

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**METODE VREDNOTENJA KOT VODILO PRI
SPREJEMANJU MANAGERSKIH ODLOČITEV:
PRIMER PODJETJA PAMI D.O.O.**

Ljubljana, junij 2016

BORIS BENEVOL

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Boris Benevol, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Metode vrednotenja kot vodilo pri sprejemanju managerskih odločitev: Primer podjetja PAMI d.o.o., pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Vladom Dimovskim

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV VREDNOSTI IN VREDNOTENJA PODJETJA.....	2
2 NAČINI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA	3
3 NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN.....	4
3.1 Metoda diskontiranega denarnega toka	5
3.1.1 Analiza preteklega poslovanja podjetja	6
3.1.2 Napovedovanje bodočega poslovanja podjetja.....	6
3.1.3 Ocena stroškov kapitala	9
3.1.3.1 Stroški lastniškega kapitala	10
3.1.3.2 Stroški dolžniškega kapitala pred davkom.....	17
3.1.3.3 Tehtana mera povprečnih stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala.....	18
3.1.4 Ocena preostale vrednosti.....	20
3.1.5 Izračun in interpretacija rezultatov	21
4 NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV	23
5 PREDSTAVITEV IN ANALIZA STORITVENEGA PODJETJA	24
5.1 Dejavniki, ki vplivajo na ocenjevanje vrednosti	24
5.1.1 Makroekonomske razmere v letu 2014	24
5.1.1.1 Gospodarska gibanja v Evropi in v svetu.....	25
5.1.1.2 Gospodarska gibanja v Sloveniji.....	25
5.1.2 Analiza razmer v dejavnosti	26
5.2 Opis podjetja	29
5.3 Finančna analiza	32
5.3.1 Analiza računovodskih izkazov za obdobje 2010-2014.....	32
5.3.1.1 Analiza izkaza poslovnega izida	33
5.3.1.2 Analiza bilance stanja.....	37
6 VREDNOTENJE STORITVENEGA PODJETJA PO METODI DCF.....	44
6.1 Ocena diskontne stopnje	44
6.2 Napoved prostega denarnega toka in preostale vrednosti.....	46
6.3 Ocena vrednosti	49
SKLEP.....	50
LITERATURA IN VIRI	51

KAZALO TABEL

Tabela 1: Osnovni podatki družbe PAMI Proizvodno in trgovsko podjetje, d.o.o.....	29
Tabela 2: Lastništvo na dan 31.12.2014	30
Tabela 3: Število zaposlenih	32
Tabela 4: Število zaposlenih po izobrazbenih skupinah	32
Tabela 5: Izkazi poslovnega izida za leta 2010-2014	33
Tabela 6: Gibanje realizirane bruto marže med leti 2010 in 2014.....	35
Tabela 7: Gibanje stroškov dela med leti 2010 in 2014.....	36
Tabela 8: Analiza EBIT in EBITDA marže.....	37
Tabela 9: Bilanca stanja 31.12.2010 – 31.12.2014	38
Tabela 10: Investicije v osnovna sredstva med leti 2010 in 2014	39
Tabela 11: Struktura zalog na zadnji dan leta	39
Tabela 12: Zaloge kot odstotek čistih prihodkov od prodaje in dnevi vezave zalog	40
Tabela 13: Struktura kratkoročnih poslovnih terjatev na zadnji dan leta	40
Tabela 14: Kratkoročne poslovne terjatve kot odstotek čistih prihodkov od prodaje in dnevi vezave terjatev.....	40
Tabela 15: Dolgoročne finančne obveznosti na zadnji dan leta.....	41
Tabela 16: Kratkoročne finančne obveznosti na zadnji dan leta	42
Tabela 17: Kazalniki zadolženosti v družbi PAMI d.o.o.	42
Tabela 18: Kratkoročne poslovne obveznosti na zadnji dan leta.....	43
Tabela 19: Kratkoročne poslovne obveznosti in dnevi vezave obveznosti	43
Tabela 20: Analiza obratnega kapitala.....	44
Tabela 21: Izračun zahtevane stopnje donosa celotnega kapitala.....	46

KAZALO SLIK

Slika 1: Raven osnovne vrednosti	22
Slika 2: Celokupni prihodki obutvene industrije v Evropi med leti 2010 in 2019 (v %)	28
Slika 3: Geografska segmentacija obutvene industrije v Evropi v letu 2014	28
Slika 4: Distribucijski kanali obutvene industrije v Evropi v letu 2014	29
Slika 5: Čisti prihodki od prodaje med leti 2010 in 2014	34
Slika 6: Gibanje stroškov storitev med leti 2010 in 2014	35
Slika 7: Plan prihodkov od prodaje.....	47
Slika 8: Plan investicijskih vlaganj	48

UVOD

Managerji se vsakodnevno srečujejo z bolj ali manj pomembnimi odločitvami, pri čemer navadno zasledujejo ali bi morali zasledovati ustvarjanje vrednosti za lastnike, družbo, zaposlene in odjemalce. Kadar se v svojih odločitvah opirajo na vrednost, govorimo o upravljanju na podlagi vrednosti oziroma o managementu vrednosti (angl. *value based management*). Management vrednosti zahteva sistematično uporabo modelov vrednotenja podjetij in omogoča presojanje potencialnih managerskih odločitev (Brigham & Daves, 2003, str. 361). Te odločitve obsegajo odločitve o združitvah, prevzemih, nakupih, prodaji, investicijah, reorganizaciji, stečaju, dokapitalizaciji ipd., zato je poznavanje metod vrednotenja, dejavnikov vrednosti in vplivov vrednotenja za managerje izrednega pomena. Brez tega znanja managerji namreč ne morejo poznati najpomembnejše posledice njihovih odločitev, to je vpliva na ceno podjetja (Stubelj, 2010, str. 9).

Ocenjevanje vrednosti podjetja predstavlja zelo kompleksno nalogo. Navadno je ne izvaja manager podjetja sam, temveč vrednost podjetja oceni pooblaščen ocenjevalec vrednosti, ki je zadolžen za oblikovanje strokovnega in nepristranskega mnenja o vrednosti celotnega podjetja, njegove posamezne organizacijske enote, sredstva ali dolga. Ocenjevalec vrednosti mora v procesu vrednotenja upoštevati številne postopke in dejavnike, ki jih Hitchner (2003, str. 8) razvršča na sledeča področja: razumevanje namena vrednotenja, razumevanje naročnika in upoštevanje njegove namere o uporabi vrednotenja, določanje podlage in predpostavke vrednosti, določanje ocenjevanega deleža, odločanje o uporabi diskontov in premij, analiziranje finančnih informacij, zbiranje informacij o podjetju, industriji in gospodarstvu, upoštevanje vseh načinov vrednotenja in izbira najprimernejšega, uporaba različnih metodologij znotraj izbranega načina vrednotenja, usklajevanje vrednosti in po potrebi izdelava cenitvenega poročila.

Namen diplomske naloge je preučiti različne načine in metode vrednotenja podjetja, ter podati osnovna izhodišča za uporabo teh metod pri vrednotenju podjetja PAMI Proizvodno in trgovsko podjetje, d.o.o. Nova Gorica. Ker je PAMI Proizvodno in trgovsko podjetje, d.o.o. Nova Gorica majhno, lastniško zaprto podjetje, bo v središče preučevanja postavljena metoda diskontiranega denarnega toka, ki je v primeru ocenjevanja vrednosti delujočih in lastniško zaprtih podjetjih, katerih delnice ne kotirajo na denarnem trgu, najpogosteje aplicirana.

Cilj diplomske naloge je posledično s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov oceniti vrednost podjetja PAMI Proizvodno in trgovsko podjetje, d.o.o. Nova Gorica in ugotoviti o potencialni implikaciji ugotovljene vrednosti na managerske odločitve.

Diplomsko delo izhaja iz študija obstoječe strokovne literature, katere izsledki so predstavljeni v teoretičnem delu naloge. V prvem poglavju sta opredeljena vrednost in vrednotenje podjetja, sledi kratek prikaz načinov vrednotenja podjetja in nato podrobnejši opis izbrane metode vrednotenja, tj. metode diskontiranih denarnih tokov, ki je predstavljena skozi postopek vrednotenja podjetja opredeljen s petimi koraki. V drugem, praktičnem delu,

je ocenjena vrednost podjetja in podan sklep o tržni vrednosti 100% deleža lastniškega kapitala družbe PAMI Proizvodno in trgovsko podjetje, d.o.o. Nova Gorica na dan 31.12.2014. Naj omenim, da upoštevane finančne projekcije vključujejo smiselna pričakovanja glede bodočega gibanja rasti prihodkov in stroškov. Kljub temu pa poudarjam, da lahko v prihodnosti pride do nepričakovanih dogodkov, ki lahko materialno vplivajo na bodoče poslovanje in tako na vrednost podjetja in jih v času ocenjevanja vrednosti nisem mogel predvideti. Ker finančne projekcije temeljijo na predpostavkah glede gibanja določenih parametrov v prihodnosti, le-te vedno vključujejo doložen delež negotovosti in subjektivnosti.

1 OPREDELITEV VREDNOSTI IN VREDNOTENJA PODJETJA

V Hierarhiji pravil ocenjevanja vrednosti (Ur.l. RS, št. 106/2010) je ocenjevanje vrednosti ali vrednotenje opredeljeno kot proces, skozi katerega pooblaščen ocenjevalec vrednosti določi vrednost podjetij, nepremičnin ter strojev in opreme, pri čemer v postopku vrednotenja sledi zakonom, temeljnim načelom ocenjevanja vrednosti, mednarodnim standardom ocenjevanja vrednosti (v nadaljevanju MSOV), ki jih sprejema Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, in drugim pravilom ocenjevanja vrednosti, ki jih sprejema Slovenski inštitut za revizijo.

Vrednost je v MSOV (Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 13) opredeljena na dva načina; kot mnenje o najverjetnejši ceni, ki jo je treba plačati za sredstvo v menjavi ali pa kot mnenje o gospodarski koristi lastništva sredstva. S to definicijo je jasno izraženo razlikovanje med vrednostjo in ceno. Medtem, ko cena predstavlja dejstvo, je vrednost le hipotetična cena, pogojena z namenom vrednotenja.

Različni nameni ocenjevanja vrednosti torej narekujejo uporabo različnih vrst vrednosti, ki morajo opisovati temeljne predpostavke vrednotenja. V literaturi najpogosteje zasledimo izraz standard vrednosti (angl. *standard of value*), MSOV (Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 17-21) pa govorijo o naslednjih podlagah vrednosti:

- **tržna vrednost** (angl. *market value*) je najverjetnejša cena, ki bi jo na dan vrednotenja dosegli na prostem in konkurenčnem trgu. Taka vrednost odraža najgospodarnejšo uporabo sredstva in je zlasti primerna, kadar se vrednoti sredstva za namen nakupa ali prodaje (za neodvisnega kupca in prodajalca), za prevzem podjetja ali menedžerski odkup, za stvarni vložek, za izstop družbenika, za stečaj in likvidacijo, za davčni namen ter za potrebe računovodskega poročanja.
- **poštena vrednost** (angl. *fair value*) je širše pojmovana od tržne, saj upošteva prednosti in pomanjkljivosti, ki nasprotnima strankama pritečejo iz naslova prenosa sredstva, niso pa nujno na voljo vsem tržnim udeležencem. Poštena in tržna vrednost se zato lahko razlikujeta. Kot podlaga vrednotenja je primerna ob iztisnitvi delničarjev in za določitev menjalnega razmerja pri pripojitvi ali delitvi.
- **vrednost za naložbenika** (angl. *investment value*) je vrednost sredstva ali podjetja za določenega naložbenika. Lahko je nižja ali višja od tržne vrednosti, ker upošteva

investicijske in poslovne cilje, ter služi za namen vrednotenja kupoprodaje za specifičnega kupca.

- **posebna vrednost** (angl. *special value*) je vrednost ocenjena za posebnega kupca. Takšnemu kupcu lastništvo določenega sredstva prinaša prednosti, ki drugim tržnim udeležencem niso na voljo, zato je posebna vrednost višja od tržne.
- **sinergijska vrednost** (angl. *synergistic value*) nastane ob kombinaciji dveh ali več sredstev, pri čemer mora biti skupna vrednost večja od sumarne vrednosti posameznih sredstev.

Poleg podlage vrednosti je potrebno pred dejanskim vrednotenjem sredstva oziroma podjetja jasno opredeliti še predpostavke vrednotenja (angl. *premise of value*), ki opisujejo okoliščine dejanske ali hipotetične transakcije. Pratt, Reilly in Schweis (2000, str. 33) govorijo o štirih alternativnih predpostavkah:

- **Predpostavka delujočega podjetja** (angl. *going concern*): podjetje bo še naprej normalno poslovalo in generiralo prihodke.
- **Predpostavka skupka sredstev** (angl. *assemblage of assets*): podjetje in pripadajoča sredstva so organizirana, vendar se jih trenutno ne uporablja za ustvarjanje prihodkov.
- **Predpostavka urejenega razpolaganja** (angl. *orderly disposition*): sredstva podjetja ne bodo več služila ustvarjanju prihodkov, temveč bodo ob normalni izpostavljenosti individualno prodana na sekundarnem trgu.
- **Predpostavka prisilne likvidacije** (angl. *forced liquidation*): sredstva podjetja bodo prav tako kot pri prejšnji predpostavki individualno prodana na sekundarnem trgu, vendar bodo zaradi potrebe po hitri prodaji trgu izpostavljena v manjši meri.

