovne obveznosti	62.008	60.830	60.952	61.683	62.670	63.673
Kratkoročne poslovne obveznosti (% od prodaje)	29	29	29	29	29	29
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	248	738	1.378
Kratkoročne obveznosti	62.008	60.830	60.952	61.931	63.408	65.051
Dolgoročne obveznosti	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0
Skupaj obveznosti	62.008	60.830	60.952	61.931	63.408	65.051
Kapital	34.373	35.425	36.418	37.363	38.265	39.120
Obveznosti do virov sredstev	96.381	96.255	97.370	99.295	101.673	104.171

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

V bilanci stanja je večina postavk prav tako napovedana kot procent od prihodkov od prodaje oddelka. Izjema so dolgoročna sredstva, kot je razvidno iz tabele 2, kjer sem predpostavila 10-odstotno rast letno. Nabava novih osnovnih sredstev, predvsem nove in modernejšee videokonferenčne opreme, bo omogočila nove vire prihodkov in s tem podprla predpostavko rasti prihodkov od prodaje.

V procesu projiciranja postavk računovodskih izkazov nastane med aktivno in pasivno stranjo bilance stanja razkorak, ki ponazarja presežek ali pomanjkanje virov financiranja sredstev, ki so potrebna za realizacijo planiranih poslovnih rezultatov. Metoda potrebnih dodatnih virov sredstev (ang. *Additional Funds Needed*) nam tako omogoča načrtovanje potrebnih virov sredstev, ki jih mora podjetje pridobiti.

Tabela 3: Potrebni dodatni viri sredstev oddelka za videokonferenco

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Potrebna sredstva	95.420	97.225	99.294	101.673	104.171	
Razpoložljivi viri sredstev	96.255	97.370	99.046	101.183	103.531	
Potrebni dodatni viri sredstev (AFN)	-834	-144	248	490	639	
Povečanje kratkoročnih finančnih obveznosti	0	0	248	490	639	
Kratkoročne finančne naložbe	834	144	0	0	0	

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Za realizacijo načrtovanih poslovnih rezultatov potrebuje podjetje finančna sredstva. Na voljo ima lastne dobičke, ki jih lahko reinvestira v poslovanje, bančna posojila ali pa sredstva, pridobljena z dokapitalizacijo. Potrebna sredstva so seštevki denarnih sredstev, zalog, poslovnih terjatev, kratkoročnih aktivnih časovnih razmejitev ter kratkoročnih finančnih naložb predhodnega obdobja. Razpoložljivi viri sredstev so seštevki kratkoročnih poslovnih obveznosti, kratkoročnih finančnih obveznosti predhodnega obdobja, dolgoročnih obveznosti, pasivnih časovnih razmejitev ter kapitala. Če je razlika pozitivna, mora podjetje za uresničitev načrta priskrbeti dodatne vire sredstev. Ko v obračun bilance vključimo še dodatne potrebe po sredstvih, dobimo uravnoteženo bilanco stanja (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 482-497).

Dodatna sredstva so v celoti financirana s kratkoročnim bančnim posojilom, presežek sredstev pa je vložen v kratkoročne finančne naložbe. Tabela 1 in 2 prikazujeta projicirane računovodske izkaze, v katere so že vračunani presežki virov financiranja ter potrebe po dodatnih virih financiranja. Upoštevane so tudi obveznosti do banke iz naslova obresti, ki nastanejo s predvidenim povečanjem posojila.

V tabeli 3 vidimo, da bo oddelek za videokonferenco v letu 2013 potreboval 95.420 € sredstev za realizacijo 207.109 € prihodkov od prodaje (glej tabelo 1). Razpoložljivi viri sredstev za isto obdobje znašajo 96.255 €, kar pomeni, da bo oddelek sposoben financirati potrebna sredstva z internimi viri sredstev. Od leta 2015 pa bo oddelek potreboval dodatna sredstva, ki se kažejo kot povečanje kratkoročnih finančnih obveznosti. Tukaj je potrebno poudariti tudi dejstvo, da sem pri obračunu razpoložljivih virov sredstev predvidevala, da bo v obdobju od 2012 do 2017 oddelek zadržal 30 % ustvarjenega čistega dobička, ki je prenesen v kapital.

4.1.2 Ocena prostih denarnih tokov oddelka za videokonferenco

Za izračun vrednosti oddelka po metodi diskontiranega denarnega toka sem morala torej oceniti prihodnje denarne tokove. Pri oceni le teh sem izhajala iz prečiščenega in ločenega izkaza poslovnega izida ter bilance stanja oddelka za videokonferenco iz leta 2012 ter projekcij za obdobje od 2013 do 2017.

Tabela 4: Izračun prostih denarnih tokov oddelka za videokonferenco

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT = EBIT*(1-T)	3.802	3.506	3.311	3.150	2.991	2.807
Gibljava sredstva	88.919	87.230	87.404	88.453	89.868	91.306
Kratkoročne obveznosti	62.008	60.830	60.952	61.931	63.408	65.051
Obratni kapital	26.911	26.399	26.452	26.521	26.460	26.255
Vlaganja v obratni kapital		-511	53	69	-62	-204
Osnovna sredstva	7.238	7.962	8.758	9.634	10.597	11.657
Vlaganja v osnovna sredstva		724	796	876	963	1.060
Amortizacija	2.350	2.585	2.844	3.128	3.441	3.785
FCFF		5.879	5.305	5.333	5.530	5.736

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Za izračun prostih denarnih tokov moramo najprej izračunati vrednosti dobička iz poslovanja, ki jih razberemo iz izkaza poslovnega izida. Od dobička iz poslovanja je nato potrebno odšteti davke. To so davki, ki bi jih podjetje moralo plačati v primeru, da ne bi imelo dolga in drugih postavk, ki znižujejo davčno osnovo. V izračunu sem predpostavila 20-odstotno davčno stopnjo, ki v Sloveniji velja za pravne osebe.

Naslednji korak je izračun vlaganja v obratni kapital ter vlaganja v osnovna sredstva. To so denarna sredstva, ki bodo vložena v tekoče poslovanje podjetja in bodo tako zmanjšala končno vrednost prostih denarnih tokov. Vlaganje v obratni kapital je izračunano kot razlika stanja obratnega kapitala med tekočim letom in predhodnim letom, vlaganja v osnovna sredstva pa so izračunana kot razlika stanja osnovnih sredstev tekočega in predhodnega obdobja.

Da bi dobili končno vrednost prostih denarnih tokov za podjetje, moramo prišteti še amortizacijo osnovnih sredstev, ki je bila odšteta v procesu izračuna poslovnega dobička iz poslovanja, vendar po svoji naravi ne predstavlja odliva denarnih sredstev, kar moramo pri izračunu prostih denarnih tokov upoštevati.

Tako pridobljene vrednosti prostih denarnih tokov podjetja moramo diskontirati na sedanjo vrednost. Izračun diskontne stopnje je opisan v naslednjem poglavju.

4.1.3 Ocena diskontne stopnje za oddelek za videokonferenco

Kot je bilo že obrazloženo v poglavju 1.2, moramo za izračun vrednosti oddelka po metodi diskontiranega denarnega toka oceniti ustrezno diskontno stopnjo, ki bo odražala zahtevani donos glede na tveganje investicije.

Ker bom za izračun vrednosti oddelka uporabljala proste denarne tokove, ki pripadajo tako dolžnikom kot lastnikom, moram pri izračunu diskontne stopnje uporabiti metodo tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC). Tehtano povprečje kapitala bom izračunala po enačbi (2) v poglavju 1.2.

Strošek dolga izraža obrestno mero, po kateri si podjetje lahko izposodi denar. Ko vrednotimo javno podjetje, kot strošek dolga vzamemo zahtevano višino donosa izdanih obveznic podjetja ali pa maržo za kreditno tveganje, ki ga določimo s pomočjo kreditnega ratinga obveznic. Za vrednotenje zasebnega podjetja te možnosti nimamo, saj zasebna podjetja ne izdajajo obveznic in se moramo zato zateči k drugačni rešitvi težave (Damodaran, 2002, str. 669).

Po informacijah banke, pri kateri ima podjetje odprt transakcijski račun in od katere je podjetje v preteklosti jemalo kredite, bi podjetje danes lahko pridobilo posojilo po obrestni meri 7,5 %. To je strošek dolžniškega kapitala, ki sem ga upoštevala v izračunu WACC, saj ta nedvomno odraža zahtevano stopnjo donosa, ki jo upniki pričakujejo za takšno investicijo.

Strošek lastniškega kapitala je izračunan po modelu CAPM po enačbi, ki je bila predstavljena v poglavju 1.2.

Netvegana stopnja donosa je veljavna donosnost nemških državnih obveznic z dospelostjo 10 let, saj je pri njih tveganje najnižje. V izračunu je uporabljena 1,65 % stopnja donosa za netvegane naložbe (Market data: Rates & Bonds, 2013).

Beta koeficient, ki izraža tveganost naložbe za panogo, v katero spada oddelek za videokonferenco, znaša 0,81. Ker je lastnik, ki bo prevzel oddelek za videokonferenco vlagatelj z razpršenim portfeljem, za vrednotenje oddelka za videokonferenco nisem izračunavala celotne bete, ki je obrazložena in izračunana za oddelek za avtomatizacijo v razdelku 4.2.3.

Pribitek za kapitalsko tveganje je pribitek, ki ga dodamo naložbam, ki niso brez tveganja. Ko zmnožimo beta koeficient, ki izraža vsebovano tveganje, s pribitkom za kapitalsko tveganje torej dobimo dodaten donos, ki je potreben za prevzem tveganja. Pribitek je izračunan kot premija za tveganje, ki velja za razvit kapitalski trg, in temu je prištet dodatek za tveganje, ki velja za slovenski trg. V izračunu je upoštevana 5,8-odstotna premija za tveganje, ki velja za nemški trg, temu pa je prištet dodatek v višini 2,63 % za tveganje za slovenski trg (Damodaran Online, 2013).