Izbira predpostavke predstavlja pomembno odločitev, saj lahko močno vpliva na oceno vrednosti. Ocenjevalec navadno o predpostavkah odloča sam, tako da ugotavlja ali je podjetje več vredno v primeru kontinuiranega poslovanja, ali pa so več vredna sama sredstva. Njegova izbira je odvisna tudi od ocenjevanega deleža; v primeru vrednotenja kontrolnega deleža podjetja bo predpostavka determinirana z najboljšo možno uporabo sredstev, medtem ko bo ob vrednotenju manjšinskega oziroma neobvladujočega deleža običajno obveljala predpostavka delujočega podjetja (Pratt et al., 2000, str. 33).

2 NAČINI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

MSOV (Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 23) pripoznavajo tri načine ocenjevanja vrednosti:

- na donosu zasnovan način (angl. *income approach*),
- način tržnih primerjav (angl. *market approach*),
- nabavnovrednostni način oziroma na sredstvih zasnovan način (angl. *asset-based approach*).

Vsi trije načini se nanašajo na ocenjevanje vrednosti posameznih sredstev in so opisani v Okviru MSOV, ki vsebuje splošno sprejeta načela ocenjevanja vrednosti. Standard MSOV 200 Podjetja in poslovni deleži nadalje usmerja ocenjevalca pri ocenjevanju podjetja ali poslovnega deleža ter navaja spremembe, dodatne zahteve ali posebne primere pri uporabi splošnih standardov za ocenjevanja vrednosti pri ocenjevanju podjetja ali poslovnega deleža. Z odstavkom C13 in C14 v MSOV 200 Podjetja in poslovni deleži (Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 40) sta kot edina primerna načina vrednotenja podjetja opredeljena način tržnih primerjav in na donosu zasnovan način, medtem ko je uporaba nabavnovrednostnega načina dovoljena le pri ocenjevanju podjetja ob njegovem zagonu ali v zgodnji fazi delovanja ter pri ocenjevanju nekaterih vrst podjetij, kot je na primer povezano podjetje oziroma holding. V tem primeru je vrednost podjetja ocenjena kot vsota sredstev in obveznosti, pri čemer je vrednost posameznih sredstev in obveznosti ocenjena z uporabo enega ali več zgoraj naštetih načinov ocenjevanja vrednosti. Zaradi navedenega, v nadaljevanju kot alternativna načina ocenjevanja vrednosti podjetja predstavljamo le na donosu zasnovan način in način tržnih primerjav.

3 NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN

Na donosu zasnovan način se opira na ekonomsko načelo pričakovanj in tako vrednost podjetja za lastnika bazira na pričakovani ekonomski koristi in stopnji tveganja, povezanega z lastništvom. Vrednost podjetja izvira iz njegove sposobnosti ustvarjanja želenega donosa oziroma gospodarske koristi za lastnike, zato so metode, ki izvirajo iz načina zasnovanega na donosu, osredotočene na izračunavanje vrednosti kot funkcije pričakovane ekonomske koristi (Viebig, Poddig, & Varmaz, 2008, str. 9).

Bodoča ekonomska korist je v tem okviru lahko opredeljena na različne načine. Najpogosteje govorimo o denarnem toku, o enkratnih ali večkratnih izplačilih (dividende, obresti, prihodki od prodaje vrednostnih papirjev) in o nekaterih merah računovodskega dobička (npr. čisti dobiček in čisti prihodki od poslovanja) (Hitchner, 2003, str. 86; Pratt et al., 2000, str. 154).

Vrednost podjetja mora biti določena v sedanjosti, zato je potrebno pričakovane ekonomske koristi in tveganja prevesti v sedanjost, kar je mogoče storiti na dva načina: s kapitaliziranjem ali z diskontiranjem. Vrednost podjetja je potem enaka sedanji vrednosti pričakovanih gospodarskih koristi, pri čemer je izbira diskontne ali kapitalizacijske stopnje odvisna od izbrane definicije ekonomske koristi (Pratt et al., 2000, str. 153).

Metode, ki po MSOV (Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 24) spadajo v na donosu zasnovan način, so:

- metoda diskontiranega denarnega toka (v nadaljevanju DCF metoda; angl. *discounted cash flow method*),

- metoda kapitalizacije donosa ali metoda uglavničenja (angl. *capitalized cash flow method*),
- različni modeli ocenjevanja vrednosti opcij.

V nadaljevanju bo od vseh treh metod podrobneje predstavljena le metoda diskontiranega denarnega toka, ki je v primeru ocenjevanja vrednosti delujočih in lastniško zaprtih podjetjih, katerih delnice ne kotirajo na denarnem trgu, najpogosteje aplicirana (Koletnik, 2010, str. 72).

3.1 Metoda diskontiranega denarnega toka

DCF metodologija vrednotenja je teoretično najbolj korektna in praktično uporabna, zato velika večina sofisticiranih modelov vrednotenja podjetij, ki jih uporabljajo investicijske banke ali svetovalna podjetja, temelji na tej metodologiji. Vsi modeli so zasnovani na prej omenjenem postulat, da je vrednost naložbe enaka vsoti pričakovanih ekonomskih koristi naložbe, pri čemer se vsaka korist diskontirana na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovane koristi (Viebig et al., 2008, str. 3).

Opisana predpostavka sedanje vrednosti je posebej enačbi za izračun vrednosti podjetja po DCF metodologiji (Damodaran, 2002, str. 303; Hitchner, 2003, str. 103; Pratt et al., 2000, str. 186)¹:

$$\text{Vrednost podjetja} = \frac{E_1}{(1+k)} + \frac{E_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E_n}{(1+k)^n} + \frac{TV}{(1+k)^n} \quad (1)$$

kjer so:

- $E_1 \dots E_n$ = pričakovane količine ekonomske koristi v vsakem obdobju od E_1 do E_n ,
- k = diskontna stopnja (angl. *discount rate*),
- n = dolžina osnovnega preučevanega obdobja do gospodarskega horizonta (angl. *discrete projection period*),
- TV = preostala vrednost podjetja (angl. *residual value, terminal value* ali *continuing value*).

Vhodni podatki za enačbo (1) so določeni skozi postopek vrednotenja podjetja, ki je sestavljen iz naslednjih korakov (Copeland, Koller, & Murrin, 1995, str. 157):

- analiza preteklega poslovanja podjetja,
- napovedovanje bodočega poslovanja podjetja oziroma prihodnjih denarnih tokov,

¹ Pri tej enačbi smo se za namen preučitve DCF metodologije odločili za prikaz množično uporabnega dvo-stopenjskega modela. Osnovni DCF model namreč predpostavlja, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti vseh bodočih ekonomskih koristi od danes do neskončnosti, vendar pa je tako oddaljene koristi nemogoče oceniti. Ocenjevalci se zato zatečejo k dvo- ali več-stopenjskemu modelu, ki oddaljene koristi zajame v preostalo vrednost.

- ocena stroškov kapitala,
- ocena preostale vrednosti,
- izračun in interpretacija rezultatov.

3.1.1 Analiza preteklega poslovanja podjetja

V prvem koraku vrednotenja je potrebno opredeliti relevantno časovno obdobje, za katero imamo na voljo izkaze o poslovni in denarni uspešnosti podjetja. Najpogosteje uporabljeno relevantno obdobje je pet let, pri čemer je reprezentativnost obdobja ključnega pomena. V primeru izrednih dogodkov v zadnjih letih, ki so vplivali na delovanje družbe, je število let v relevantnem obdobju potrebno ustrezno prilagoditi (Pratt et al., 2000, str. 62).

Podatki v računovodskih izkazih so pogosto izraženi v različnih vrednostih, zato jih je potrebno preurediti in prevrednotiti, medtem ko je tiste postavke, ki ne predstavljajo poslovanja podjetja in so zato neprimerne za napovedovanje prihodnjih denarnih tokov, potrebno odpraviti ali pa na nek način prilagoditi. Hitchner (2003, str. 87) govori o petih kategorijah normalizacijskih prilagoditev: prilagoditev za značilnosti lastniške strukture (kontrolni delež ali manjšinski), prilagoditev za izredne, neponavljajoče in/ali neobičajne postavke, prilagoditev za neoperativna sredstva in obveznosti ter s tem povezane prihodke in odhodke, prilagoditev za davke ter prilagoditev za sinergije pri združitvah in prevzemih.

Poleg analize preteklega poslovanja podjetja je potrebno preučiti še dejavnost v katero spada podjetje, preteklo poslovanje primerljivih podjetij, makroekonomsko okolje podjetja ter posamezne funkcije podjetja.

3.1.2 Napovedovanje bodočega poslovanja podjetja

Napovedovanje bodočega poslovanja podjetja je eden najtežjih korakov v procesu vrednotenja, saj zahteva projekcije zneskov pričakovanih ekonomskih koristi do izbranega časovnega horizonta in preko njega.

V dvostopenjskem modelu, kakršen je prikazan z enačbo (1), je najprej potrebno določiti osnovno preučevano obdobje, za katero bo potrebno nadrobno načrtovanje poslovnih in denarnih izidov podjetja. Praviloma se ocenjevalec odloči za obdobje od pet do 10 let, pri čemer je pomembno, da v to obdobje zajame celoten poslovni cikel podjetja (Copeland et al., 1995, str. 220-221).

Enačba (1) implicitno predpostavlja, da bodo ekonomske koristi lastniku oziroma naložbeniku pritekale konec vsakega leta. V resnici se ekonomske koristi večine podjetij prejemajo kontinuirano ali pa so vsaj dostopne enakomerno skozi leto, zato je potrebno takšno restriktivno predpostavko ponavadi sprostiti. To je mogoče z aplikacijo metode medletnega diskontiranja (angl. *midyear discounting convention*), ki predstavlja dober približek kontinuiranim pritokom koristi skozi leto. Z implementacijo medletnega diskontiranja se

enačba za izračun vrednosti podjetja po DCF metodologiji preoblikuje v enačbo (2) (Hitchner, 2003, str. 103-104; Pratt et al., 2000, str. 187,218):

$$Vrednost\ podjetja = \frac{E_1}{(1+k)^{0,5}} + \frac{E_2}{(1+k)^{1,5}} + \dots + \frac{E_n}{(1+k)^{n-0,5}} + \frac{TV}{(1+k)^{n-0,5}} \quad (2)$$

Po opredelitvi osnovnega preučevanega obdobja je nadalje potrebna ocena strateške pozicije podjetja in prognoza različnih scenarijev poslovanja podjetja in industrije. Scenariji morajo jasno opisovati tako bodoč razvoj podjetja kot tudi dogodke, ki bi lahko v prihodnosti znatno vplivali na poslovanje (Copeland et al., 1995, str. 208).

Na podlagi oblikovanih scenarijev poslovanja ocenjevalec napove posamezne postavke bilance stanja in izkaza poslovnega izida do gospodarskega horizonta. Kadar pri napovedi postavk izhaja iz zgodovinskih podatkov o poslovanju, navadno uporabi eno izmed sledečih metod: metoda trenutnih dobičkov, metoda aritmetičnega povprečja, metoda tehtanega povprečja, metoda trenda in metoda podrobnih projekcij (Hitchner, 2003, str. 96). Slednja predstavlja osnovo DCF metodologije in je zaradi fleksibilnosti, ki jo omogoča pri ocenjevanju vsakoletnih tokov ekonomskih koristi do časovnega horizonta, splošno sprejeta. V okviru te metode se projekcije pogosto oblikuje na podlagi normaliziranih podatkov iz preteklega poslovanja, ki vključujejo tako prilagoditve bilance stanja kot prilagoditve izkaza poslovnega izida. V primeru, da so bili skozi analizo preteklih finančnih informacij ugotovljeni kakršnikoli trendi, je ob posvetu z vodstvom potrebno zagotoviti implementacijo le-teh v prognozo bodočega poslovanja (Hitchner, 2003, str. 100-101; Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 42).

Iz napovedanih postavk bilance stanja, izkaza poslovnega izida in včasih tudi izkaza denarnih tokov ocenjevalec vrednosti izračuna pričakovane tokove ekonomskih koristi. Najpogosteje so bodoče ekonomske koristi definirane kot čisti dobiček (angl. *net income*), prosti denarni tokovi (v nadaljevanju FCF; angl. *free cash flow*), poslovni izid iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT; angl. *earnings before interest and taxes*) in poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo (v nadaljevanju EBITDA; angl. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) (Damodaran, 2002, str. 383)².

Čisti dobiček predstavlja merilo uspešnosti poslovanja podjetja in je izračunan kot razlika med prihodki iz poslovanja ter neposrednimi in posrednimi stroški poslovanja. Ker je razviden iz finančnega izkaza podjetja, je kot mera ekonomske koristi enostavno uporaben, vendar problem nastane pri oblikovanju diskontne stopnje, ki bi ustrezala tako opredeljeni ekonomski koristi. Nasprotno, prosti denarni tokovi niso beleženi v finančnem izkazu, so pa zato diskontne stopnje relevantne za proste denarne tokove lažje dostopne z uporabo tradicionalnih tehnik stroškov kapitala (Hitchner, 2003, str. 94-95). Prosti denarni tok je

² V strogem smislu je edini denarni tok iz naložbe v delniško družbo dividenda. Če ekonomsko korist opredelimo kot dividendo, DCF model postane dividendno diskontni model, kjer je diskontna stopnja enaka stroškom lastniškega kapitala.

superioren tudi nad preostalimi merami ekonomske koristi, saj ga je mogoče v okviru diskontiranih denarnih tokov uporabiti tako za ocenjevanje vrednosti podjetja, kot za ocenjevanje vrednosti lastniškega kapitala. Preostale našete mere ekonomskih koristi, nimajo te lastnosti, saj na nek način bodisi dvojno štejejo, bodisi ne upoštevajo nekaterih denarnih tokov. Zaradi omenjenih prednosti so prosti denarni tokovi postali često uporabljena mera ekonomske koristi, še posebej v primerih, ko je izpolnjen eden (ali več) izmed naslednjih pogojev (Stowe, Robinson, Pinto, & McLeavey, 2007, str. 108):

- podjetje ne izplačuje dividend,
- podjetje izplačuje dividende, vendar se dividende bistveno razlikujejo od sposobnosti podjetja za njihovo izplačevanje,
- prosti denarni tokovi so v razumnem obdobju napovedi usklajeni z dobičkonosnostjo,
- ocenjuje se kontrolni delež podjetja.

Prosti denarni tokovi torej niso enolično definirani; ločimo jih glede na prejemnike ekonomskih koristi in sicer razlikujemo med prostim denarnim tokom za lastnike podjetja in prostim denarnim tokom za lastnike in upnike podjetja.

Prosti denarni tok za lastnike in upnike podjetja (v nadaljevanju FCFF; angl. *free cash flow to the firm*) je denarni tok, ki je po investicijah v osnovni in obratni kapital ter po plačilu vseh poslovnih odhodkov na razpolago vsem dobaviteljem kapitala v podjetje. Priteka torej vsem upnikom, navadnim delničarjem in včasih tudi prednostnim delničarjem, kar pomeni, da je neodvisen od strukture virov financiranja podjetja (Koletnik, 2010, str. 76-77). Za potrebe izračuna FCFF v literaturi zasledimo številne enačbe, ki se med seboj razlikujejo po izhodišči postavki izračuna. Izbira enačbe je nato odvisna od razpoložljivosti računovodskih podatkov, ki nam jih lahko ponudi ocenjevano podjetje. Z enačbo (3) prikazujemo izračun FCFF na podlagi EBIT (Damodaran, 2002, str. 383; Stowe et al., 2007, str. 127):

$$FCFF = EBIT(1 - t) + NCC - CAPEX - \Delta NWC \quad (3)$$

kjer so:

- *EBIT* = poslovni izid pred obrestmi in davki oziroma dobiček iz poslovanja,
- *t* = davčna stopnja,
- *NCC* = (neto) nedenarni stroški (angl. *noncash charges*),
- *CAPEX* = investicije v osnovna sredstva (angl. *investment in fixed capital* ali *capital expenditures*),
- *ΔNWC* = sprememba obratnega kapitala (angl. *change in net working capital*).

Zgornja enačba prikazuje izračun FCFF, kjer se kot lastnike podjetja obravnava samo navadne delničarje. Kadar kot lastniki nastopajo tudi prednostni delničarji, je potrebno izračun prirediti na način, da se v enačbo prišteje še dividende na prednostne delnice (Stowe et al., 2007, str. 137).

Prosti denarni tok za lastnike podjetja (v nadaljevanju FCFE; angl. *free cash flow to equity*) je denarni tok, ki je na voljo navadnim delničarjem podjetja po plačilu vseh poslovnih odhodkov, obresti in glavnice ter po vseh potrebnih investicijah v obratna in osnovna sredstva, ki zagotavljajo nadaljnje poslovanje podjetja (Brigham & Ehrhardt, 2008, str. 100). Izračunamo ga lahko na različne načine, pri čemer navadno izhajamo iz FCFF, kot je prikazano z enačbo (4) (Damodaran, 2002, str. 384; Stowe et al., 2007, str. 128):

$$FCFE = FCFF - Int(1 - t) + Net\ borrowing \quad (4)$$

kjer so:

- *Int* = plačilo obresti,
- *Net borrowing* = neto dolg.

Iz enačbe (4) je razvidno, da je potrebno FCFF zmanjšati za plačila obresti, saj navadnim delničarjem ne pripadajo, medtem ko ga je potrebno povečati za neto dolg, ki je tem delničarjem na voljo. Pri tem je neto dolg izračunan tako, da se od novo izdanega dolga odšteje plačila glavnice. V primeru, da so v kapitalski strukturi udeleženi tudi prednostni delničarji, je potrebno pri izračunu neto dolga dodatno upoštevati še dividende iz naslova prednostnih delnic.

Izbira vrste prostih denarnih tokov pri vrednotenju podjetja je odvisna od večih dejavnikov. Najprej je nujno odgovoriti na vprašanje, kaj sploh vrednotimo. Z diskontiranjem FCFF ocenjujemo tržno vrednost celotnega kapitala (lastniškega in dolžniškega) podjetja, z diskontiranjem FCFE pa neposredno ugotavljamo le vrednost lastniškega kapitala v podjetju.

Ker velja, da je vrednost lastniškega kapitala enaka vrednosti podjetja (celotnega kapitala) zmanjšani za tržno vrednost obrestovanega dolga, je vrednost lastniškega kapitala moč ugotoviti tudi na posreden način. Teoretično bi morali iz obeh pristopov – neposrednega in posrednega – pridobiti enako oceno lastniškega kapitala, vendar pa je posredni način izračuna preferiran, še posebej v primeru, kadar so FCFE podjetja negativni, in v primeru, ko je kapitalaska struktura podjetja nestabilna (Damodaran, 2002, str. 951-952).

3.1.3 Ocena stroškov kapitala

Vrednost podjetja je v okviru DCF metodologije funkcija ekonomskih koristi in stroškov kapitala oziroma diskontne mere. Strošek kapitala predstavlja stroške finančnih sredstev v podjetju in odseva donos, ki ga investitorji pričakujejo na vložena sredstva. V zameno za ta sredstva podjetja izdajo lastniški kapital (prednostne in navadne delnice) in dolžniški kapital (obveznice), ki skupaj tvorita kapitalsko strukturo podjetja. Vsaka od komponent kapitalske strukture predstavlja za podjetje drugačen strošek, odvisen od stanja na investicijskem trgu, tveganosti podjetja in posameznih značilnosti vrste kapitala (Feldman, 2005, str. 69).

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja je diskontna mera izračunana glede na izbrani način ocenjevanja ekonomskih koristi. Pravilo konsistentnosti narekuje uporabo stroškov lastniškega kapitala pri diskontiranju FCFE in uporabo tehtane mere povprečnih stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala (v nadaljevanju WACC; angl. *weighted average cost of capital*) pri diskontiranju FCFF (Viebig et al., 2008, str. 35).

3.1.3.1 Stroški lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala je zahtevana mera donosnosti lastniškega kapitala oziroma donos, ki ga investitor zahteva od denarja, vloženega v nakup podjetja ali njegovih lastniških delov. Ocenimo ga lahko s pomočjo različnih metod ali modelov, kot so "*buildup*" metoda, model določanja cen dolgoročnih naložb (v nadaljevanju CAPM; angl. *capital asset pricing model*), prilagojen model določanja cen dolgoročnih naložb (v nadaljevanju MCAPM; angl. *modified capital asset pricing model*), multifaktorski modeli (npr. Fama-French tri-faktorski model) in model arbitražne teorije določanja cen (v nadaljevanju APT; angl. *arbitrage pricing theory*) (Hitchner, 2003, str. 128).

Najbolj znan in široko uporabljen je CAPM model, ki temelji na številnih striktnih predpostavkah o vedenju investitorjev in o kapitalskem trgu³. Zasnovan je na ideji, da je naložbeno tveganje možno razdeliti na 2 komponenti, in sicer na sistematično in nesistematično tveganje. Sistematično tveganje je definirano kot splošno oziroma tržno tveganje, ki prizadene vsa podjetja v nekem gospodarskem okolju in se mu investitorji zato ne morejo izogniti z diverzifikacijo. Nasprotno pa se lahko izognejo nesistematičnemu tveganju, tj. tveganju odvisnemu od dejavnikov v podjetju in industriji. Esenca modela, ki sledi iz definicije tveganja, je izražena z idejo, da investitor ne bo kompenziran za celotno tveganje povezano z naložbo. Nagrajen bo le za prevzeto sistematično tveganje, medtem ko za nesistematično tveganje ne bo prejel nikakršne premije, saj bi se tovrstnemu tveganju lahko izognil z diverzifikacijo svojega premoženja (Fabozzi, Neave, & Zhou, 2012, str. 298). CAPM model se torej osredotoča na kvantificiranje sistematičnega tveganja, ki ga meri s koeficientom beta kot edino relevantno mero tveganja naložbe oziroma vrednostnega papirja. Koeficient beta je izražen kot tveganje, ki ga nek vrednostni papir prispeva k tveganju tržnega portfelja, in kot tak predstavlja temelj za določitev zahtevane mere donosnosti tega vrednostnega papirja (Fabozzi et al., 2012, str. 295).

Za potrebe ocenjevanja stroškov lastniškega kapitala majhnih in zasebnih podjetij je bil CAPM model nadgrajen v MCAPM model, ki strošek lastniškega kapitala tako kot CAPM izraža kot vsoto zahtevanega donosa na netvegano naložbo in premije za sistematično tveganje, zraven pa doda še premijo za majhnost in premijo za specifično tveganje podjetja. V formulo je lahko dodan tudi pribitek za deželno tveganje (RP_c). Gre za premijo, ki jo investitor zahteva zaradi nestabilnih gospodarskih, političnih in drugih razmer, v primeru, da to tveganje ni vključeno v mero donosnosti za tržno tveganje (Koletnik, 2010, str. 87).

³ Več o predpostavkah v Fabozzi, Neave & Zhou, *Financial Economics*, 2012, str. 288.

Premije za posamezne države so dostopne v Duff&Phelps: 2015 International Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital. MCAPM model je prikazan z enačbo (5) (Hitchner, 2003, str. 152):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(RP_m) + RP_s + RP_u \quad (5)$$

kjer so:

- $E(R_i)$ = pričakovana zahtevana mera donosnosti kapitala oz strošek lastniškega kapitala,
- R_f = stopnja donosa za netvegano naložbo,
- β_i = faktor občutljivosti za posebno oz. sistematično tveganje; koeficient beta,
- RP_m = tržna premija za kapitalsko tveganje,
- RP_s = premija za majhnost,
- RP_u = premija za specifično tveganje.

Stopnja donosa za netvegano naložbo (R_f) je mera donosnosti, ki jo lahko pričakujemo od netvegane naložbe, neodvisno od drugih kapitalskih naložb. Vključuje premijo za časovni horizont in pričakovano stopnjo inflacije za obdobje držanja naložbe (Pratt et al., 2000, str. 161). V praksi se kot netvegano naložbo obravnava državno obveznico, saj ima nizko tveganje izostanka plačil in je visoko likvidna. Ker je lastništvo dolgoročnega značaja, je smiselno za netvegano stopnjo donosa uporabiti obrestno mero za dolgoročno državno obveznico. Pri tem lahko izbiramo med stopnjo donosnosti veljavno na dan ocenitve, prihodnjo stopnjo donosnosti ali povprečno stopnjo, ki je bila dosežena pri preteklih tovrstnih naložbah (Koletnik, 2010, str. 81).

Premija za kapitalsko tveganje (RP_m) predstavlja kompenzacijo za tveganje, ki ga investitor prevzame, ko namesto v netvegano sredstvo svoje premoženje vloži v tvegane vrednostne papirje. V okviru CAPM modela je potrebno zaradi konsistentnosti premijo za kapitalsko tveganje izraziti z obzirom na izbrano stopnjo donosa za netvegano naložbo, zato je izračunana kot razlika med donosom na diverzificiran portfelj delnic velikih podjetij (npr. Standard & Poor 500, indeks newyorške borze vrednostnih papirjev) kot približkom za donosnost tržnega portfelja in donosom na dolgoročno državno obveznico (Hitchner, 2003, str. 140).

Obstajata dva načina za ocenjevanje premije za kapitalsko tveganje – ocenjevanje na podlagi zgodovinskih premij za kapitalsko tveganje in ocenjevanje na podlagi podatkov o pričakovanih vrednostih. Ker gre pri DCF metodologiji za ocenitev prihodnjih donosov, je slednja zaradi narave napovedovanja najbrž bolj ustrezna, pa vendar se ob dostopnosti zanesljivih in dolgih časovnih serij podatkov o donosnosti lastniškega kapitala pogosteje uporablja metodo zgodovinskih premij za kapitalsko tveganje (Stowe et al., 2007, str. 50)⁴.

⁴ Ker pri nas taka časovna serija ne obstaja in nimamo velikega, diverzificiranega delniškega trga, ocenjevalci navadno upoštevajo, kar premijo ugotovljeno za ameriški trg.

Po metodi zgodovinskih premij je premija za kapitalsko tveganje izračunana kot geometrijsko ali aritmetično povprečje zgodovinskih premij za kapitalsko tveganje v nekem časovnem obdobju, pri čemer je posamezna zgodovinska premija ugotovljena kot presežek dejanskega donosa na delnice nad dejanskim donosom na državno obveznico za tisto leto (Damodaran, 2002, str. 160). Rezultat izračuna premije za kapitalsko tveganje bo odvisen od izbire časovnega obdobja, izbire netveganega vrednostnega papirja oziroma njegove ročnosti in izbire med aritmetično in geometrijsko metodo izračuna povprečja, sicer pa naj bi premija znašala med tremi in šestimi odstotki (Brigham & Daves, 2003, str. 305).