Tabela 5 prikazuje vse vhodne podatke in izračune tehtanega povprečnega stroška investiranega kapitala oddelka za videokonferenco.

Tabela 5: Izračun tehtanega povprečnega stroška investiranega kapitala oddelka za videokonferenco

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
r_D v %	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
T v %	20	20	20	20	20	20
$D/(D+E)$	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02	0,03
D/E	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02	0,04
Zadolžena β	0,81	0,81	0,81	0,81	0,82	0,83
r_E v %	8,48	8,48	8,48	8,51	8,58	8,67
$E/(D+E)$	1,00	1,00	1,00	0,99	0,98	0,97
WACC	8,48	8,48	8,48	8,50	8,53	8,58

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

4.1.4 Končna vrednost oddelka za videokonferenco

Vrednost podjetja je sestavljena iz sedanje vrednosti prostih denarnih tokov v obdobju eksplicitnega napovedovanja ter po koncu eksplicitnega napovedovanja.

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{Končna\ vrednost_n}{(1+WACC)^n} \quad (7)$$

Končna vrednost je vrednost prostih denarnih tokov po koncu obdobja eksplicitnega napovedovanja. Da bi se izognili zamudnemu in težavnemu napovedovanju prostih denarnih tokov po posameznemu letu daleč v prihodnost, za podjetje predvidimo enakomerno stopnjo rasti in tehtano povprečje kapitala. To nam omogoča uporabo spodnje formule (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, str. 213-214).

$$Končna\ vrednost = \frac{EBIT_{n+1} \cdot (1-T) \cdot (1 - Stopnja\ reinvestiranja)}{WACC - g} \quad (8)$$

Pri čemer je:

$EBIT_{n+1}$ – dobiček iz poslovanja v prvem letu po prenehanju eksplicitnega napovedovanja

T – davek, ki velja za pravne osebe

g – pričakovana stopnja rasti dobička iz poslovanja po davkih

WACC – tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala

Stopnja reinvestiranja – pričakovana stopnja investiranja v prihodnosti

Stopnjo reinvestiranja izračunamo po naslednji formuli:

$$Stopnja\ reinvestiranja = \frac{g}{RONIC} \quad (9)$$

Tukaj je:

g – pričakovana stopnja rasti dobička iz poslovanja po davkih

RONIC – pričakovana stopnja donosnosti investiranega kapitala v prihodnosti

Pri ocenjevanju končne vrednosti moramo biti zelo previdni. Večina vrednosti podjetja izhaja namreč ravno iz ocene podatkov, ki jih vnesemo v enačbo (8). Pri ocenjevanju teh podatkov se moramo držati dveh osnovnih načel, in sicer da pričakovana stopnja rasti ne more biti večja od pričakovane stopnje rasti gospodarstva, ter da rast ni nikoli zastoj, kajti podjetje mora reinvestirati sredstva, da bi si lahko v prihodnosti obetalo rast. Kot je razvidno iz enačbe (9), je stopnja reinvestiranja funkcija donosa na kapital, ki ga podjetje lahko doseže na dolgi rok. Če si torej oddelek obeta 2-odstotno rast v neskončnost, bo moralo pri 25,44-odstotni stopnji donosnosti kapitala reinvestirati 8 % dobička iz poslovanja po davkih. Pri tem velja poudariti tudi, da večja rast pomeni večjo vrednost podjetja samo v primeru, da podjetje dosega donosnost investiranega kapitala (ROIC), ki presega stroške kapitala podjetja (WACC) (Damodaran, 2007, str. 60-61).

Tabela 6: Izračun donosnosti investiranega kapitala oddelka za videokonferenco

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT = EBIT*(1-T)	3.802	3.506	3.311	3.150	2.991	2.807
IC		9.191	10.132	10.762	11.237	11.660
ROIC v %			36,02	31,09	27,79	24,98
WACC v %			8,48	8,50	8,53	8,58
Presežek donosa			27,54	22,60	19,25	16,40

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Iz tabele 6 je razvidno, da bo oddelek glede na projicirane podatke ustvarjal 36,02-odstotno stopnjo donosa na investirani kapital v letu 2014, ki se bo do leta 2017 postopoma zmanjševala. Analiza preteklih donosnosti investiranega kapitala oddelka bi nam lahko veliko pomagala pri oceni realne stopnje donosa v prihodnosti. Ker podatki za izračun donosnosti niso dostopni, bom izračunane vrednosti donosnosti investiranega kapitala primerjala s povprečjem, ki velja za industrijo.

Tabela 7: Donosnost investiranega kapitala za panogo

Panoga	ROIC v %
Trgovina na debelo z drugimi pisarniškimi stroji in opremo	25,44

Vir: Damodaran Online, 2013.

Donosnost kapitala, ki je predvidena za oddelek za videokonferenco v letu 2017, je nekoliko nižja od donosnosti investiranega kapitala za panogo, ki znaša 25,44 %.

Pri napovedovanju donosa investiranega kapitala in s tem presežka donosa nad WACC v neskončnost moramo biti previdni, saj bi preveč optimistična ocena donosnosti povzročila precenitev vrednosti podjetja. Pri določanju presežka donosa v neskončnost sta smotrni dve možnosti (Damodaran, 2007, str. 62-63):

- predvidimo, da bo podjetje doseglo donosnost kapitala, ki velja za industrijo v kateri posluje, ki bo nato ostala na tej ravni v neskončnost;
- predvidimo, da se bodo presežki donosa postopoma zmanjševali, vendar da bodo v neskončnosti še vedno večji od nič.

Tabela 8: Izračun končne vrednosti oddelka za videokonferenco

g v %	2
WACC v %	8,48
RONIC v %	25,44
Stopnja reinvestiranja v %	8
Končna vrednost	40.713

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

V izračunu končne vrednosti oddelka sem predvidela, da bo vrednost donosa investiranega kapitala oddelka dosegel raven, ki velja za panogo, in bo na tej ravni ostal v prihodnosti, kar je še vedno nad tehtanim povprečjem kapitala za oddelek.

Hitchner (2011, str. 187) navaja, da se v praksi uporablja trajna rast v razponu od 3 do 6 %, odvisno od podjetja, katerega vrednost ocenjujemo, ter od panoge. Nekateri analitiki pa za trajno rast uporabljajo pričakovano stopnjo inflacije, ki v povprečju znaša približno 2 % (Makroekonomske napovedi, 2013).

4.1.5 Sedanja vrednost lastniškega kapitala oddelka za videokonferenco

Zdaj imamo vse potrebne podatke za izračun vrednosti lastniškega kapitala. Vrednost prostih denarnih tokov, katerih izračun je prikazan in obrazložen v poglavju 4.1.2, ter končno vrednost, katere izračun je prikazan v poglavju 4.1.4, moram sedaj preračunati na sedanjo vrednost.

Tabela 9: Izračun sedanje vrednosti lastniškega kapitala oddelka za videokonferenco

PV FCFF	21.917
PV Končna vrednost	27.101
Denarna sredstva (31.12.2012)	26.742
Dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti	0
Vrednost lastniškega kapitala	75.760

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Sedanji vrednosti prostih denarnih tokov in končni vrednosti moram prišteti še denarna sredstva na dan 31.12.2012, da bi prišla do celotne vrednosti oddelka. Da bi dobili vrednost lastniškega kapitala za oddelek pa moram odšteti dolg, ki na dan 31.12.2012 znaša 0 €. Vrednost lastniškega kapitala oddelka videokonferenco torej znaša 75.760 €.

4.1.6 Odbitek za nelikvidnost investicije in končna vrednost lastniškega kapitala oddelka za videokonferenco

Posameznik, ki se odloči investirati v določeno podjetje, načeloma želi biti svoboden in investicijo tudi likvidirati oziroma jo prodati, če bi bilo to potrebno. Na splošno je izvedba prodaje deleža javnega podjetja razmeroma enostavna, stroški povezani z likvidacijo naložbe pa so za likvidne investicije razmeroma majhni, česar ne moremo trditi za zasebna podjetja.

Odbitek, ki ga moramo upoštevati zaradi nelikvidnosti investicije je med podjetji različen glede na njihove lastnosti. Pri tem moramo upoštevati vsaj naslednje dejavnike, ki vplivajo na likvidnost investicije v določeno podjetje:

- likvidnost sredstev, ki jih ima podjetje;
- finančno stanje podjetja in denarni tokovi;

- verjetnost, da bo podjetje izvedlo prvo javno ponudbo delnic (ang. *Initial Public Offering, IPO*);
- velikost podjetja.

Na splošno velja, da bo imelo veliko zasebno podjetje, ki ima v lasti sredstva, ki jih je izredno lahko prodati, je finančno zdravo in načrtuje prvo javno ponudbo delnic, razmeroma majhen odbitek za nelikvidnost. Nasprotno bo odbitek za nelikvidnost naložbe v zasebno podjetje, ki ne načrtuje javne ponudbe delnic in je finančno nestabilno, sredstva pa so razmeroma nelikvidna, razmeroma velik (Damodaran, 2002, str. 677-678).

Investitorji cenijo likvidnost in so na splošno pripravljeni plačati več za sredstvo, ki ga lahko hitro prodajo, kot za identično sredstvo, ki ga je težko prodati. Metodologije, ki jih običajno uporabljamo za vrednotenje sredstev, ne upoštevajo likvidnosti sredstva eksplicitno. Ko torej ocenjujemo vrednost sredstva, ki ni likvidno, najprej ocenimo njegovo vrednost, kot bi bilo sredstvo popolnoma likvidno, nato pa s pomočjo odbitka za nelikvidnost pridemo do prave vrednosti nelikvidnega sredstva. Pri tem je največji izziv določiti primeren odstotek odbitka za nelikvidnost (Bajaj, Denis, Ferris, & Sarin, 2001, str. 90).

M. Bajaj et al. (2001, str. 93-94) delijo obstoječe empirične metode za oceno odbitka za nelikvidnost na tri kategorije:

- V prvo kategorijo spadajo metode, ki ocenjujejo odbitek s pomočjo primerjave cene delnic v obdobju, ko so razmeroma nelikvidne, z obdobjem, ko postanejo likvidne. V praksi to pomeni, da primerjamo cene delnic podjetja pred prvo javno ponudbo delnic in po njej.
- Drugi pristop primerja ceno likvidnih delnic s ceno nelikvidnih delnic istega podjetja. Gre predvsem za preučevanje izdanih restriktivnih delnic podjetij.
- Tretji način je primerjanje skupka javnih podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi, s skupkom zasebnih podjetij, ki ne kotirajo na borzah. V tem pristopu primerjamo cene po katerih so bile izvedene prodaje zasebnih podjetij, s ceno delnic javnih podjetij. Predpostavimo, da bi zasebna podjetja na trgu lahko dosegla enako ceno kot primerljiva javna podjetja ter ocenimo odbitek za nelikvidnost kot razliko med primerjanimi cenami.

Določiti primerno velikost odbitka je težko, saj ga ni mogoče opazovati. Četudi bi imeli podatke o pogojih prodaje vseh zasebnih podjetij, bi lahko opazovali samo ceno, po kateri so bila podjetja prodana, podatkov o ocenjeni vrednosti posameznega podjetja pa ni mogoče dobiti. Razlika med ocenjeno vrednostjo in ceno, po kateri se je zasebno dejansko prodalo, bi dalo podatke o pripisanem odbitku za nelikvidnost.

Večina informacij, ki jih imamo o znižanju vrednosti zaradi nelikvidnosti, izhaja iz študij restriktivnih delnic. V praksi se pogosto uporabljajo povprečne vrednosti odbitka za nelikvidnost, ki so bile odkrite v teh raziskavah, in znašajo med 20 in 30 % (Damodaran, 2002, str. 678-679).

Silber (1991, str. 63) je preučeval dejavnike, ki vplivajo na velikost odbitka, in prišel do naslednje regresijske funkcije:

$$\ln(RPRS) = 4,33 + 0,036 \cdot \ln(REV) - 0,142 \cdot \ln(RBRT) + 0,174 \cdot DERN + 0,332 \cdot DCUST \quad (10)$$

Pri tem je:

RPRS – Cena restriktivne delnice/Cene navadne delnice = 1-Odbitek za nelikvidnost

REV – Prihodki

RBRT – količina izdanih restriktivnih delnic v primerjavi s količino navadnih delnic v %

DERN – 1 v primeru, da podjetje posluje z dobičkom; 0 v primeru, da podjetje posluje z izgubo

DCUST – 1 v primeru, da je investitor tudi stranka; drugače 0

Iz zgornje formule lahko razberemo, da bo odbitek za nelikvidnost manjši za podjetja:

- z višjimi prihodki;
- ki imajo izdano relativno manjšo količino restriktivnih delnic v primerjavi z navadnimi;
- ki poslujejo z dobičkom;
- pri katerih je investitor povezan s podjetjem od katerega je kupilo restriktivne delnice.

Ugotovitev predvsem dokazuje, da uporaba zgoraj omenjenega povprečnega odbitka za nelikvidnost ni primerna, ker ne upošteva značilnosti podjetja, katerega vrednost ocenjujemo (Damodaran, 2002, str. 679).

Po Silberjevi regresijski funkciji ima podjetje z 10 milijoni prihodkov in pozitivnim poslovnim izidom 25-odstotni odbitek za nelikvidnost. Ta odstotek lahko uporabimo kot merilo (Damodaran, 2002, str. 680-681) in ga prilagodimo glede na značilnosti oddelka za videokonferenco. Izračuni odbitka so podani spodaj.

$$\begin{aligned} & \text{Pričakovan odbitek zaradi nelikvidnosti (osnova)} \\ & = \frac{100 - \exp[4,33 + 0,036 \cdot \ln(10) - 0,142 \cdot \ln(100) + 0,174 \cdot (1)]}{100} \\ & = 48,94\% \end{aligned} \quad (11)$$

$$\begin{aligned} & \text{Pričakovan odbitek zaradi nelikvidnosti (oddelek za videokonferenco)} \\ & = \frac{100 - \exp[4,33 + 0,036 \cdot \ln(0,211) - 0,142 \cdot \ln(100) + 0,174 \cdot (1)]}{100} \\ & = 55,56\% \end{aligned} \quad (12)$$

Razlika v odbitkih, ki sloni zgolj na razliki v prihodkih podjetij, znaša 6,62 %. To pomeni, da merilu 25 % prištejemo še 6,62 %, da pridemo do odbitka za nelikvidnost, ki je primeren za oddelek za videokonferenco. Dobljeno vrednost lastniškega kapitala oddelka za videokonferenco sem torej zmanjšala za 31,62 %, kar znaša 23.956 €. Po aplikaciji odbitka za nelikvidnost naložbe znaša vrednost oddelka za videokonferenco 51.804 €.

Kot sem že omenila, je določitev primerne velikosti odbitka za nelikvidnost težaven. Obstaja relativno malo formalnih dokazov o vplivu likvidnosti na vrednostne papirje (Silber, 1991, str. 60). Odbitek za nelikvidnost se razlikuje tako med podjetji kot med investitorji, zaradi česar je uporaba odbitka za nelikvidnost, pomerjenega na oko, neprimerna (Damodaran, 2002, str. 677).

Različni potencialni investitorji imajo različne potrebe oziroma želje glede likvidnosti investicij. Tako bodo investitorji, ki nimajo potrebe po denarnih sredstvih, uporabili veliko nižji odbitek za nelikvidnost (Damodaran, 2002, str. 678). Poudariti je torej treba, da vsaka odstotna točka, za katero znižamo odbitek, lastniku oddelka za videokonferenco pomeni dodatnih 758 € zaslužka.

4.1.7 Analiza občutljivosti

V kolikor bo gospodarstvo v prihodnosti dosegalo višje stopnje rasti, kot so bile predvidene v izračunu, bi bilo smiselno predpostaviti višje stopnje trajne rasti oddelka. Enako velja tudi v nasprotni smeri, nižja stopnja rasti gospodarstva pomeni tudi nižjo stopnjo rasti podjetja, kar bi nedvomno pomenilo tudi manjšo vrednost oddelka.

Višje ali nižje stopnje deželnega tveganja v prihodnosti, ki so prav tako možni scenariji, bi preko stroška lastniškega kapitala vplivale na višino tehtanega povprečja kapitala.

V spodnji tabeli so prikazane vrednosti oddelka za videokonferenco pri različnih vrednostih tehtanega povprečja kapitala in različnih vrednostih trajne rasti. Vrednosti tehtanega povprečja kapitala so posledica spreminjanja deželnega tveganja po eno odstotno točko v vsako smer.

Iz tabele 10 je razvidno, da bo v primeru, da bo trajna rast za 2 odstotni točki višja, kot je bila predvidena v izračunu vrednosti, strošek kapitala pa bo ostal nespremenjen, vrednost oddelka za 6.467 € višja. Če bo trajna rast za 2 odstotni točki nižja od predvidevane, bo vrednost oddelka za 3.464 € nižja.

Pri 2-odstotni trajni rasti in povišanju deželnega tveganja za 2 odstotni točki bi znašalo tehtano povprečje kapitala 10,10 %, vrednost oddelka pa bi namesto 51.804 € znašala 46.431 €. V primeru znižanja deželnega tveganja za 2 odstotni točki bi vrednost oddelka znašala 60.580 €.

Tabela 10: Izračun vrednosti oddelka videokonferenca za različne vrednosti tehtanega povprečja kapitala in trajne rasti

WACC	6,86%	7,67%	8,48%	9,29%	10,10%
Vrednost oddelka pri $g=0\%$	54.017	50.896	48.340	46.217	44.411
Vrednost oddelka pri $g=1\%$	56.747	52.899	49.847	47.375	45.315
Vrednost oddelka pri $g=2\%$	60.580	55.591	51.804	48.838	46.431
Vrednost oddelka pri $g=3\%$	66.370	59.414	54.457	50.750	47.848
Vrednost oddelka pri $g=4\%$	76.175	65.293	58.271	53.367	49.714

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Seveda je možna tudi kombinacija sprememb obeh vhodnih spremenljivk. V primeru, da trajna rast znaša 0 % in tehtano povprečje kapitala 10,10 %, vrednost oddelka znaša 44.411 kar je za 7.393 € nižje od ocenjene vrednosti oddelka. Pri 4-odstotni trajni rasti in 6,86 % tehtanega povprečja kapitala vrednost oddelka znaša 76.175 €. Razlika med najvišjo in najnižjo vrednostjo znaša torej 31.764 €.

4.2 Vrednotenje oddelka za avtomatizacijo

4.2.1 Projekcije postavk računovodskih izkazov

Projekcijo postavk računovodskih izkazov sem začela enako kot pri oddelku za videokonferenco z napovedjo bodočih prihodkov od prodaje. Pri napovedi prihodnjih prihodkov od prodaje sem izhajala iz napovedane rasti gospodarstva, ki jih je ocenil Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (Spomladanska napoved, 2013).