Ta metoda ima zaradi baziranja izračuna na zgodovinskih podatkih številne slabosti (npr. vprašljivost relevantnosti preteklih podatkov za napoved prihodnjih premij), ki se jim lahko izognemo z ocenjevanjem premije na podlagi podatkov o pričakovanih vrednostih. Premijo za kapitalsko tveganje lahko torej ocenimo tudi z enačbo (6), ki se uvršča v alternativen, na pričakovanih vrednostih temelječ način ocenjevanja premij (Armitage, 2005, str. 97; Brigham & Daves, 2003, str. 303):

$$RP_m = \frac{Div_{M_1}}{M_0} + g_{div} - R_f \quad (6)$$

kjer so:

- Div_{M_1} = agregat napovedanih dividend, ki bodo izplačane čez eno leto,
- M_0 = trenutna vrednost trga,
- $\frac{Div_{M_1}}{M_0}$ = pričakovana dividendna donosnost,
- g_{div} = dolgoročna stopnja rasti dividend.

Enačba premijo za kapitalsko tveganje ocenjuje kot razliko med pričakovano donosnostjo delniškega trga in donosnostjo netvegane naložbe oziroma donosnostjo dolgoročne državne obveznice. Pri tem je pričakovana donosnost delniškega trga opredeljena kot vsota pričakovane dividendne donosnosti in dolgoročne stopnje rasti dividend.

Beta koeficient (β_i) predstavlja faktor občutljivosti za posebno oz. sistematično tveganje. Gre za relativno mero, ki tveganje posameznega vrednostnega papirja oziroma podjetja meri glede na tveganje tržnega portfelja in je izražena z enačbo (7) (Damodaran, 2002, str. 71):

$$\beta_i = \frac{Cov_{im}}{Var_m} \quad (7)$$

kjer so:

- β_i = beta koeficient za podjetje ali vrednostni papir i ,
- Cov_{im} = kovarianca med donosi vrednostnega papirja i in tržnega portfelja,
- Var_m = varianca donosov tržnega portfelja.

CAPM model tveganje vrednostnega papirja opredeljuje kot tveganje, ki ga ta vrednostni papir prispeva k tveganju tržnega portfelja, zato je beta koeficient definiran z razmerjem med kovarianco donosov posameznega vrednostnega papirja in donosov tržnega portfelja ter varianco donosov tržnega portfelja, kjer slednja meri tveganost tržnega portfelja pred vključitvijo vrednostnega papirja i v portfelj. Pri tem tržni portfelj v CAPM kontekstu predstavlja teoretični koncept, ki vključuje vse vrste sredstev, ki so na voljo na svetovnem finančnem trgu, pri čemer je vsako sredstvo v portfelj udeleženo sorazmerno glede na svojo prisotnost na trgu. V praksi približek tržnega portfelja ponavadi predstavlja velik delniški trg, ki je zajet v Standard & Poor 500, newyorški borzi vrednostnih papirjev ipd. Ker je tržni portfelj popolnoma diverzificiran, je izpostavljen samo sistematičnemu tveganju, zato trgu kot celoti po definiciji pripišemo beta koeficient v višini 1⁵ (Hitchner, 2003, str. 153,179).

Posamezni vrednostni papirji so lahko tveganju izpostavljeni v drugačnem obsegu kot tržni portfelj, zato se njihovi donosi ne gibajo nujno z donosi tržnega portfelja. Z beta koeficienti je torej opisana volatilitnost presežnega donosa posameznih vrednostnih papirjev glede na presežne donose trga kot celote, s tem pa je izmerjeno sistematično tveganje posameznega vrednostnega papirja. Vrednostni papirji z betami višjimi od 1 veljajo za bolj tvegane, kar pomeni da so njihovi presežni donosi bolj volatilni od tržnih, medtem ko vrednostni papirji z betami nižjimi od 1 predstavljajo konservativne naložbe, ki so makroekonomskim tveganjem izpostavljene v manjši meri kot tržni portfelj (njihovo sistematično tveganje je nižje od sistematičnega tveganja tržnega portfelja) (Fabozzi et al., 2012, str. 301; Koletnik, 2010, str. 83; Pratt et al., 2000, str. 164-165).

Beta koeficient je možno oceniti za vsako podjetje, ne glede na to ali gre za lastniško zaprto podjetje ali za podjetje v borzni kotaciji, vendar ni vsak način ocenjevanja ustrezen za vsako podjetje. V praksi poznamo tri pristope k ocenjevanju beta koeficientov.

Prvi pristop bazira na CAPM metodi in zahteva uporabo zgodovinskih podatkov o tržnih cenah vrednostnih papirjev. Beta za posamezen vrednostni papir se oceni s pomočjo enostavne regresije, kjer se presežno donosnost posameznega vrednostnega papirja nad netvegano obrestno mero regresira na presežno donosnost tržnega portfelja nad netvegano obrestno mero, kot to prikazuje enačba (8), tj. enačba tržnega modela (Fabozzi et al., 2012, str. 302):

$$R_i - R_f = \alpha + \beta_i * RP_m + \varepsilon_i \quad (8)$$

kjer so:

- $R_i - R_f =$ presežna donosnost vrednostnega papirja i nad netvegano obrestno mero,
- $RP_m = R_m - R_f =$ presežna donosnost tržnega portfelja nad netvegano obrestno mero,
- $\alpha =$ regresijska konstanta; pod predpostavkami CAPM modela mora biti enaka 0,
- $\varepsilon_i =$ slučajna napaka; zajema nesistematično tveganje vrednostnega papirja i .

⁵ To sledi iz enačbe (7): če velja $i = m$, potem $Cov_{mm} = Var_m$ in $\beta_m = 1$.

Za potrebe regresije mora ocenjevalec opredeliti dolžino časovne serije zgodovinskih podatkov vključenih v regresijo (ponavadi se odloči vključiti podatke o donosnosti za zadnjih pet let), interval donosov (letni, mesečni, tedenski ali dnevni) in tržni indeks, ki bo uporabljen kot približek tržnega portfelja (ocenjevalec najpogosteje izbere tisti tržni indeks, v katerega je vključeno podjetje, katerega beto ocenjuje). Koeficient beta, ki ga ocenimo s pomočjo regresije, se imenuje **zgodovinska tržna beta** (Brigham & Daves, 2003, str. 96; Damodaran, 2002, str. 187).

Zgodovinske tržne bete izražajo preteklo tveganje delnic, zato niso nujno dobri prediktorji bodočega tveganja. Mnogo ocenjevalcev jih zato prilagodi na način, da upoštevajo empirične dokaze o gibanju beta koeficientov v času. To pomeni, da beta koeficiente prilagodijo proti 1, saj naj bi bete v času konvergirale k povprečni beti, tj. beti tržnega portfelja (Damodaran, 2002, str. 186). Ocenjevanje zgodovinskih tržnih bet za posamezna podjetja in dejavnosti oziroma panoge je pogosto domena svetovalnih in poslovno-informacijskih družb, ki svoje ocene objavljajo v publikacijah kot je npr. Ibbotson SBBI. Vendar pa ta način ocenjevanja ni primeren za ocenjevanje koeficientov bet lastniško zaprtih podjetij, temveč le za javna podjetja, katerih vrednostni papirji kotirajo na borzi in imajo ceno (Damodaran, 2002, str. 191).

Drugi pristop k ocenjevanju beta koeficienta je izredno podoben prvemu, le da omogoča ocenjevanje koeficientov bet lastniško zaprtih podjetij, saj namesto presežne donosnosti v račun vzame računovodske dobičke. Z enačbo (9) je predstavljena regresijska enačba, katere rezultat je ocena **računovodske bete** (Damodaran, 2002, str. 664):

$$Earnings_i = \alpha + \beta_i * Earnings_m + \varepsilon_i \quad (9)$$

kjer so:

- $Earnings_i$ = računovodski dobiček podjetja i ,
- $Earnings_m$ = računovodski dobiček tržnega portfelja.

Tretji pristop ocenjevanja beta koeficienta zahteva vpogled v temelje poslovanja. Predstavlja nadgradnjo prvega pristopa, saj beta koeficiente prilagodi za pomembne spremenljivke tveganja – to so panoga podjetja, stopnja poslovnega vzvoda podjetja in stopnja finančnega vzvoda podjetja. Osnova tega pristopa je **temeljna beta**, ki je podana z enačbo (10) (Damodaran, 2002, str. 194):

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{\left[1 + (1-t) * \frac{D}{E}\right]} \quad (10)$$

kjer so:

- β_u = beta koeficient brez zadolženosti (angl. *unlevered beta*) oziroma temeljna beta,
- β_l = beta koeficient z zadolženostjo (angl. *levered beta*),
- t = davčna stopnja za obračun davka od dohodkov pravnih oseb,
- $\frac{D}{E}$ = razmerje med tržno vrednostjo lastniškega (E) in dolžniškega (D) kapitala.

Beta koeficient brez zadolženosti je beta podjetja brez dolga v strukturi kapitala in meri koliko sistematičnega tveganja nosi lastniški kapital podjetja v primerjavi s trgom. Determiniran je s panogo ali panogami v katere se uvršča ocenjevano podjetje in s poslovnim vzvodom podjetja. Beta koeficient z zadolženostjo je beta podjetja s finančnim vzvodom in ravno količina finančnega vzvoda (D/E) bistveno odloča o višini tega koeficienta (Damodaran, 2002, str. 195).

Dekompozicija beta koeficienta glede na poslovno in finančno tveganje omogoča izračun beta koeficientov ne le javnih, temveč tudi lastniško zaprtih podjetij, saj ne zahteva podatkov o preteklih cenah podjetja. Ocenjevanje beta koeficienta za posamezno lastniško zaprto podjetje je v tem primeru zasnovano na podatkih o primerljivih podjetjih in sestoji iz treh korakov.

V prvem koraku mora ocenjevalec identificirati panogo (ali panoge) v kateri ocenjevano podjetje deluje in znotraj panoge poiskati podjetja, ki kotirajo na borzi, ter izračunati njihove zgodovinske tržne bete (alternativno lahko te bete pridobi tudi iz prej omenjenih virov). Iz zgodovinskih tržnih bet nadalje izračuna povprečen beta koeficient primerljivih podjetij oziroma panoge, tj. panožno beto. Tudi panožne bete so danes za različne trge dostopne v javno objavljenih bazah podatkov (npr. Damodaranova baza) (Damodaran, 2002, str. 196).

Tako izračunana ali pridobljena panožna beta nastopa v obliki beta koeficienta z zadolženostjo ($\beta_{l,panoga}$), kar pomeni da vsebuje vpliv sestave virov financiranja. Da bi jo tega vpliva očistil, jo mora ocenjevalec v drugem koraku popraviti za povprečno panožno kapitalno strukturo ($(D/E)_{panoga}$) in davčno stopnjo. Postopek rezultira v panožnem beta koeficientu brez zadolženosti, kakor je to prikazano z enačbo (11) (Koletnik, 2010, str. 85):

$$\beta_{u,panoga} = \frac{\beta_{l,panoga}}{\left[1 + (1-t) * \left(\frac{D}{E} \right)_{panoga} \right]} \quad (11)$$

Zadnji korak zahteva preračunavanje zgoraj definirane panožne beta koeficienta brez zadolženosti v beta koeficient z zadolženostjo za ocenjevano podjetje po enačbi (12) (Koletnik, 2010, str. 85):

$$\beta_{l,podjetje} = \beta_{u,panoga} * \left[1 + (1-t) * \left(\frac{D}{E} \right)_{podjetje} \right] \quad (12)$$

Kot je razvidno iz enačbe (12), izračun beta koeficienta z zadolženostjo za ocenjevano podjetje zahteva podatek o razmerju med tržno vrednostjo lastniškega in dolžniškega kapitala za napovedano obdobje. Ker v primeru lastniško zaprtega podjetja ta podatek ni na voljo, si sme ocenjevalec pomagati s knjigovodsko vrednostjo razmerja med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Damodaran (2002, str. 666) namesto tega predlaga 2 alternativni. Rešitev vidi v redefiniranju D/E razmerja lastniško zaprtega podjetja, in sicer na način, da se razmerje med tržno vrednostjo lastniškega in dolžniškega kapitala ocenjevanega podjetja zamenja s panožnim D/E razmerjem ali pa z optimalnim D/E razmerjem, ki ga je opredelilo vodstvo ocenjevanega podjetja.

Premija za majhnost (RP_s) se uporablja pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala majhnih, lastniško zaprtih podjetjih. Potreba po dodatni premiji izhaja iz dejstva, da se z zmanjševanjem velikosti podjetja povečuje njegova tveganost. Manjše podjetje mora tako investitorju v zameno za sredstva ponuditi dodatno premijo, ki predstavlja kompenzacijo za tveganje povezano z majhnostjo podjetja (Feldman, 2005, str. 79).

Podatke o premiji za majhnost večina ocenjevalcev črpa iz ene izmed dveh neodvisnih študij. Prvo predstavlja Ibbotsonova (Morningstar) študija, ki je vsako leto posodobljena in izdana v okviru publikacije Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, drugo pa študija avtorjev Roger Grabowskega in David Kinga, ki jo objavlja Duff & Phelps. Obe študiji preučujeta učinek velikosti podjetja na njegovo donosnost, pri čemer v raziskavo zajemata podjetja, katerih delnice kotirajo na newyorški borzi vrednostnih papirjev, ameriški borzi vrednostnih papirjev in nacionalnem trgu prek okenc. Podjetja po velikosti razdeljujeta v skupine oziroma portfelje, in sicer Ibbotson po kriteriju tržne vrednosti lastniškega kapitala podjetja razdeli na 10 decilov, medtem ko jih Duff & Phelps študija razvršča na 25 decilov, pri tem pa uporablja 8 različnih meril velikosti podjetja⁶ (Pratt S. P., 2009, str. 323-325).