Izračunane vrednosti prihodkov od prodaje sem vnesla v izkaz poslovnega izida in po metodi odstotka od prodaje dobila vrednosti preostalih postavk računovodskih izkazov. Enako kot pri oddelku za videokonferenco, sem torej morala postavke izkaza poslovnega izida ločiti med tiste, ki niso odvisne od obsega prodaje, ter tiste, ki so od nje odvisne. Tiste, ki so odvisne od obsega prodaje, so izračunane kot določen odstotek prodaje.

Iz tabele 11 je razvidno, da je večina postavk izkaza poslovnega izida izračunanih kot delež prihodkov od prodaje. Izjema je amortizacija, ki je obračunana kot delež dolgoročnih sredstev.

Tabela 11: Projekcije izkaza poslovnega izida oddelka za avtomatizacijo

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Prihodki od prodaje	231.121	226.730	227.183	229.909	233.588	237.325
Prihodki od prodaje (rast v %)		-1,9	0,2	1,2	1,6	1,6
Stroški blaga in materiala	104.611	102.623	102.829	104.063	105.728	107.419
Stroški blaga in materiala (% od prodaje)	45	45	45	45	45	45
Stroški storitev	57.263	56.175	56.287	56.963	57.874	58.800
Stroški storitev (% od prodaje)	25	25	25	25	25	25
Stroški dela	52.520	51.522	54.524	57.477	58.397	59.331
Stroški dela (% od prodaje)	23	23	23	23	23	23
Amortizacija	2.785	2.924	3.070	3.224	3.385	3.554
Amortizacija (% dolgoročnih sredstev)	45	45	45	45	45	45
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	13.942	13.485	10.473	8.183	8.204	8.220
Finančni in drugi izidi	-306	0	0	9	78	78
Celotni dobiček (EBT)	13.636	13.485	10.473	8.174	8.126	8.142
Davek iz dobička (20%)	2.727	2.697	2.095	1.635	1.625	1.628
Čisti dobiček obračunskega obdobja (NI)	10.909	10.788	8.378	6.539	6.501	6.514

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Za oddelk za videokonferenco je vsekakor bolj pomembno investiranje v osnovna sredstva kot za oddelk za avtomatizacijo. Zato je rast dolgoročnih sredstev oddelka za avtomatizacijo (5 %) manjša kot pri oddelku za videokonferenco (10 %), ki je kapitalno intenzivnejši.

Tabela 12: Projekcije bilance stanja oddelka za avtomatizacijo

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Denarna sredstva	26.742	23.095	23.141	23.419	23.794	24.174
Denarna sredstva (% od prodaje)	12	10	10	10	10	10
Zaloge	3.386	2.267	4.544	6.897	7.008	7.120
Zaloge (% od prodaje)	1	1	2	3	3	3
Poslovne terjatve	41.633	40.842	40.924	41.415	42.077	42.751
Poslovne terjatve (% od prodaje)	18	18	18	18	18	18
Kratkoročne finančne naložbe	0	7.546	7.546	7.546	8.776	9.986
Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	224	224	224	224	224	224
Kratkoročna sredstva	71.985	73.974	76.378	79.501	81.879	84.255
Dolgoročna sredstva	6.188	6.497	6.822	7.163	7.522	7.898
Dolgoročna sredstva (rast v %)		5	5	5	5	5
Sredstva	78.173	80.472	83.201	86.664	89.400	92.152
Kratkoročne poslovne obveznosti	49.355	48.417	48.514	49.096	49.882	50.680
Kratkoročne poslovne obveznosti (% od prodaje)	21	21	21	21	21	21
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	119	1.038	1.038	1.038
Kratkoročne obveznosti	49.355	48.417	48.633	50.135	50.920	51.718
Dolgoročne obveznosti	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	0	0	0	0	0	0
Skupaj obveznosti	49.355	48.417	48.633	50.135	50.920	51.718
Kapital	28.818	32.054	34.568	36.530	38.480	40.434
Obveznosti do virov sredstev	78.173	80.472	83.201	86.664	89.400	92.152

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Tabela 13 prikazuje potrebne dodatne vire za realizacijo načrtovanih poslovnih rezultatov. Kot je bilo že omenjeno v poglavju 4.1.1, so potrebna sredstva seštevka denarnih sredstev, zalog, poslovnih terjatev, kratkoročnih aktivnih časovnih razmejitev ter kratkoročnih finančnih naložb predhodnega obdobja. Razpoložljivi viri sredstev so seštevka kratkoročnih poslovnih obveznosti, kratkoročnih finančnih obveznosti predhodnega obdobja, dolgoročnih obveznosti, pasivnih časovnih razmejitev ter kapitala. V kolikor je razlika pozitivna, mora podjetje za uresničenje načrta priskrbeti dodatne vire sredstev. Negativna razlika za podjetje pomeni presežna finančna sredstva, ki jih lahko naloži v kratkoročne finančne naložbe.

Tabela 13: Potrebni dodatni viri sredstev oddelka za avtomatizacijo

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Potrebna sredstva	72.926	83.201	86.664	88.170	90.942	
Razpoložljivi viri sredstev	80.472	83.082	85.745	89.400	92.152	
Potrebni dodatni viri sredstev (AFN)	-7.546	119	920	-1.230	-1.210	
Povečanje kratkoročnih finančnih obveznosti	0	119	920	0	0	
Kratkoročne finančne naložbe	7.546	0	0	1.230	1.210	

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Na osnovi projekcij računovodskih izkazov lahko sklepamo, da oddelk ne bo imel težav s financiranjem sredstev, ki so potrebna za doseganje načrtovanih poslovnih rezultatov v letih 2013, 2016 in 2017. V letih 2014 in 2015 bo potreboval zunanje vire financiranja, ki se v bilanci stanja kažejo kot povečanje kratkoročnih finančnih sredstev. Pri tem sem predvidela, da bo oddelk zadržal 30 % ustvarjenega čistega dobička, ki spadajo med razpoložljive vire sredstev.

4.2.2 Ocena prostih denarnih tokov oddelka za avtomatizacijo

Pri izračunu prostih denarnih tokov oddelka za avtomatizacijo za obdobje med leti 2012 in 2017 sem izhajala iz ločenega in prečiščenega izkaza poslovnega izida in balance stanja za obdobje 2012 ter projiciranih računovodskih izkazov oddelka za avtomatizacijo za obdobje med leti 2013 in 2017.

Enako kot pri oddelku za videokonferenco so vlaganja v obratni kapital izračunana kot razlika med vrednostjo obratnega kapitala v enem obdobju in vrednostjo obratnega kapitala v predhodnem obdobju. Vlaganja v osnovna sredstva pa kot razlika med osnovnimi sredstvi enega obdobja in vrednostjo osnovnega kapitala v prejšnjem obdobju. Od vsote vlaganj v obratni kapital ter osnovna sredstva sem odbila amortizacijo posameznega obdobja. Tako izračunana denarna sredstva, ki so bila vložena v tekoče poslovanje oddelka sem odbila od dobička iz poslovanja, da bi prišla do prostih denarnih tokov, s katerimi oddelk razpolaga.

Tabela 14: Izračun prostih denarnih tokov oddelka za avtomatizacijo

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT = EBIT*(1-T)	11.154	10.788	8.378	6.546	6.563	6.576
Gibljava sredstva	71.761	66.204	68.609	71.731	72.879	74.045
Kratkoročne obveznosti	49.355	48.417	48.633	50.135	50.920	51.718
Obratni kapital	22.406	17.787	19.976	21.596	21.959	22.326
Vlaganja v obratni kapital		-4.619	2.189	1.621	362	368
Osnovna sredstva	6.188	6.497	6.822	7.163	7.522	7.898
Vlaganja v osnovna sredstva		309	325	341	358	376
Amortizacija	2.785	2.924	3.070	3.224	3.385	3.554
FCFF		18.022	8.935	7.808	9.228	9.387

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Dobljene vrednosti prostih denarnih tokov je sedaj potrebno še diskontirati na sedanjo vrednost s pomočjo diskontne stopnje, ki je primerna za oddelek za avtomatizacijo. Izračun diskontne stopnje oddelka za avtomatizacijo je obrazložena v poglavju 4.2.3.

4.2.3 Ocena diskontne stopnje za oddelek za avtomatizacijo

Pri oceni diskontne stopnje za oddelek za avtomatizacijo sem uporabljala iste metode kot pri oddelku za videokonferenco, zato se bom na tem delu osredotočila predvsem na razlike, ki so se pojavile v izračunu. Za izračun tehtanega povprečja stroška kapitala je bila uporabljena enačba (2).

Ko gre za nakup zasebnega podjetja s strani drugega zasebnika, postane predpostavka o razpršenosti investitorjevega portfelja vprašljiva. Zasebnik, ki bo investiral v nakup zasebnega podjetja, bo zelo verjetno v podjetje investiral večino svojega premoženja in torej ne bo razpršil svojih naložb. V izračunu stroška lastniškega kapitala moramo torej to upoštevati in moramo zato upoštevati celotno tveganje, ki ga vsebuje naložba. Beto, ki upošteva tako sistematično tveganje kot tudi tveganje, ki je specifično za to naložbo A. Damodaran imenuje celotna beta (ang. *Total beta*) (Damodaran, 2002, str. 667-668).

Do vrednosti celotne bete pridemo po naslednji formuli:

$$\text{Celotna } \beta = \frac{\text{Nezadolžena } \beta}{\text{Korelacija s trgom}} \quad (13)$$

V tabeli 15 je prikazan izračun celotne bete za oddelek za avtomatizacijo. Oddelek sem uvrstila v panogo računalniškega programiranja, svetovanja in drugih s tem povezanih dejavnosti. Ta panoga je sicer zelo široka, vendar po svoji vsebini najboljše ustreza poslu, s katerim se ukvarja oddelek za avtomatizacijo. Celotna beta panoge je izračunana po enačbi (13).