Študiji premijo za majhnost bazirata na CAPM modelu in jo izračunavata kot razliko med zgodovinskim (opazovanim) presežnim donosom posameznega portfelja in presežnim donosom, ki ga je za ta portfelj predvidel CAPM (Duff & Phelps, 2013, str. 44):

$$RP_s = RP_p - (\beta_p * RP_m) \quad (13)$$

kjer so:

- RP_p = dejanski presežni donos posameznega portfelja (tj. donos nad netvegano obrestno mero, ki ga je v preučevanem preteklem obdobju zaslužil posamezen portfelj),
- β_p = koeficient beta ocenjen za posamezen portfelj (ocenjen glede na Standard & Poor 500 indeks ob uporabi letnih donosov v preučevanem preteklem obdobju),
- RP_m = realizirana oziroma zgodovinska tržna premija za kapitalsko tveganje.

⁶ Več o merilih velikosti podjetja v Duff and Phelps, Risk premium report, 2013.

Iz enačbe (13) je razvidno, da je premija za majhnost posameznega portfelja prilagojena za beta koeficient. To pomeni, da enačba iz dejanskega presežnega donosa posameznega portfelja odstrani tisti del presežne donosnosti, ki ga je mogoče pripisati faktorju občutljivosti za sistematično tveganje in s tem ugotavlja prispevek velikosti podjetja k presežnemu donosu, tj. premijo za majhnost.

Premija za specifično tveganje (RP_u) je v standardni finančni teoriji potrebna, ker stroški lastniškega kapitala ne odražajo tveganja specifičnega za podjetje (tj. nesistematično tveganje). CAPM namreč predpostavlja, da je specifično tveganje možno odpraviti s pomočjo diverzifikacije, kar pomeni, da finančni trgi investitorja ne bodo nagradili za tveganje, ki ga ne rabi prevzeti. Pri ocenjevanju stroškov kapitala zasebnega podjetja se na splošno predpostavlja, da lastniki z diverzifikacijo ne morejo odpraviti specifičnega tveganja podjetja, in zato vsakdo, ki želi investirati v podjetje, zahteva premijo, ki odraža to dejstvo. Premijo za specifično tveganje ocenjevalec določi subjektivno. Pri tem upošteva tako tveganja povezana z industrijo, v kateri podjetje deluje, kot tudi tveganja, povezana z notranjim delovanjem podjetja (upravljanje, finančni vzvod, stabilnost in transparentnost poslovanja, odvisnost od posebnih dobaviteljev in kupcev, odvisnost od ključnih oseb, intenzivnost konkurence itd.) (Feldman, 2005, str. 80-81; Pratt et al., 2000, str. 162,181).

3.1.3.2 Stroški dolžniškega kapitala pred davkom

Za potrebe izračuna WACC diskontne stopnje je, poleg opredelitve stroška lastniškega kapitala, nujna tudi definicija stroška dolžniškega kapitala, pri čemer strošek dolžniškega kapitala predstavlja obrestno mero, po kateri si podjetje lahko izposodi denar.

Metode ocenjevanja stroška dolžniškega kapitala so odvisne od karakteristik dolžniškega kapitala ocenjevanega podjetja. Kadar vrednotimo podjetje, s katerega dolgoročni obveznicami se pogosto trguje, zadostuje izračun donosa do zapadlosti (Damodaran, 2002, str. 208). V primeru, ko se z obveznicami podjetja ne trguje dovolj pogosto, lahko strošek dolžniškega kapitala opišemo z netvegano obrestno mero in tveganjem nezmožnosti izpolnjevanja finančnih obveznosti. Izračunamo ga kot (Kaplan Financial Limited, b.l.; WACC, 2015):

$$R_d = (R_f + \text{kreditni razmik}) \quad (14)$$

Enačba (14) prikazuje strošek dolga pred davkom (R_d) oziroma zahtevano donosnost s strani posojilodajalcev, ki je izračunana kot vsota netvegane obrestne mere in kreditnega razmika. Pri tem netvegano obrestno mero predstavlja obrestna mera na netvegano državno obveznico, katere ročnost ustreza ročnosti dolga ocenjevanega podjetja. Tej se prišteje še kreditni razmik, ki deluje kot premija za tveganje nezmožnosti izpolnjevanja finančnih obveznosti podjetja.

Kreditni razmik je enostavno ugotovljen za podjetja z bonitetnimi ocenami, saj je vsaki bonitetni oceni mogoče pripisati kreditni razmik, ki je ocenjen na podlagi trgovanih obveznic

tega bonitetnega razreda. Podatke o kreditnih razmikih navadno izračunavajo bonitetne agencije, kot sta S&P in Moody's (Damodaran, 2002, str. 208). Za podjetje brez bonitetne ocene lahko strošek dolžniškega kapitala računamo po podobni metodi, le da namesto kreditnega izračunavamo sintetični kreditni razmik podjetja. To pomeni, da glede na izbrani finančni kriterij, podjetju sami pripišemo bonitetno oceno. Damodaran (2002, str. 49,209) v ta namen uporablja koeficient obrestne pokritosti, ki ga izračunava kot količnik med EBIT in stroški obresti. Na svoji strani objavlja tudi tabelo (pripravljeno na podlagi podatkov o vseh ameriških podjetjih z bonitetnimi ocenami), ki povezuje koeficiente obrestne pokritosti z bonitetnimi ocenami in pripadajočimi kreditnimi razmiki, kar mogoča ocenitev stroška dolžniškega kapitala. Kadar obravnavamo podjetje iz razvijajočega se trga, je potrebno oceno stroška dolžniškega kapitala podjetja dodatno prilagoditi, in sicer na način, da netvegani obrestni meri in sintetičnemu kreditnemu razmiku podjetja iz razvijajočega se trga prištejemo še kreditni razmik države, v kateri podjetje deluje (Damodaran, 2002, str. 211).

Ocenjevanje stroškov dolga za zasebna podjetja ne poteka na enak način, ker večina podjetij nima niti bonitetne ocene niti izdanih obveznic. Damodaran (2002, str. 699) zato izpostavlja tri alternativne metode ocenjevanja stroškov dolžniškega kapitala zasebnih podjetij:

- če si je podjetje denar izposodilo pred kratkim, sme ocenjevalec za strošek dolžniškega kapitala vzeti kar obrestno mero, po kateri je podjetje dobilo posojilo.
- v primeru vrednotenja podjetja za namen prve javne ponudbe ocenjevalec upošteva povprečni strošek dolžniškega kapitala dejavnosti, v kateri podjetje deluje.
- uporabna je tudi že prej opisana metoda sintetičnega kreditnega razmika, pri kateri pa je v primeru zasebnih podjetij potrebno pripoznati dejstvo, da so zasebna podjetja navadno manjša in bolj tvegana kot javna. To upoštevamo tako, da pri izračunu povezav med koeficienti obrestne pokritosti in bonitetnimi ocenami v vzorec zajamemo le manjša javna podjetja.

3.1.3.3 Tehtana mera povprečnih stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala

WACC je tehtano povprečje stroškov vseh komponent kapitalske strukture podjetja in predstavlja stopnjo donosnosti, ki se jo pričakuje od investicije v določeno dejavnost. Odraža splošno tveganje, tveganje posamične dejavnosti in tveganje podjetja oziroma njegovega dela. Izračuna se ga po enačbi (15) (Palepu, Healy, & Bernard, 2004, str. 8-2):

$$WACC = \left[R_e * \frac{E}{E+D} \right] + \left[R_d * (1-t) * \frac{D}{E+D} \right] \quad (15)$$

kjer so:

- R_e = strošek lastniškega kapitala (pri delniškem kapitalu je ta strošek lahko različen za lastnike navadnih in prednostnih delnic),
- R_d = strošek dolžniškega kapitala pred davkom,
- t = mejna davčna stopnja za obdavčitev poslovnega izida iz poslovanja,

- $\frac{E}{E+D}$ = delež lastniškega kapitala v kapitalski strukturi,
- $\frac{D}{E+D}$ = delež dolžniškega kapitala v kapitalski strukturi,
- E = tržna vrednost lastniškega kapitala,
- D = tržna vrednost dolžniškega kapitala.

Z zgornjo enačbo je WACC definiran kot tehtano povprečje stroškov dveh komponent kapitalne strukture podjetja (dolžniški in lastniški kapital), pri čemer je strošku posamezne komponente pripisana utež določena v razmerju s tržno vrednostjo te komponente.

Pred opredelitvijo uteži je potrebno izpostaviti še razliko med zahtevano donosnostjo posojilodajalcev in lastnikov obveznic podjetja, tj. stroškom dolga pred davkom, ter stroškom dolga za podjetje, tj. stroškom dolga po davku. V kontekstu lastniškega kapitala je zahtevana donosnost sicer enaka strošku lastniškega kapitala za podjetje, vendar pa v primeru dolžniškega kapitala tako sklepanje ni mogoče. Razlog se skriva v dejstvu, da so obresti, ki jih podjetje plačuje na dolžniški kapital, predmet davčnega odbitka. Da bi v WACC enačbo lahko vključili stroške dolžniškega kapitala, moramo torej zahtevano donosnost na dolžniški kapital pomnožiti z $(1 - t)$ (Hitchner, 2003, str. 158).

Ključno vprašanje pri izračunu WACC diskontne stopnje se navezuje na opredelitev uteži, ki v enačbi nastopajo v obliki razmerij tržnih vrednosti lastniškega in dolžniškega kapitala. Ocenjevanje uteži je v primeru javnih družb enostavno, saj je tržne vrednosti kapitala moč oceniti na osnovi tržnih cen javno trgovanih delnic in obveznic. Zaradi odsotnosti podatkov o tržnih cenah se uteži zasebnih podjetij pridobi na drugačen način. Pri tem je pomembno, da je ocenjevalec v procesu vrednotenja konsistenten, kar pomeni, da morajo biti uteži v WACC enačbi skladne z utežmi uporabljenimi v enačbi (12) za izračun beta koeficienta z zadolženostjo za ocenjevano podjetje (Damodaran, 2002, str. 670-671).

Opredelitev uteži bo pri zasebnih podjetjih zavisela zlasti od ocenjevanega deleža. Ob vrednotenju manjšinskega oziroma neobvladujočega deleža bo pri izračunu uteži uporabljena **dejanska kapitalna struktura** podjetja, s čimer bo upoštevano dejstvo, da manjšinski lastnik ne poseduje zadosti moči, da bi lahko spremenil kapitalno strukturo podjetja (Pratt, et al., 2000, str. 185). Uteži bodo izračunane na osnovi tržnih vrednosti lastniškega in dolžniškega kapitala podjetja. Tržno vrednost dolžniškega kapitala lahko ocenimo z diskontiranjem bodočih izplačil po trenutnih tržnih obrestnih merah veljavnih za ocenjevano podjetje, lahko pa jo, če se obrestne mere od izdaje dolga niso znatno spremenile, zamenjamo za knjigovodsko vrednost dolžniškega kapitala na dan ocenitve (Palepu et al., 2004, str. 8-2).

Določitev tržne vrednosti lastniškega kapitala je bolj zapletena, saj za izračun uteži v WACC enačbi potrebujemo tržno vrednost lastniškega kapitala, ki je v bistvu cilj vrednotenja podjetja. Do WACC diskontne stopnje lahko v tem primeru pridemo s pomočjo iteracije. Postopek iteracije začnemo z neko začetno oceno kapitalne strukture (uporabimo lahko na primer knjigovodske vrednosti lastniškega in dolžniškega kapitala ali pa panožno kapitalno

strukturo) in uteži ter na podlagi le-teh izračunamo začetni WACC. Nadalje z začetnim WACC-om skozi proces diskontiranja ocenimo tržno vrednost celotnega kapitala, odštejemo vrednost dolga in dobimo začetno oceno tržne vrednosti lastniškega kapitala. Na osnovi te začetne ocene lahko ocenimo novo kapitalsko strukturo in ponovimo celoten postopek. To počnemo dokler se ocena tržne vrednosti lastniškega kapitala, ki vstopa v izračun WACC diskontne stopnje, ne približa končni oceni tržne vrednosti lastniškega kapitala, ki jo pridobimo v DCF postopku vrednotenja lastniškega kapitala podjetja (Hitchner, 2003, str. 157; Palepu et al., 2004, str. 8-2, 8-3).

V primeru vrednotenja kontrolnega deleža podjetja sme ocenjevalec tržne uteži zasebnega podjetja nadomestiti s panožnimi ali s optimalnimi utežmi, ki jih določi vodstvo ocenjevanega podjetja, kar pomeni, da pri vrednotenju upošteva **hipotetično kapitalsko strukturo**. Uporabo hipotetične kapitalske strukture lahko utemeljimo z dejstvom, da ima večinski lastnik moč in željo optimizirati kapitalsko strukturo podjetja, kjer optimalno strukturo zastavi vodstvo podjetja ali pa je kot približek optimalne strukture uporabljena panožna kapitalska struktura (Pratt et al., 2000, str. 186)

3.1.4 Ocena preostale vrednosti

Končno komponento vrednosti po DCF metodologiji predstavlja preostala vrednost. Gre za vrednost pričakovanih denarnih tokov podjetja po osnovnem preučevanem obdobju, torej po obdobju nadrobno načrtovanih poslovnih in denarnih izidov podjetja. Z izračunavanjem preostale vrednosti se ocenjevalec izogne oblikovanju projekcij za daljše časovno obdobje, vendar pa je izračun pogojen z veljavnostjo predpostavke kontinuiranega poslovanja podjetja. Poleg tega je potrebno še oblikovanje predpostavke o poslovanju podjetja po osnovnem preučevanem obdobju, pri čemer ocenjevalec najpogosteje predvidi konstantno stopnjo rasti – v tem primeru govorimo o oceni preostale vrednosti po Gordonovem modelu konstantne rasti (Copeland et al., 1995, str. 285).

Gordonov model konstantne rasti za izračun preostale vrednosti je opisan z enačbo (16) (Brigham & Daves, 2003, str. 168):

$$TV = \frac{E_n * (1+g)}{(k-g)} \quad (16)$$

kjer so:

- E_n = pričakovana količina ekonomske koristi konec osnovnega preučevanega obdobja,
- g = predvidena konstantna stopnja rasti ekonomskih koristi podjetja, kjer se upošteva pričakovano rast inflacije in dolgoročno rast denarne uspešnosti.

Gre torej za prihodnjo vrednost podjetja, ki jo z enačbo (1) nadalje diskontiramo na sedanjo vrednost. Ker preostala vrednost po DCF metodologiji navadno predstavlja velik delež celotne vrednosti, je vrednost podjetja izjemno občutljiva na spremembe v integralnih delih

izračuna preostale vrednosti. Viebig et al. (2008, str. 46) zato ocenjevalca napotujejo k upoštevanju nekaterih vodil pri določitvi stopnje rasti, ekonomske koristi in diskontne stopnje v preostalem obdobju:

- g : Predvidena stopnja rasti ekonomskih koristi podjetja v preostalem obdobju ne bi smela presežati stopnje gospodarske rasti. Prav tako naj ne bi bila zastavljena previsoko, saj visoka stopnja rasti odraža visoko donosnost na investirani kapital, kar je za zrela podjetja v ravnotežnem stanju atipično.
- E_n : ocenjevalec naj bi v izogib pre- ali pod-cenjevanja podjetja v izračunu preostale vrednosti upošteval normalizirano ekonomsko korist (opredeljeno bodisi kot FCFF bodisi kot FCFE). Ekonomske koristi podjetja so namreč pogosto ciklične narave, zato je potrebno upoštevati pričakovan donos skozi celotni cikel in z normalizacijo odpraviti ciklično komponento.
- k : diskontna stopnja mora odražati tveganje podjetja. Ker tveganje podjetja v obdobju hitre rasti navadno ni enako tveganju v preostalem obdobju, je v izračunu vrednosti podjetja pogosto smiselna uvedba različnih diskontnih stopenj.

3.1.5 Izračun in interpretacija rezultatov

Namen vrednotenja podjetja se pogosto nanaša na ugotavljanje vrednosti lastniškega kapitala podjetja. Kot že omenjeno v poglavju 1.1.2, je ta vrednost v okviru DCF metodologije lahko izračunana na dva načina – posrednega in neposrednega. Po neposrednem načinu izračuna je vrednost lastniškega kapitala ugotovljena s pomočjo diskontiranja napovedanih FCFE in preostale vrednosti, pri čemer strošek lastniškega kapitala služi kot diskontna stopnja. Ker je tak način izračuna v mnogih situacijah neprimeren ali izredno zapleten, v nadaljevanju predstavljamo pogosteje uporabljeno posredno metodo vrednotenja lastniškega kapitala podjetja.

O posredni metodi govorimo kadar je vrednost lastniškega kapitala ugotovljena na podlagi izračuna vrednosti celotnega kapitala podjetja. Izračun slednje zahteva pripoznavanje FCFF kot ekonomske koristi, ki je diskontirana z WACC diskontno stopnjo v skladu z enačbo (1). Tako izračunana sedanja vrednost predstavlja vrednost poslovnih sredstev podjetja, zato šele adicija poslovno nepotrebnih sredstev na vrednost poslovnih sredstev rezultira v vrednosti celotnega kapitala podjetja (Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 42). Za ovrednotenje lastniškega kapitala podjetja je nadalje potrebno vrednosti celotnega kapitala prišteti še dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe ter odšteti finančne obveznosti, kot to prikazuje enačba (17) (Stowe et al., 2007, str. 110,151):

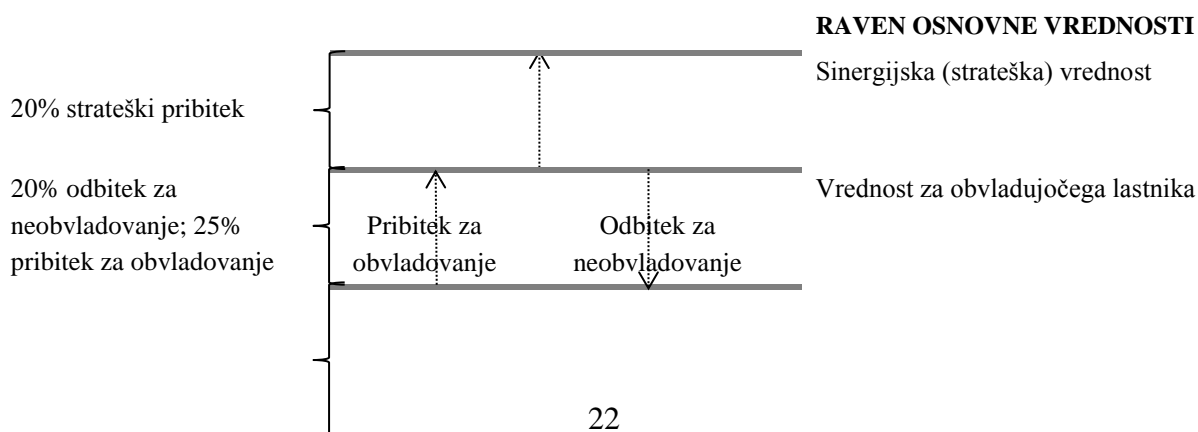
$$\begin{array}{r}
\text{vrednost poslovnih sredstev} \\
+\text{vrednost poslovno nepotrebni sredstev} \\
\hline
=\text{osnovna vrednost celotnega kapitala} \\
+\text{dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe} \\
-\text{finančne obveznosti} \\
\hline
=\text{osnovna vrednost lastniškega kapitala}
\end{array}
\tag{17}$$

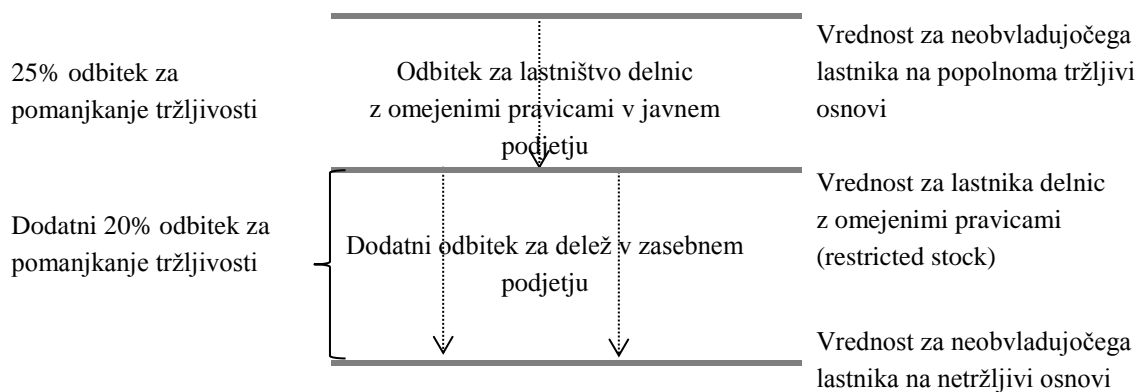
Vrednost lastniškega kapitala pridobljena z enačbo (17) še ne predstavlja nujno končne tržne vrednosti. V mnogih primerih je namreč osnovno vrednost potrebno prilagoditi za nekatere značilnosti ocenjevanega deleža, kar je mogoče z upoštevanjem enega ali več pribitkov (premij) in odbitkov (diskontov). Tu govorimo o pribitkih in odbitkih vezanih na značilnosti lastništva, najpogosteje o odbitku za neobvladovanje, pribitku za prevladujoči vpliv v upravljanju podjetja oziroma pribitku za obvladovanje in odbitku za pomanjkanje tržljivosti (Koletnik, 2010, str. 375-376; Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 43).

Pribitki in odbitki vezani na značilnosti lastništva se oblikujejo glede na upravljalški položaj in vpliv posameznih lastnikov v podjetju. Za potrebe vrednotenja manjšinjskih deležev ocenjevalec aplicira odbitek za neobvladovanje, medtem ko pri vrednotenju večinskega deleža upošteva pribitek za prevladujoči vpliv v upravljanju podjetja. Prilagoditev za manjšinski oziroma večinski delež izvira iz dejstva, da je manjšinski lastnik navadno le pasiven vlagatelj, ki ne sodeluje pri upravljanju podjetja, medtem ko posedovanje večinskega lastniškega deleža lastniku omogoča nadzor nad poslovanjem in s tem večje ekonomske koristi, za kar je pripravljen plačati premijo (Hitchner, 2003, str. 272). Odbitek za pomanjkanje tržljivosti ocenjevalec upošteva v primeru slabše tržnosti in likvidnosti, ko torej primanjkuje možnih kupcev in lastniškega deleža ni možno takoj prodati z minimalnimi transakcijskimi in drugimi stroški (Koletnik, 2010, str. 376).

Vse vrste pribitkov in odbitkov se aplicirajo na raven osnovne vrednosti, ki jo ocenjevalec dobi z izbrano metodologijo vrednotenja. Pratt (2009, str. 5) predstavlja shemo z referenčnimi velikostmi pribitkov in odbitkov ter petimi ravnemi osnovne vrednosti, ki so prikazane s Sliko 1:

Slika 1: Raven osnovne vrednosti





Vir: S. P. Pratt, *Business Valuation: Discounts and Premiums*, 2009, str. 5.

V shemi so predstavljeni pribitki in odbitki, ki jih ocenjevalec aplicira na dobljeno raven osnovne vrednosti, da bi ugotovil vrednost ocenjevanega deleža. Če je na primer izbrana metoda vrednotenja rezultirala v vrednosti za neobvladujočega lastnika na popolnoma tržljivi osnovi kot ravni osnovne vrednosti, cilj ocenjevanja pa je ugotavljanje vrednosti za obvladujočega lastnika, je potrebno upoštevanje pribitka za obvladovanje.

Z uporabo DCF metodologije lahko ocenjevalec kot osnovo vrednosti proizvede tako vrednost za obvladujočega lastnika kot tudi vrednost za neobvladujočega lastnika na popolnoma tržljivi osnovi. V obeh primerih gre za vrednost na popolnoma tržljivi osnovi, saj je diskontna stopnja izračunana na podlagi javnih tržnih podatkov. Vrsta osnovne vrednosti je potemtakem odvisna le od definicije pričakovanih ekonomskih koristi. Če so pričakovane ekonomske koristi oblikovane tako, da odražajo spremembe, ki jih lahko povzroči samo večinski lastnik, DCF metoda rezultira v vrednosti za obvladujočega lastnika. Če pa pričakovane ekonomske koristi ne odražajo nobenih sprememb, temveč so oblikovane pod predpostavko nadaljevanja trenutne politike poslovanja podjetja, ocenjevalec z DCF metodologijo doseže vrednost za neobvladujočega lastnika (Pratt et al., 2000, str. 194; Pratt, 2009, str. 8).

4 NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV

Način tržnih primerjav temelji na predpostavki, da je podjetje mogoče ovrednotiti na podlagi tržnih informacij o primerljivih podjetjih. Namreč, podjetje sposobno doseganja enakih rezultatov kot primerljiva podjetja, naj bi dosegalo tudi enako vrednost (Koletnik, 2010, str. 368). Pri tem so primerljiva podjetja opredeljena kot tista podjetja, za katera obstaja razumna podlaga za primerjavo z ocenjevanim podjetjem. MSOV (Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, 2013, str. 40) pri izbiri primerljivih podjetij veleva upoštevanje naslednjih kriterijev:

- primerljiva podjetja delujejo v isti panogi kot ocenjevano podjetje, ali pa vsaj v panogi, ki se odziva na enake ekonomske spremenljivke,

- primerljiva podjetja so glede kakovostnih in količinskih značilnosti primerljiva ocenjevanemu podjetju,
- obstoj zadostne količine podatkov o primerljivih podjetjih,
- cena primerljivega podjetja izhaja iz posla med nepovezanima strankama.

Vrednost podjetja je v okviru načina tržnih primerjav lahko ocenjena na podlagi dveh metod - metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzi in metode primerljivih kupoprodaj (nepovezanih) podjetij. Prva je zlasti primerna za vrednotenje javnih podjetij, medtem ko druga navadno služi ocenjevanju vrednosti lastniško zaprtih podjetij. Obe metodi v prvem koraku zahtevata izbor primerljivih podjetij ter analizo podobnosti in razlik med ocenjevanim in primerljivimi podjetji. V naslednjem koraku ocenjevalec izračuna izbrane množitelje oziroma kazalnike ocenjevanja vrednosti, kjer je množitelj opredeljen kot vrednost kapitala, deljena s spremenljivko, kot je na primer EBIT, EBITDA, knjigovodska vrednost kapitala, vrednost prodaje in čisti dobiček. Vrednost kapitala podjetja je nato ocenjena z enačbo (18) (Hitchner, 2003, str. 188; Koletnik, 2010, str. 370-373):

$$Vrednost\ podjetja = \left(\frac{Vrednost\ kapitala}{Spremenljivka} \right)_{prim} * Spremenljivka_{ocen} \quad (18)$$

kjer sta:

- $\left(\frac{Vrednost\ kapitala}{Spremenljivka} \right)_{prim}$ = izbrani množitelj izračunan s pomočjo podatkov o primerljivem podjetju,
- $Spremenljivka_{ocen}$ = vrednost spremenljivke v ocenjevanem podjetju.