Tabela 15: Izračun celotne bete za oddelek za avtomatizacijo

Panoga	Nezadolžena β	Korelacija s trgov %	Celotna β
Računalniško programiranje, svetovanje in druge s tem povezane dejavnosti	0,85	26	3,27

Vir: Damodaran Online, 2013.

Tako izračunani celotni beti lahko sedaj dodamo tveganje, ki je rezultat načina financiranja. Velja namreč, da zadolženost podjetja povečuje tveganje. Formula za izračun se glasi:

$$\text{Zadolžena } \beta = \text{Nezadolžena } \beta \cdot \left(1 + (1 - T) \cdot \frac{D}{E}\right) \quad (14)$$

Tukaj je:

Zadolžena β – beta zadolženega podjetja

Nezadolžena β – beta nezadolženega podjetja

T – davčna stopnja

D/E – razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom

V tako opredeljenem beta koeficientu se odraža način financiranja konkretnega oddelka, vidne pa bodo tudi vsakršne spremembe načina financiranja.

Tabela 16 prikazuje izračun tehtanega povprečja stroška kapitala za oddelek za avtomatizacijo. Strošek kapitala oddelka za avtomatizacijo je bistveno višji kot oddelka za videokonferenco. Vzrok je, da je strošek lastniškega kapitala za ta oddelek višji, kar je posledica višje bete.

Kot je razloženo zgoraj, je bilo za oceno vrednosti oddelka za avtomatizacijo potrebno izračunati beto, ki odraža celotno tveganje naložbe, saj investitor nima razpršenega portfelja. Ker je marginalni investitor oddelka za videokonferenco naložbe razpršil, uporaba celotne bete za oceno vrednosti oddelka ni primerna. V tem primeru moramo upoštevati samo sistematični del tveganja, ki ga z dodatno razpršitvijo naložb ni mogoče zmanjšati.

Višja beta povzroča višji strošek kapitala, ki za oddelek za videokonferenco v letu 2017 znaša 8,58 %, medtem ko za oddelek za avtomatizacijo znaša 29,18 %. Višje tehtano povprečje kapitala pomeni, da ima ista vsota prostega denarnega toka oddelka za avtomatizacijo manjšo sedanjo vrednost, kot jo ima oddelek za videokonferenco. Hkrati mora oddelek za avtomatizacijo dosegati višjo stopnjo donosnosti investiranega kapitala kot oddelek za videokonferenco, da bi za podjetje lahko ustvarjalo vrednost.

Tabela 16: Izračun tehtanega povprečja stroška investiranega kapitala oddelka za avtomatizacijo

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
r_D v %	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
T v %	20	20	20	20	20	20
Delež dolga v financiranju	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,03
Kazalnik finančnega vzvoda	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,03
Zadolžena β	3,27	3,27	3,28	3,34	3,34	3,34
r_E v %	29	29	29	30	30	30
Delež kapitala v financiranju	1,00	1,00	1,00	0,97	0,97	0,97
WACC v %	29,21	29,21	29,21	29,18	29,18	29,18

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

4.2.4 Končna vrednost oddelka za avtomatizacijo

Iz tabele 17 vidimo, da bo podjetje ob predpostavki, da bo uresničilo projicirane finančne izide, v letu 2014 ustvarilo za 64,31 odstotnih točk večji donos od tehtanega povprečja stroška kapitala. Presežek donosa se iz leta v leto postopoma znižuje in v letu 2017 doseže vrednost 15,6 %.

Tabela 17: Izračun donosnosti investiranega kapitala oddelka za avtomatizacijo

Leto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT = EBIT*(1-T)	11.154	10.788	8.378	6.546	6.563	6.576
IC		8.959	11.426	13.110	14.686	16.259
ROIC v %			93,52	57,29	50,06	44,78
WACC v %			29,21	29,18	29,18	29,18
Presežek donosa v %			64,31	28,11	20,88	15,60

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Donosnost investiranega kapitala za panogo, v kateri oddelek posluje, znaša 57,14 %, kar je razvidno iz tabele 18.

Tabela 18: Donosnost investiranega kapitala za panogo

Panoga	ROIC v %
Računalniško programiranje, svetovanje in druge s tem povezane dejavnosti	57,14

Vir: Damodaran Online, 2013.

Za izračun končne vrednosti sem enako kot pri oddelku za videokonferenco predvidevala, da bo oddelek dosegel enako stopnjo donosnosti investiranega kapitala, kot jo dosega panoga, in trajno rast v višini 2 %, ki je izračunana kot seštevek letne inflacije (1,9 %) ter stopnje rasti BDP (0,1 %), kot ju je napovedal SKEP – Analitske skupine GZS (Makroekonomske napovedi, 2013).

Tabela 19: Izračun končne vrednosti oddelka za avtomatizacijo

g v %	2
WACC v %	29,18
RONIC v %	57,14
Stopnja reinvestiranja v %	4
Končna vrednost	23.814

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Izračun končne vrednosti sem naredila po enačbi (8) in (9). Končna vrednost oddelka za avtomatizacijo znaša 23.814 €.

4.2.5 Sedanja vrednost lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo

Proste denarne tokove ter končno vrednost oddelka za avtomatizacijo moramo zdaj diskontirati na sedanjo vrednost s pomočjo izračunanega tehtanega povprečja stroška kapitala. Tej vrednosti bomo prišteli denarna sredstva ter odšteli postavki dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti, ki jih razberemo iz bilance stanja na dan 31.12.2012.

Tabela 20: Izračun sedanje vrednosti lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo

PV FCFF	28.850
PV Terminal Value	6.620
Denarna sredstva (31.12.2012)	26.742
Dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti	0
Vrednost lastniškega kapitala	62.212

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

V tabeli 20 je prikazan izračun vrednosti lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo. Vrednost na dan 31.12.2012 znaša 62.212 €.

4.2.6 Realna opcija

Številni raziskovalci govorijo o človeškem kapitalu kot strateško zelo pomembnem kapitalu za podjetje (Becker & Huselid, 1998, str. 54-55). Človeški kapital podjetja je sestavljen iz ljudi, ki so zaposleni v podjetju, in njihovega znanja, spretnosti in sposobnosti. Podjetje z zaposlovanjem lahko »kupi« človeški kapital. Prav tako pa ga lahko ustvari z delovnimi izkušnjami ter s pomočjo usposabljanja zaposlenih. Večina sposobnosti in zmožnosti podjetja je povezana s človeškim kapitalom, ki ga podjetje ima, torej so zaposleni ter njihova znanja in sposobnosti ključna konkurenčna prednost podjetja.

Vrednost človeškega kapitala v prihodnosti, kakor tudi vrednost vseh drugih sredstev podjetja, je negotova. Prevedeno v teorijo realnih opcij to pomeni negotovost donosov z naslova investicije v človeški kapital. Kakršnokoli investiranje v človeški kapital, od odločitve, da nekoga zaposlimo, razvijamo, motiviramo ali zadržimo, je povezano s tveganjem, da se investicija ne bo izplačala oziroma da donosi investicije ne bodo taki, kot smo pričakovali (Bhattacharya & Wright, 2005, str. 932).

Bhattacharya in Wright (2005, str. 940-941) trdita, da mora podjetje, ki želi omejiti tveganje zastaranja znanj in spretnosti, neprestano obnavljati njihovo »zalogo« z izobraževanjem, spodbujanjem učenja, selektivnostjo pri zaposlovanju ter s plačilnim sistemom zaposlenih, ki sloni na znanju in sposobnostih, ki jih zaposleni posedujejo. Tako podjetje ustvarja opcije rasti in učenja. Da bi podjetje ustvarilo takšne opcije, mora podobno kot pri finančnih opcijah plačati premijo. Ta se pri realnih opcijah kaže kot strošek izobraževanja. Podjetje s plačilom premije pridobi znanja, ki mogoče kratkoročno niso uporabna. Če znanje v poslu nikoli ne bo uporabljeno, bo premija izgubljena.

V oddelku za avtomatizacijo je narava posla taka, da od zaposlenih zahteva neprestano izobraževanje. Gre predvsem za izobraževanje na delovnem mestu, ki podjetju prinaša konkurenčne prednosti, fleksibilnost in možnosti širjenja na nove tržne niše. Podjetje investira v nove tehnološke izdelke in prototipe, jih preučuje in testira njihove zmožnosti, da bi lahko kupcem ponudilo nove, tehnološko ali cenovno izboljšane programske rešitve. Programske rešitve so zmeraj prilagojene in narejene za točno določen tehnološki problem, kar pomeni, da jih je zelo redko mogoče večkrat preprodati v nespremenjeni obliki. V preteklosti si je podjetje zaradi znanja in izkušenj, ki ga je pridobilo z izobraževanjem, pri močnem nemškem dobavitelju operacijskih konzol prislužilo naslov uradnega systemskega integratorja na področju Balkana. Za podjetje to pomeni veliko novopridobljenih poslov v prihodnosti, katerih vrednost je danes skoraj nemogoče oceniti.