5 PREDSTAVITEV IN ANALIZA STORITVENEGA PODJETJA

Prvi korak pri ocenjevanju vrednosti družbe je analiza makroekonomskega okolja, razmer v dejavnosti in analiza preteklega poslovanja podjetja. Analize predstavljajo osnovo za načrtovanje prihodnjega poslovanja podjetja. Naloga finančnega analitika je, da se pri analizi osredotoči na najpomembnejše elemente, ki imajo največji vpliv na ocenjeno vrednost.

5.1 Dejavniki, ki vplivajo na ocenjevanje vrednosti

5.1.1 Makroekonomske razmere v letu 2014

Na poslovanje podjetja pomembno vplivata ekonomska ureditev (kot institucionalni okvir) in ekonomska politika. Oblikovanje obeh je odvisno tako od političnih razmer kot od gospodarskih gibanj v preteklem, tekočem in prihodnjem obdobju. V ta okvir sem postavil tudi poslovanje ocenjevanega podjetja, za katerega ekonomsko okolje predstavlja pomemben zunanji dejavnik poslovanja.

5.1.1.1 Gospodarska gibanja v Evropi in v svetu

Svetovna gospodarska rast je leta 2014 znašala 3,3% in tako glede na leto 2013 ostala nespremenjena. Med državami, ki so beležile najvišjo rast sta zopet izstopali Kitajska s 7,4% rastjo, sicer najnižjo v zadnjih 24 letih, in Indija. ZDA so v primerjavi z predhodnih letom beležile rahel dvig gospodarske rasti in sicer je v letu 2014 dosegla 2,4% zvišanje BDP. V evrskem območju se je gospodarska kriza zavlekla tudi v leto 2014, zato je bilo kljub rekordno nizkim obrestnim meram na mednarodnih trgih okrevanje počasno, z gospodarsko rastjo v višini 0,9% (Banka Slovenije, 2015, str. 9; SID banka, 2015, str. 37).

Na globalni ravni je bilo moč opaziti znižanje inflacije, kar velja pripisati predvsem močnemu znižanju dolarških cen nafte (cene so upadle za 45% na približno 53 ameriških dolarjev za sod) in drugih surovin. Poglobljeni deflacijski pritiski na dinamiko cen so v ZDA povzročili padec povprečne letne inflacije na 0,8%, na Kitajskem na 2,0% in v Indiji na 7,2%, medtem ko se je v evrskem območju povprečna letna inflacija spustila iz 1,1% v letu 2013 na 0,4% v 2014, kjer je deflacijskim pritiskom botrovalo tudi šibko domače povpraševanje (Banka Slovenije, 2015, str. 9; Prva group, 2015, str. 11).

Zaradi znižanja inflacije in nizke pričakovane gospodarske rasti so pomembnejše centralne banke v letu 2014 ohranile spodbujevalno denarno politiko. ECB je dvakrat znižala ključno obrestno mero (junija na 0,15 % in septembra na 0,05 %) in izvedla več nestandardnih ukrepov, Fed pa je ključno obrestno mero držala v intervalu med 0,0% in 0,25% (Banka Slovenije, 2015, str. 11).

Zaradi neenakomernega gospodarskega okrevanja in različne dinamike inflacije med državami je prišlo do razlik pri naravnosti denarne politike – medtem ko so se v evrskem območju spodbude v obliki nestandardnih ukrepov stopnjevale, je Fed take ukrepe postopno ukinjal. To je privedlo do močne deprecijacije evra, ki je v razmerju do dolarja ob koncu leta dosegel razmerje 1,23 USD/EUR (Banka Slovenije, 2015, str. 12).

Predvsem v evrskem območju so v letu 2014 na trgu dela vztrajale zaostrene razmere, kjer so beležili visoko stopnjo brezposelnosti. Visoka stopnja brezposelnosti, ki je sicer upadla iz 11,8% v januarju na 11,3% v decembru, je tako tudi v letu 2014 hromila rast zasebne potrošnje. Nasprotno si je trg dela v ZDA opomogel, stopnja brezposelnosti se je znižala na 5,6% (najnižja v zadnjih 6 letih), rast zasebne potrošnje pa se je povečevala (Banka Slovenije, 2015, str. 9).

V evrskem območju so se razmere na finančnih trgih v letu 2014 izboljšale, primanjkljaj javnih financ se je znižal pod mejo 3% BDP v povprečju, bruto zadolženost držav pa je presegala 94% BDP (SID banka, 2015, str. 37).

5.1.1.2 Gospodarska gibanja v Sloveniji

V letu 2014 se je BDP v Sloveniji po dveh letih padanja zvišal za 2,6%, kar predstavlja najvišjo rast po začetku krize. Za razliko od evrskega območja je bila gospodarska rast v Sloveniji bistveno ugodnejša od pričakovanj, kar je mogoče pripisati izboljšanim razmeram na finančnih trgih, povečanju konkurenčnosti, sanaciji domačega bančnega sistema in okrepljeni investicijski aktivnosti države. H gospodarskemu okrevanju sta v največji meri prispevala izvoz (skupni realni izvoz blaga in storitev se je povečal za 6,3%) in porast investicij za 4,8%, zlasti v javno infrastrukturo. Z okrepljeno naložbeno dejavnostjo se je povečala tudi domača potrošnja (Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, 2015, str. 13).

Povprečna letna inflacija se je znižala iz 2% v letu 2013 na 0,4% v 2014 ter tako ujela evropsko povprečje, pri čemer so k znižanju prispevale vse podskupine - k nizki inflaciji so prispevale predvsem nižje cene nafte oziroma energentov, hrane in trajnih dobrin (Banka Slovenije, 2015, str. 13).

Brezposelnost je v letu 2014 upadla, pa vendar še vedno predstavlja enega ključnih makroekonomskih problemov. Stopnja anketne brezposelnosti je padla pod evropsko povprečje in je tako znašala 9,6%, medtem ko je znižanje beležila tudi stopnja registrirane brezposelnosti, ki je znašala 13%. Prvič po začetku krize se je povečala zaposlenost (za 0,6%), gibanje plač pa je sledilo gospodarski rasti, pri čemer je rast plač doživel predvsem zasebni sektor, javni pa le v manjši meri (Banka Slovenije, 2015, str. 13). Povprečna bruto plača na zaposlenega v Sloveniji je znašala 1.538EUR ter se je v primerjavi z letom 2013 povečala nominalno za 1,1%, realno pa za 0,9% (Revoz d.d., 2015, str. 27).

Primanjkljaj države se je znižal iz 14,9% v 2013 na 4,9% v letu 2014. Znižanje javnofinančnega primanjkljaja je izviralo iz krepitve gospodarske aktivnosti, enkratnih dogodkov na strani prihodkov in predvsem iz zmanjšanja ukrepov za stabilizacijo bančnega sistema. Slednji so v letu 2013 predstavljali 10,1% BDP, leto kasneje pa samo še 0,9 % BDP. Strukturni primanjkljaj se je v primerjavi z letom 2013 povišal za 0,6 odstotne točke BDP na 2,5 % BDP. Kljub izboljšanju na področju javnofinančnega primanjkljaja je državni dolg konec leta 2014 dosegel že 80,9% BDP, kar pomeni precejšnje zvišanje glede na leto 2013, ko je dolg predstavljal 70,3% BDP (Banka Slovenije, 2015, str. 16-17).

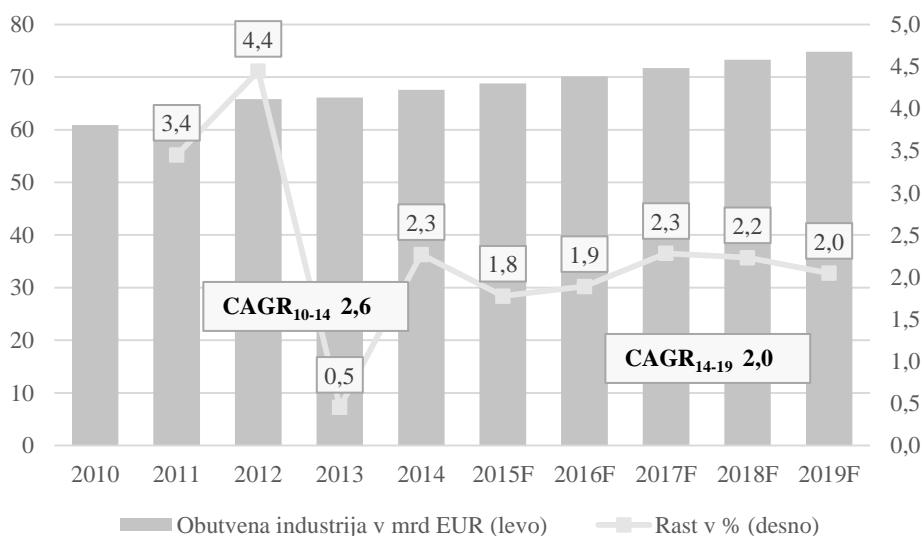
5.1.2 Analiza razmer v dejavnosti

Namen analize panoge je ustvariti si jasen pregled in sliko o tem, kakšno je trenutno stanje v dejavnosti v kateri podjetje deluje, predvsem pa analizirati trende o nadaljnjem razvoju panoge. Ti elementi so ključni za ustrezno presojo in pripravo projekcij prihodnjega poslovanja podjetja, rasti, ki jo družba lahko dosega, in pritiskov na marže iz poslovanja.

Raziskovalna družba Marketline ocenjuje, da je v letu 2014 obutvena industrija⁷ v Evropi ustvarila 67,6 mrd EUR prihodkov, kar je za 2,3% več kot leta 2013. V analiziranem obdobju 2010-2014 je povprečna letna stopnja rasti obutvene industrije v Evropi znašala 2,6%. Za primerjavo, v enakem obdobju sta nemški in angleški obutveni industriji rasli s povprečno letno stopnjo rasti v višini 1,2% oziroma 6,7%, da bi v letu 2014 dosegli vrednost 11,2 mrd EUR oziroma 14,9 mrd EUR. Marketline za obdobje 2014-2019 pričakuje, da bo povprečna letna stopnja rasti enaka 2,1%, da bi vrednost obutvene industrije v letu 2019 znašala 74,8 mrd EUR. V primeru, da se v prihodnje povprečna letna stopnja rasti ne bi spremenila in bi znašala 2,1% bi se celokupni prihodki obutvene industrije podvojili vsakih 33 let (MarketLine, 2015, str. 7). Celokupni prihodki obutvene industrije v Evropi med leti 2010 in 2014 ter napovedani celokupni prihodki med leti 2015 in 2019 so prikazani v Sliki 2.

⁷ Marketline definira velikost obutvene industrije kot vsoto prodaje vseh moških, ženskih in otroških obutvenih proizvodov.

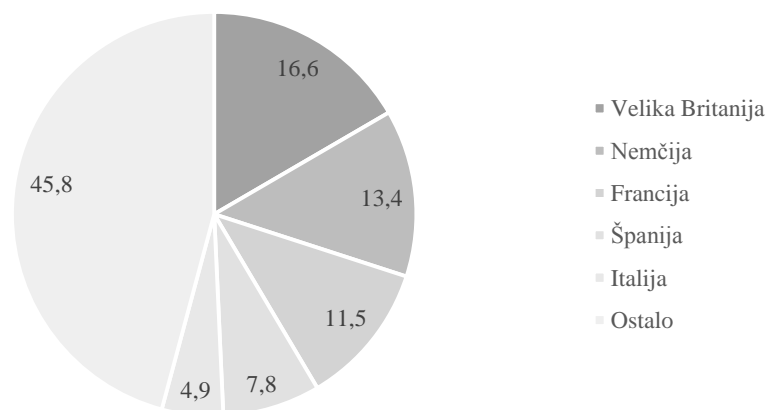
Slika 2: Celokupni prihodki obutvene industrije v Evropi med leti 2010 in 2019 (v %)



Vir: MarketLine, Footwear in Europe, 2015, str. 8, 11.

S Sliko 3 je prikazana geografska segmentacija obutvene industrije v Evropi, ki pokaže, da glavnina celokupnih prihodkov odpade na Veliko Britanijo, in sicer 16,6% oziroma 11,2 mrd EUR. Na drugem mestu je Nemčija z 9,0 mrd EUR oziroma 13,4% celotnih prihodkov obutvene industrije. Podrobnejša geografska segmentacija je podana spodaj (MarketLine, 2015, str. 9).

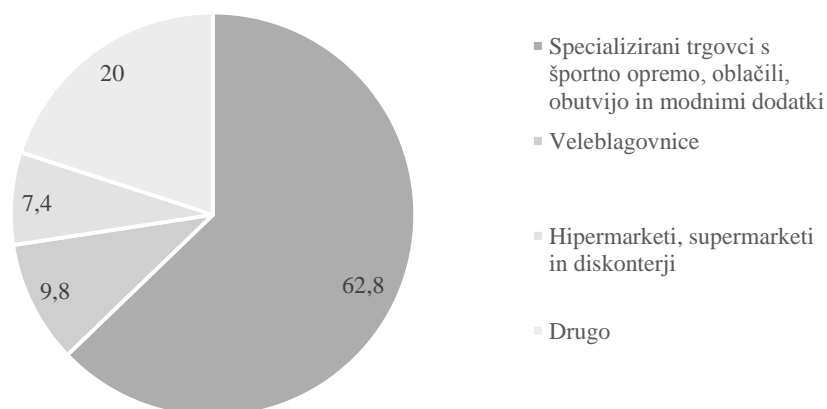
Slika 3: Geografska segmentacija obutvene industrije v Evropi v letu 2014



Vir: MarketLine, Footwear in Europe, 2015, str. 9.