Investicije v novo tehnološko opremo so razmeroma majhne v primerjavi s časom, ki ga mora oddelek oziroma njegovi zaposleni vložiti v razvoj novih programskih rešitev. Nemalokrat to zahteva tudi učenje programiranja v novem programskem okolju, kar seveda zahteva čas. Stroški časa, vloženega v takšno izobraževanje, se v poslovnih izkazih kažejo zgolj kot redni stroški plač zaposlenih in tako podjetje na prvi pogled relativno malo vlaga v rast in razvoj podjetja. Poleg tehnologije in programskega okolja pa je za izvedbo projekta ključno tudi poznavanje tehnološkega procesa, ki ga mora podjetje avtomatizirati. To pomeni, da morajo zaposleni na primer poznati standarde in zahteve glede delovanja določenega produkta, ki ga želijo avtomatizirati. Takšno učenje poteka če podjetje pridobi projekt oziroma proda storitev. Znanje se z vsakim novim projektom nadgrajuje, kar zaposlenim omogoča vedno hitrejšo in učinkovitejšo izvajanje storitev, s čimer pridobi zadovoljstvo in zaupanje kupca, kar je v takem poslu izrednega pomena. Zadovoljni kupci namreč ne bodo iskali novega ponudnika storitev, saj to za njih pomeni ponovno neučinkovitost pri proizvodnji in s tem ponudbi lastnih proizvodov ter morebitne dodatne stroške zaradi pogostega servisiranja. Novi ponudniki morajo skozi podoben proces učenja in dokazovanja svojega znanja in sposobnosti kupcu, da bi od njega pridobili zaupanje. Vlaganje v izobraževanje zaposlenih za oddelek nedvomno ustvarja vrednost, in sicer vrednost, ki jo je moč oceniti s pomočjo realnih opcij.

A. Berk in R. Kaše sta prepričana, da je fleksibilnost organizacije, ki jo prinaša izobraževanje zaposlenih, mogoče ovrednotiti po Black-Scholesovem modelu vrednotenja opcij. Vrednost te fleksibilnosti oziroma HR opcije (ang. *Human Resource Option*) moramo meriti indirektno, kot razliko v vrednosti dveh ekvivalentnih investicijskih projektov, ki sta ju izvedli podjetji, ki imata različne pogoje glede na človeški kapital (Berk & Kaše, 2010, str. 767-769).

V nadaljevanju bom torej primerjala, po zgledu zgoraj omenjenega primera A. Berka in R. Kašeta, dve podjetji, ki sta se lotili ekvivalentnih projektov. Podjetje AVT, ki je v konkretnem primeru oddelek za avtomatizacijo, je vložilo čas in denar v nakup nove tehnologije ter v preučevanje tehnologije in novega programskega okolja. Podjetje AST se je odločilo, da v novo tehnologijo ne bo vlagalo, saj se jim je zdela investicija v začetnem obdobju nedonosna. Sčasoma se je pokazalo, da je bila naložba nujna, saj je bilo vedno več projektov, ki so zahtevali avtomatizacijo produkta z novo tehnologijo. Podjetje AST se je torej naknadno odločilo za investicijo v preučevanje nove tehnologije in programskega okolja. Zaradi nastale razlike v sposobnosti in znanju zaposlenih oziroma človeškemu kapitalu je podjetje AST v začetku izgubilo denarne tokove. Šele skozi daljše časovno obdobje je podjetje pridobilo znanje in zaupanje kupca in s tem enakomerno delitev tržnega deleža.

Začetno pridobivanje znanja, v konkretnem primeru preučevanje nove tehnologije in novega programskega okolja, A. Berk in R. Kaše imenujeta pogojno učenje (ang. *Prerequisite training*), ki je predpogoj za pridobivanje nadaljnega tako imenovanega naprednega učenja (ang. *Advanced training*). Za podjetje AVT znaša investicija v pogojno učenje 8.000 € in napredno učenje 3.000 €, medtem ko za podjetje AST znaša pogojno učenje 6.000 € in napredno učenje 2.000 €. Nižji stroški za podjetje AST so posledica bolj učinkovitega in fokusiranega učenja zaradi ambicije po hitrem dohitevanju konkurenta. Investicija v tehnologijo znaša za obe podjetji 4.000 €. Ostali podatki za izračun vrednosti tehnološke opcije so za podjetje AVT in podjetje AST naslednji.

Sedanja vrednost denarnih tokov, ki jih prinaša projekt v primeru, da je podjetje že opravilo pogojno učenje in je, ko se pojavi priložnost, že pripravljeno na napredno učenje in žetev prvih denarnih tokov. Kot je razvidno iz tabele 21, je za podjetje AST sedanja vrednost denarnih tokov nekoliko manjša, saj v trenutku nastale priložnosti še ni imelo potrebnega človeškega kapitala.

Tabela 21: Sedanja vrednost denarnih tokov projekta

Leto	0	1	2	3	4	5
Trg	0	8.000	44.000	62.000	71.000	80.000
Stroški	0	4.000	22.000	31.000	35.500	40.000
CF	0	4.000	22.000	31.000	35.500	40.000
PV	0	3.964	21.609	30.178	34.250	38.248
P_{AVT,0}	66.107					
P_{AST,0}	62.142					

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Izvršilna cena opcije (ang. *Exercise price*) je za podjetje AVT investicija v napredno učenje in znaša 3.000 €. Za podjetje AST je izvršilna cena nekoliko višja, saj mora investirati v potrebno tehnologijo in pogojno učenje, da lahko začne vlagati v napredno učenje. Za podjetje AST torej izvršilna cena opcije znaša 12.000 €.

Letna obrestna mera za netvegano naložbo je trenutna letna donosnost nemške državne obveznice z istim rokom dospelja, kot jo ima opcija, in znaša 0,9 %.

Varianca donosnosti projekta predstavlja tveganje, ki je vsebovano v projektu. Meri torej variabilnost vrednosti proučevanega projekta neposredno, z varianco cen delnice podjetja, ki se ukvarja s podobnim poslom kot je proučevan projekt. Ta podatek je torej za izračun obeh tehničnih opcij enak.

Za izračun variance sem vzela vrednosti delnice izbranega primerljivega podjetja na začetku posameznega meseca za obdobje zadnjih šest let ter izračunala njihovo spremembo v procentih. Iz dobljenih podatkov sem izračunala varianco cen delnice po naslednji formuli:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n} \quad (15)$$

Pri tem je:

σ^2 – varianca odstotne spremembe cen delnice

x_i – sprememba cene delnice

$\bar{x}$ – povprečna sprememba cen delnice

n – število opazovanj

Izračun variance donosnosti delnice za podjetje, ki je primerljivo s projektom znaša 0,06.

Čas do zapadlosti opcije je ocenjen čas, ki ga podjetje AST potrebuje, da pridobi vsa potrebna znanja ter pridobi zaupanje kupca in tako dohiti zmožnosti človeškega kapitala konkurenta in začne enakovredno deliti tržni delež. Obdobje do zapadlosti opcije je 5 let.

Sedanja vrednost izgubljenih denarnih tokov je vrednost denarnih tokov, ki sta jih podjetji izgubili iz dveh razlogov. Prvi razlog za izgubo denarnih tokov je posledica neenakomerne razporeditve tržnega deleža, oziroma denarnih tokov, ki jih projekt ponuja. Kot je razvidno iz tabele 22, podjetje AVT nima izgubljenih denarnih tokov s tega naslova, saj je bilo že ob prvi priložnosti prisotno na trgu. Drugi razlog za izgubo denarnih tokov je nezmožnost podjetja, da že od samega začetka projekta doseže 50 % zaslužek od vrednosti prodaje. To je posledica tega, da mora podjetje skozi proces učenja, ki temelji na izkušnjah in je neizbežen proces za časovno in stroškovno optimalno izvajanje projekta. V tabeli 22 se to kaže kot postopen upad deleža stroškov v doseženi prodaji podjetja.

Izračuni v tabeli 22 kažejo, da izgubljeni denarni tokovi za podjetje AVT znašajo 20.898 €.

Tabela 22: Izgubljeni denarni tokovi za podjetje AVT

Leto	0	1	2	3	4	5
Trg	0	8.000	44.000	62.000	71.000	80.000
Tržni delež AVT		100	80	70	55	50
Prodaja AVT		8.000	35.200	43.400	39.050	40.000
Izgubljeni CF AVT, delež		0	0	0	0	0
Delež stroškov AVT		80	75	60	55	50
Izgubljeni CF AVT, HC		2.400	8.800	4.340	5.858	0
Izgubljeni CF AVT		2.400	8.800	4.340	5.858	0
PV		2.379	8.644	4.225	5.651	0
D_{AVT}	20.898					

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Podjetje AST je izgubilo tako denarne tokove, ki so posledica kasnejšega vstopa na trg, kot tudi izgubljene denarne tokove, ki so posledica zgoraj omenjenega učenja na izkušnjah. Za podjetje AST predvidevam, da bo doseglo optimalni delež stroškov v prodaji hitreje kot podjetje AVT, ker je za učenje bolj motivirano in ima zaradi rasti trga več možnosti za učenje iz izkušenj. Kot je razvidno iz tabele 23, izgubljeni denarni tokovi za podjetje AST znašajo 41.723 €.

Tabela 23: Izgubljeni denarni tokovi za podjetje AST

Leto	0	1	2	3	4	5
Trg	0	8.000	44.000	62.000	71.000	80.000
Tržni delež AST		0	20	30	45	50
Prodaja AST		0	8.800	18.600	31.950	40.000
Izgubljeni CF AST, delež		4.000	13.200	12.400	3.550	0
Delež stroškov		0	80	70	60	50
Izgubljeni CF AST, HC		0	2.640	3.720	3.195	0
Izgubljeni CF AST		4.000	15.840	16.120	6.745	0
PV		3.964	15.559	15.692	6.508	0
D_{AST}	41.723					

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Za izračun vrednosti opcije po Black-Scholesovemu modelu potrebujemo še naslednje podatke: $d_{AVT,1}$, $d_{AVT,2}$, $d_{AST,1}$, $d_{AST,2}$. Dobimo jih po naslednjih formulah:

$$d_{AVT,1} = \frac{\ln\left(\frac{P_{AVT,0} - D_{AVT}}{X_{AVT}}\right) + \left(r_{RF} + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma\sqrt{t}} \quad (16)$$

$$d_{AVT,2} = \frac{\ln\left(\frac{P_{AVT,0} - D_{AVT}}{X_{AVT}}\right) + \left(r_{RF} - \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma\sqrt{t}} \quad (17)$$

Tukaj je:

$P_{AVT,0}$ – sedanja vrednost denarnih tokov projekta za podjetje AVT

D_{AVT} – izgubljeni denarni tokovi projekta za podjetje AVT

X_{AVT} – izvršilna cena opcije za podjetje AVT

r_{RF} – letna obrestna mera za netvegano naložbo

σ^2 – varianca donosnosti projekta

σ – standardni odklon donosnosti projekta

t – čas do zapadlosti opcije

$$d_{AST,1} = \frac{\ln\left(\frac{P_{AST,0} - D_{AST}}{X_{AST}}\right) + \left(r_{RF} + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma\sqrt{t}} \quad (18)$$

$$d_{AST,2} = \frac{\ln\left(\frac{P_{AST,0} - D_{AST}}{X_{AST}}\right) + \left(r_{RF} - \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma\sqrt{t}} \quad (19)$$

Tukaj je:

$P_{AST,0}$ – sedanja vrednost denarnih tokov projekta za podjetje AST

D_{AST} – izgubljeni denarni tokovi projekta za podjetje AST

X_{AST} – izvršilna cena opcije za podjetje AST

r_{RF} – letna obrestna mera za netvegano naložbo

σ^2 – varianca donosnosti projekta

σ – standardni odklon donosnosti projekta

t – čas do zapadlosti opcije

Če vse zgoraj navedene podatke vnesemo, dobimo vrednost opcije za podjetje AVT in podjetje AST.

$$V_{AVT} = (P_{AVT,0} - D_{AVT}) \cdot N(d_{AVT,1}) - \frac{X_{AVT}}{e^{r_{RF} \cdot t}} \cdot N(d_{AVT,2}) \quad (20)$$

$$V_{AST} = (P_{AST,0} - D_{AST}) \cdot N(d_{AST,1}) - \frac{X_{AST}}{e^{r_{RF} \cdot t}} \cdot N(d_{AST,2}) \quad (21)$$

Pri tem je:

$P_{AST,0}$ – sedanja vrednost denarnih tokov projekta za podjetje AST

$P_{AVT,0}$ – sedanja vrednost denarnih tokov projekta za podjetje AVT

D_{AST} – izgubljeni denarni tokovi projekta za podjetje AST

D_{AVT} – izgubljeni denarni tokovi projekta za podjetje AVT

X_{AST} – izvršilna cena opcije za podjetje AST

X_{AVT} – izvršilna cena opcije za podjetje AVT

σ – standardni odklon donosnosti projekta

t – čas do zapadlosti opcije

$N(d_{AST,1})$ – verjetnost, da spremenljivka v standardizirani normalni porazdelitvi zavzame vrednost, manjšo ali enako $d_{AST,1}$

$N(d_{AST,2})$ – verjetnost, da spremenljivka v standardizirani normalni porazdelitvi zavzame vrednost, manjšo ali enako $d_{AST,2}$

$N(d_{AVT,1})$ – verjetnost, da spremenljivka v standardizirani normalni porazdelitvi zavzame vrednost, manjšo ali enako $d_{AVT,1}$

$N(d_{AVT,2})$ – verjetnost, da spremenljivka v standardizirani normalni porazdelitvi zavzame vrednost, manjšo ali enako $d_{AVT,2}$

Razlika v vrednosti izračunanih opcij nam da vrednost opcije, ki jo podjetje pridobi z investicijo v človeški kapital, kar mu omogoča izkoristiti priložnost, ki jo je ponudil trg. Razlika v vrednostih opcij znaša 34.564 €, kar moramo primerjati s ceno opcije, ki v danem primeru znaša 12.000 €. To so torej stroški investiranja v tehnologijo in pogojno učenje zaposlenih v podjetju AVT. Investicija se torej splača, razliko v vrednosti opcije ter ceni nakupa opcije, torej znesek 22.564 €, pa moramo prišteti vrednosti podjetja, ki se je za nakup opcije odločilo, podjetju AVT oziroma oddelku za avtomatizacijo.

Vrednost lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo na dan 31.12.2012 skupaj z realno opcijo torej znaša 84.776 €.

4.2.7 Odbitek za nelikvidnost investicije in končna vrednost lastniškega kapitala oddelka za avtomatizacijo

Prilagoditev odbitka po Silberjevi regresijski funkciji poteka podobno kot pri oddelku za videokonferenco. Odbitek za nelikvidnost podjetja, ki ima 10 milijonov prihodkov in pozitiven poslovni izid, znaša 25 %. Ta odstotek sem prilagodila glede na značilnosti oddelka za avtomatizacijo. Izračuni odbitka so podani spodaj.

$$\begin{aligned} & \text{Pričakovan odbitek zaradi nelikvidnosti (osnova)} \\ &= \frac{100 - \exp[4,33 + 0,036 \cdot \ln(10) - 0,142 \cdot \ln(100) + 0,174 \cdot (1)]}{100} \quad (22) \\ &= 48,94\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Pričakovan odbitek zaradi nelikvidnosti (oddelek za avtomatizacijo)} \\ &= \frac{100 - \exp[4,33 + 0,036 \cdot \ln(0,231) - 0,142 \cdot \ln(100) + 0,174 \cdot (1)]}{100} \quad (23) \\ &= 63,47\% \end{aligned}$$

Razlika v odbitkih znaša 6,48 %, kar pomeni, da primeren odbitek za nelikvidnost za oddelek za avtomatizacijo znaša 31,48 %. Vrednost lastniškega kapitala, po aplikaciji odbitka za nelikvidnost naložbe oddelka za avtomatizacijo znaša 58.092 €.

V primeru oddelka za avtomatizacijo vsaka odstotna točka, za katero znižamo odbitek za nelikvidnost za lastnika oddelka, pomeni dodatnih 848 € zaslužka.

4.2.8 Analiza občutljivosti

Iz tabele 24 je razvidno, da je pri nespremenjeni trajni rasti in povečanju deželnega tveganja za 2 odstotni točki, ki se kaže v povečanju tehtanega povprečja kapitala na 35,75 %, vrednost oddelka enaka 56.407 €. V primeru zmanjšanja deželnega tveganja za 2 odstotni točki je vrednost oddelka enaka 61.280 €.

Tabela 24: Izračun vrednosti oddelka za avtomatizacijo za različne vrednosti tehtanega povprečja kapitala in trajne rasti

WACC	22,67%	25,94%	29,21%	32,48%	35,75%
Vrednost oddelka pri $g=0\%$	60.711	59.039	57.849	56.956	56.291
Vrednost oddelka pri $g=1\%$	60.984	59.215	57.967	57.037	56.348
Vrednost oddelka pri $g=2\%$	61.280	59.404	58.092	57.122	56.407
Vrednost oddelka pri $g=3\%$	61.604	59.607	58.225	57.212	56.469
Vrednost oddelka pri $g=4\%$	61.959	59.826	58.368	57.306	56.534

Vir: Podjetje X, Letno poročilo podjetja X, 2012.

Pri 0-odstotni trajni rasti in nespremenjenem tehtanem povprečju kapitala vrednost oddelka znaša 57.849 €, pri 4-odstotni trajni rasti pa 58.368 €. V najboljšem scenariju, ki je prikazan v tabeli 24 znaša vrednost oddelka 61.959 € in v najslabšem 56.291 €. Razlika med njima je 5.668 €.

SKLEP

Vrednotenje podjetij je samo po sebi dokaj zapletena disciplina. Potrebno je poglobljeno znanje s področja tehnik vrednotenja, poznavanje panoge v katerem podjetje deluje ter vpogled v gospodarsko dogajanje.

Pri vrednotenju zasebnih podjetij se stvar še dodatno zaplete, saj so potrebni vhodni podatki za izračun vrednosti podjetja težje dostopni kot pri javnih podjetjih, ki kotirajo na borzi. Na primer, koeficient beta, ki je potreben za izračun diskontne stopnje in meri tveganje naložbe, ocenimo s pomočjo preteklih cen delnic konkretnega podjetja. Odsotnost cen delnic zasebnega podjetja ter dejstvo, da investitorji zasebnih podjetij pogosto nimajo razpršenega portfelja investicij, dodatno zapleteta ocenjevanje vrednosti.

K težavnosti vrednotenja zasebnega podjetja prispeva tudi dejstvo, da se v letnih izkazih zasebnega podjetja, ki so osnova za projiciranje poslovnih rezultatov v prihodnost, pogosto pojavljajo izredne, neobičajne postavke. Za namene ocenjevanja vrednosti se moramo zato lotiti prečiščevanja izkazov, odstraniti moramo vse stroške, ki se ne tičejo poslovanja ter povečati stroške, ki so bili neupravičeno nizki.

Čeprav je podjetje aktivno že več kot 20 let, podatki za preučevanje značilnosti preteklega poslovanja niso bili na voljo. Cilj magistrskega dela je bil ugotoviti vrednost posameznega oddelka, za kar je bilo potrebno ločiti računovodske izkaze. Ločevanje izkazov je bilo dolgotrajno delo. Vsebinsko posamezne postavke sem morala podrobno preučiti, da bi jo lahko smiselno razcepila. Za razcepitev računovodskih izkazov za pet let nazaj, kolikor bi minimalno potrebovala, da bi prišla do tehtnih zaključkov o poslovanju oddelkov, pa nisem imela dovolj podatkov.

Pri vrednotenju lahko uporabimo različne tehnike. Vrednotenje oddelkov sem opravila po metodi diskontiranih denarnih tokov. V primeru oddelka za avtomatizacijo pa sem poleg te metode aplicirala tudi opcijski model vrednotenja.

Metoda diskontiranih denarnih tokov podjetja podcenjuje vrednost nekaterih sredstev, katerih denarni tokovi so odvisni od izpolnitve določenih pogojev. V teoriji poslovnih financ se je zato razvil opcijski model vrednotenja takšnih sredstev, ki v svoji osnovi uporablja tehniko vrednotenja finančnih opcij za vrednotenje sredstev, ki imajo lastnosti opcije, vendar se z njimi na trgu ne trguje.

Številni raziskovalci razpravljajo o človeškem kapitalu kot strateško zelo pomembnem kapitalu podjetja. Oddelek za avtomatizacijo mora neprestano vlagati v izobraževanje svojih zaposlenih in tako ohranjati konkurenčno prednost, ki je bistvenega pomena za uspešnost prodaje ter preživetje oddelka v prihodnosti. V magistrskem delu sem del oddelka za avtomatizacijo ovrednotila s pomočjo HR opcije po zgledu, ki sem ga našla v članku A. Berka in R. Kašeta.

Metoda diskontiranih denarnih tokov ter opcijski model vrednotenja ne upoštevata likvidnosti investicije v podjetje eksplicitno, zato je bila zadnja faza ocene vrednosti oddelkov uporaba odbitka za nelikvidnost. Določitev velikosti odbitka za nelikvidnost je zelo težavna, saj ga ni mogoče opazovati. V praksi pogosto uporabljajo povprečne vrednosti odbitka, do katerih so prišli v empiričnih raziskavah restriktivnih delnic. Glede na to, koliko natančnosti je bilo potrebno za oceno vrednosti oddelkov se mi ni zdelo smotno to vrednost zmanjšati po odbitku za nelikvidnost, ki je premerjena na oko. Za oceno primernega odbitka za nelikvidnost sem zato uporabila Silberjevo regresijsko funkcijo, ki v svojem izračunu upošteva značilnosti podjetja, katerega nelikvidnost ocenjujemo.

Po uporabi vseh metod ter ocenjenega odbitka za nelikvidnost sem prišla do vrednosti oddelkov. Ocenjena vrednost oddelka za videokonferenco znaša 51.804 €, oddelka za avtomatizacijo pa 58.092 €, kar pomeni, da razlika v vrednosti oddelkov znaša 6.288 €. To razliko bi moral bodoči lastnik oddelka za avtomatizacijo nekako nadomestiti bodočemu lastniku videokonference, če želita skupno premoženje razdeliti na dve enaki polovici. Prva očitna možnost kompenzacije je izplačilo v denarju. Poleg te opcije pa obstaja tudi možnost, da se sredstva podjetja razdelijo na tak način, da v vrednostih oddelkov nastane ravnovesje. Dober primer je avto, ki ga ima podjetje v lasti. V postavki bilance stanja je avto naveden kot znesek, ki je bil v postopku razcepitve bilance razdeljen na pol. To v praksi seveda ne gre, zato bi se morala lastnika odločiti, kateri oddelek ga bo obdržal v bilanci kot osnovno sredstvo. V primeru, da ga prevzame oddelek za videokonferenco, bi se neravnovesje v vrednosti oddelkov zmanjšalo. Podobno pa bi lahko naredili tudi z nekaterimi drugimi sredstvi.

Lastnika podjetja imata na voljo različne načine delitve podjetja, pri čemer je njuna želja, da po opravljenem finančnem prestrukturiranju postaneta edina lastnika vsak svojega podjetja. Glede na to odprodaja delov podjetja ter oddelitev ne bi bila smiselna. Na voljo imata torej ali odcepitev, pri čemer se bo eden od lastnikov moral odpovedati lastništvu obstoječega podjetja v zameno za lastništvo v novem podjetju, ali pa razdružitev podjetja, pri čemer bi obstoječe podjetje ustanovilo dve hčerinski podjetji in bi vsak od lastnikov prevzel enega od novonastalih podjetij, nato pa bi prenehalo obstajati.

Glede na to, da slovenska davčna zakonodaja z davčnega vidika enako obravnava odcepitev in razdružitev, bi lastnikoma predlagala odcepitev, saj je s tem načinom delitve povezano manj administrativnih aktivnosti kot v primeru razdružitve podjetja.

LITERATURA IN VIRI

1. Bajaj, M., Denis, D., Ferris, S., & Sarin, A. (2001). Firm Value and Marketability Discounts. *The Journal of Corporation Law*, vol.(27), 89-115.
2. Becker, B., & Huselid, M. (1998). High performance work systems and firm performance: A synthesis of research and managerial implications. *Research in Personnel and Human Resources Management*, vol.(16), 53-101.
3. Beja, T., Čadež, S., & Aver, B. (2009). Empirični izračun tržne premije za tveganje na slovenskem delniškem trgu. *Naše gospodarstvo*, vol.(55), 95-103.
4. Berk, A., & Kaše, R. (2010). Establishing the Value of Flexibility Created by Training: Applying Real Options Methodology to a Single HR Practice. *Organization Science*, vol.(21), 765-780.
5. Bhattacharya, M., & Wright, P. (2005). Managing human assets in an uncertain world: applying real options theory to HRM. *The international journal of human resource management*, vol.(16), 929-948.
6. Bowman, E., & Moskowitz, G. (2001). Real options analysis and strategic decision making. *Organization science*, vol.(12), 772-777.
7. Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2008). *Fundamentals of Corporate Finance* (6th ed.). New York: McGraw-Hill/Irvin.
8. Brigham, E., Gapenski, L., & Daves, P. (1999). *Intermediate financial management* (6th ed.). Orlando: The Dryden Press.
9. Brigham, E., & Daves, P. (2002). *Intermediate Financial Management*. Mason: South-Western.
10. Brigham, E., & Ehrhardt, M. (2005). *Financial management: Theory and practice* (11th ed.). Mason: South -Western.
11. Brigham, E., & Houston, J. (2009). *Fundamentals of Financial Management* (6th ed.). Mason: South-Western.
12. Bukovec, A. (2010). *Analiza panoge prehranskih dopolnil v Sloveniji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.
13. Burgstahler, D. H., & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting review*, vol.(81), 983-1016.
14. Copeland, T. K. (1994). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
15. Cumming, J., & Mallie, T. (1999). Accounting for divestitures: A comparison of sell-offs, spin-offs, split-offs, and split-ups. *Issues in accounting education*, vol.(14), 75-97.
16. Damodaran Online. Najdeno 4. avgusta na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
17. Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (1st ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
18. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

19. Damodaran, A. (2007). Return on Capital, Return in Invested Capital and Return on Equity: Measurement and Implications. Najdeno 15. avgusta 2013 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105499
20. Podjetje X (2012). Letno poročilo podjetja X. Ljubljana: Podjetje X.
21. Ehrbar, A. (1998). *EVA: the real key to creating wealth*. New York: J. Wiley.
22. Helfert, E. (2000). *Techniques of financial analysis: A Guide to Value Creation* (10th ed.). Boston: McGraw-Hill.
23. Hitchner, J. (2011). *Financial Valuation: Applications and Models* (3rd ed.). New Jersey: John Wiley.
24. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5th ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
25. Lončarski. (2002). *Oddelitve, odcepitve, razdružitve in odprodaje delov podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.
26. *Market data: Rates & Bonds*. Najdeno 4. avgusta 2013 iz <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>
27. Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo. (2013). Strategija razvoja slovenije 2014-2020. Najdeno 17. septembra 2013 na spletnem naslovu http://www.mgrt.gov.si/fileadmin/mgrt.gov.si/pageuploads/EKP/Drugi_dokumenti/SRS_09_08_2013.pdf
28. Mramor, D. (2000). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.
29. *Makroekonomske napovedi*. Najdeno 4. avgusta 2013 na spletnem naslovu http://skep.gzs.si/slo/makroekonomske_napovedi
30. Pinto, J. H., & Stowe, J. (2010). *Equity asset valuation* (2nd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
31. Porter, M. (2008). *On Competition*. B.k.: Harvard Business School Publishing Corporation.
32. Pratt, S. (2001). *Business Valuation Discounts and Premiums* (1st ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
33. Pratt, S., Reilly, R., & Schweihs, R. (1993). *Valuing Small Businesses and Professional Practices* (2nd ed.). Homewood: Business One Irwin.
34. Pratt, S., & Niculita, A. (2008). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
35. Princ, B. (2011). Davčna nevtrálnost izčlenitve družbe, kot ene izmed oblik delitve. *Davčno-finančna praksa*, vol.(12), 11-14.
36. Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, J. B. (2003). *Findamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
37. Silber, W. (1991). Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices. *Financial Analysts Journal*, vol.(47), 60-64.
38. Tomšič, M. (2012). Združitve in delitve gospodarskih družb - uveljavljanje upravičenj. *Davčno-finančna praksa*, vol.(13), 4-7.
39. Trigeorgis, L. (1996). *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation*. Cambridge: The MIT Press.

40. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. (2013). Spomladanska napoved 2013. Najdeno 18. septembra 2013 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/spomladanska_napoved_2013/PNGG_2013.pdf
41. Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice* (6th ed.). Chichester: John Wiley&Sons Ltd.
42. Worhington, I., & Britton, C. (2009). *The Business environment* (6th ed.). Harlow: Personal education limited.
43. Zasebna podjetja iz panoge računalniškega programiranja na področju bivše Jugoslavije. (b.l.). V *Amadeus*. Najdeno 27. avgusta 2013 na spletnem naslovu <https://amadeus.bvdinfo.com/version-2013919/home.serv?product=amadeusneo>
44. Zasebna podjetja iz panoge trgovine na debelo z drugimi pisarniškimi stroji in opremo na področju bivše Jugoslavije. (b.l.). V *Amadeus*. Najdeno 27. avgusta 2013 na spletnem naslovu <https://amadeus.bvdinfo.com/version-2013919/home.serv?product=amadeusneo>