Trgovine z oblačili, obutvijo in podobno so v letu 2014 predstavljali najpomembnejši distribucijski kanal v prodaji obutvenih proizvodov, saj so predstavljali 62,8% prodaje. Na drugem mestu so veleblagovnice, ki so prispevale 6,6 mrd EUR oziroma 9,8% celotnih prihodkov obutvene industrije (MarketLine, 2015, str. 10). Podrobnejša segmentacija distribucijskih kanalov je podana s Sliko 4.

Slika 4: Distribucijski kanali obutvene industrije v Evropi v letu 2014



Vir: MarketLine, Footwear in Europe, 2015, str. 10.

5.2 Opis podjetja

Družba PAMI d.o.o. Nova Gorica (v nadaljevanju PAMI d.o.o.) je bila ustanovljena leta 2006, ko je bila družbi EUROSHOE D.O.O. Nova Gorica, ustanovljeni leta 1991, pripojena družba PAMI D.O.O. Nova Gorica (PAMI d.o.o. Nova Gorica, 2014, str. 12). Osnovni podatki družbe so predstavljeni v Tabeli 1.

Tabela 1: Osnovni podatki družbe PAMI Proizvodno in trgovsko podjetje, d.o.o.

Osebna izkaznica		
Firma	PAMI Proizvodno in trgovsko podjetje, d.o.o. Nova Gorica	
Skrajšana firma	PAMI d.o.o. Nova Gorica	
Sedež	Vipavska cesta 50, 5000 Nova Gorica	
Dejavnosti	G47.720 - Trgovina na drobno v specializiranih prodajalnah z obutvijo in usnjenimi izdelki	
Matična številka	5531314000	
Davčna številka	26598388	
Osnovni kapital	8.763 EUR	
Telefon	05 3306000	
Faks	05 3306018	
Internet	http://www.pami.si	
Elektronska pošta	info@pami.si	
Velikost družbe (31.12.2014)		
- Čisti prihodki od prodaje	12.191.458 EUR	
- Vrednost aktive	11.748.901 EUR	
- Število zaposlenih	215	
Organi upravljanja		
Zastopniki	Janez Pavzin, prokurist Doris Komel, direktor	

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 2,6,7,12.

PAMI d.o.o. se uvršča v dejavnost G47.720 - Trgovina na drobno v specializiranih prodajalnah z obutvijo in usnjenimi izdelki - in se ukvarja z oblikovanjem, proizvodnjo in prodajo obutve in usnjene galanterije, pri čemer trgovina z obutvijo in usnjenimi izdelki predstavlja osnovno dejavnost (PAMI d.o.o. Nova Gorica, 2015, str. 12).

Prvotno podjetje je obutev prodajalo na debelo, tako da je za tuje naročnike poiskalo proizvajalca, ki je iz dobavljenih repromaterialov izdelal obutev, dokončano obutev pa je PAMI dobavil naročniku. Leta 1998 se je družba odločila za vzpostavitev lastne maloprodajne mreže ter začela odpirati lastna maloprodajna mesta po Sloveniji. Trgovina na drobno tako danes predstavlja levji delež prihodka družbe, medtem ko je trgovina na debelo postranskega pomena (O podjetju, 2016).

Maloprodajna mesta podjetja PAMI d.o.o. ponujajo žensko, moško in otroško obutev, po vrsti obutve pa se delijo na tri tipe. Trgovine z imenom LA SCARPA in PAMI so namenjene prodaji obutve širokemu krogu kupcev, trgovine PAPRIKA mladim in trgovine ARS zahtevnejšim kupcem, ki povprašujejo po obutvi višjega cenovnega in kakovostnega razreda. Trgovine ponujajo obutev naslednjih blagovnih znamk: Ara, Bama, Boulevard, Caprice, Doris, Dr. Feet, Fashion TV, JessiGirl, Joy, Jungla, Kebo, Mascha, Me Collection, PAMIKids, Panama Jack, Perletti, Planika, NewTop, NewTrend, Relax, Samoa, Sarah Zanka Fashion, Soffice Sogno, STONE in Studio London (O podjetju, 2016; Blagovne znamke, 2016).

PAMI d.o.o. predstavlja majhno, lastniško zaprto podjetje, katerega registrirani osnovni kapital je na dan 31.12.2014 znašal 8.763 EUR. Osnovni kapital in pripadajoči lastniki so prikazani v Tabeli 2 (PAMI d.o.o. Nova Gorica, 2015, str. 12):

Tabela 2: Lastništvo na dan 31.12.2014

Lastništvo na dan 31.12.2014		
Lastnik	Osnovni vložek (EUR)	Delež v %
PAMI d.o.o.	1.940	22,14
Janez Pavzin	4.031	46,00
Doris Komel	2.015	23,00
Matej Pavzin	776	8,86
SKUPAJ	8.763	100,00

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 12.

Število zaposlenih, prikazano v Tabeli 3, je v obdobju od leta 2010 do leta 2014 naraščalo. Povprečno število zaposlenih v letu 2014 je znašalo 226 ljudi, kar glede na leto 2010 predstavlja 6,6% dvig števila zaposlenih. Na zadnji dan leta 2014 je bilo v podjetju zaposlenih 215 ljudi.

Tabela 3: Število zaposlenih

Število zaposlenih					
Datum/obdobje	2010	2011	2012	2013	2014
Stanje konec leta	219	222	229	226	215
Povprečno število	212	208	213	218	226

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 19-20; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 19; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 19; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 19; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 19.

Od 215 ljudi, ki so bili na zadnji dan leta 2014 zaposleni v podjetju PAMI d.o.o., jih je največ imelo četrto (43,3% zaposlenih) ali peto stopnjo izobrazbe (47% zaposlenih). Šesto in sedmo stopnjo izobrazbe je imelo po 3,7% zaposlenih, medtem ko so najnižji delež (2,3%) v strukturi zaposlenih predstavljali delavci s tretjo stopnjo izobrazbe. Število zaposlenih po izobrazbenih skupinah je za leto 2014 in štiri predhodna leta prikazano v Tabeli 4.

Tabela 4: Število zaposlenih po izobrazbenih skupinah

Število zaposlenih po izobrazbenih skupinah					
Skupina	2010	2011	2012	2013	2014
III. Stopnja izobrazbe	6	7	8	6	5
IV. Stopnja izobrazbe	104	103	105	106	93
V. stopnja izobrazbe	99	99	103	101	101
VI. Stopnja izobrazbe	5	6	6	7	8
VII. Stopnja izobrazbe	5	7	7	6	8
Skupaj	219	222	229	226	215

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 19-20; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 19; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 19; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 19; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 19.

5.3 Finančna analiza

Namen finančne analize je ustvariti si sliko o trenutnem premoženjskem in profitnem stanju družbe na datum ocenjevanja vrednosti, poleg tega pa tudi pridobiti informacije in podatke, ki mi lahko služijo kot podlaga za pripravo in presojo projekcij poslovanja podjetja v prihodnje. Zato se pri analizi osredotočam na vsebinsko in vrednostno največje postavke, na drugi strani pa običajno na tiste postavke, ki jih tudi planiram pri projekcijah prostega denarnega toka.

5.3.1 Analiza računovodskih izkazov za obdobje 2010-2014

Obdobje analize računovodskih izkazov vključuje leta med 31.12.2010 in 31.12.2014. Izhajal sem iz revidiranih računovodskih izkazov za celotno obdobje. Podatki iz računovodskih izkazov so v valuti EUR. Podatki so v tekočih cenah. Za vsa obravnavana leta je revizor izdal

mnenje s pridržkom, saj bi družba s preveritvijo morebitne slabitve dobrega imena utegnila ugotoviti pomemben znesek slabitve dobrega imena.

5.3.1.1 Analiza izkaza poslovnega izida

Izkaze poslovnega izida podjetja PAMI d.o.o. sem v opazovanem obdobju za namene analize prilagodil za učinke enkratnih in neobičajnih poslovnih dogodkov tako, da ne vplivajo na rezultat iz poslovanja in da predstavim finančne rezultate, ki so primerljivi med posameznimi leti. Prikazana analiza normalizirane donosnosti je ilustrativne narave. Pri tem bi rad opozoril, da gre pri opravljanju opisane analize za subjektivno odločanje. Izkazi poslovnega izida podjetja PAMI d.o.o. za leta 2010-2014 so prikazani v Tabeli 5.

Tabela 5: Izkazi poslovnega izida za leta 2010-2014

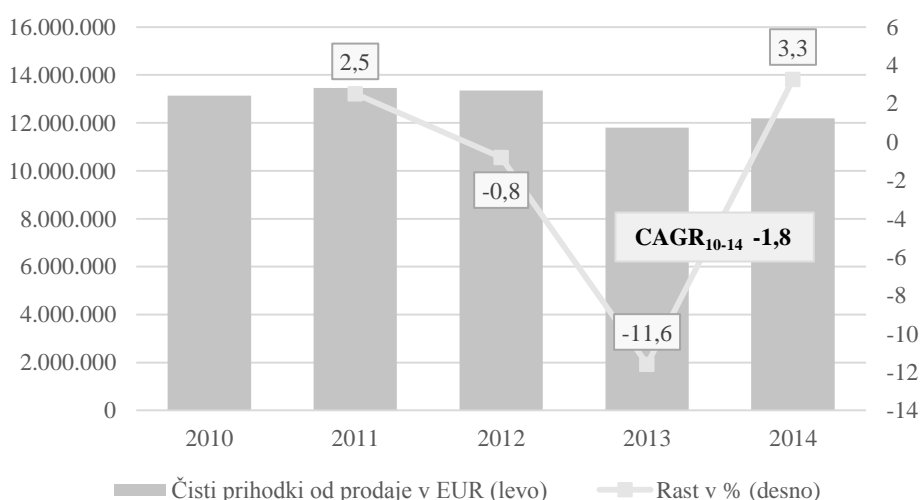
Izkaz poslovnega izida (EUR)					
Za obdobje/poslovno leto	2010	2011	2012	2013	2014
Čisti prihodki od prodaje	13.131.109	13.462.070	13.353.597	11.805.542	12.191.458
Drugi poslovni prihodki	806.396	4.384	0	322.307	128.498
Poslovni prihodki	13.937.505	13.466.454	13.353.597	12.127.849	12.319.956
Nabavna vrednost blaga	5.586.086	5.829.919	6.059.448	5.368.399	5.278.534
Stroški materiala	287.141	342.087	402.456	387.471	336.749
Stroški storitev	3.241.705	3.260.882	3.111.073	2.798.430	2.958.243
Stroški dela	3.055.423	3.070.674	3.208.272	3.280.208	3.329.457
Amortizacija	263.738	220.577	189.038	179.686	175.242
Prev.posl.odh. (OOS, NDS)	2.801	379	7.921	5.956	308
Odpisi obratnih sredstev	105.436	82.620	65.219	33.328	174.350
Drugi poslovni odhodki	100.308	95.671	64.687	62.345	66.203
Izid iz poslovanja (EBIT)	1.294.867	563.645	245.483	12.026	870
EBIT marža v %	9,9	4,2	1,8	0,1	0,0
EBITDA	1.558.605	784.222	434.521	191.712	176.112
EBITDA marža v %	11,9	5,8	3,3	1,6	1,4
Finančni prihodki	67.228	87.701	70.142	95.629	91.616
Finančni odhodki	880.160	275.039	150.715	122.022	161.335
Drugi prihodki	15.087	2.427	21.544	2.770	5.981
Drugi odhodki	298	563	180	415	279
Celotni poslovni izid	496.724	378.171	186.274	-12.012	-63.147
Davek iz dobička	0	0	10.907	715	0
Odloženi davki	0	0	0	0	0
Čisti poslovni izid	496.724	378.171	175.367	-12.727	-63.147
profitna marža v %	3,8	2,8	1,3	-0,1	-0,5

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 5-6; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-5.

Čisti prihodki od prodaje družbe PAMI d.o.o. so v letu 2014 znašali 12.191.458 EUR, kar je za 3,3% več kot leta 2013. Med leti 2010 in 2014 je povprečna letna stopnja rasti (v nadaljevanju CAGR; angl. *compound annual growth rate*) znašala -1,8%, kar pomeni, da smo

v analiziranem obdobju bili priča padajočem trendu čistih prihodkov od prodaje. Za primerjavo, v kolikor bi družba v prihodnje rasla s povprečno letno stopnjo rasti v višini 2,0% bi se čisti prihodki od prodaje podvojili v 35 letih. Vsesplošna gospodarska kriza, ki se je začela v letu 2009, je glavni razlog za zniževanje čistih prihodkov od prodaje. V obravnavanem obdobju je prišlo do upada porabljenih denarnih sredstev za obutvene proizvode, saj so gospodinjstva spremenila svoje potrošne navade v skladu s padajočim razpoložljivim dohodkom. Čisti prihodki od prodaje med leti 2010 in 2014 so prikazani s Sliko 5.

Slika 5: Čisti prihodki od prodaje med leti 2010 in 2014



Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 5-6; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-5.

Drugi poslovni prihodki se v največji meri nanašajo na prevrednotovalne poslovne prihodke. Prihodke sem v okviru normalizacije izkaza poslovnega izida izločil, saj želim pridobiti mere dobičkonosnosti, ki odražajo redno poslovanje.

Nabavna vrednost blaga: V primeru družbe PAMI d.o.o. je bolj kot rast prihodkov pomembna realizirana bruto marža (v nadaljevanju RVC), ki predstavlja razliko med prihodki iz naslova prodaje blaga in nabavne vrednosti blaga. Slednja je v letu 2014 znašala 6.912.924 EUR oziroma 56,7% čistih prihodkov od prodaje. V analiziranem obdobju 2010-2014 je povprečna RVC marža znašala 56,0%. Gibanje realizirane bruto marže med leti 2010 in 2014 je prikazano v Tabeli 6.

Tabela 6: Gibanje realizirane bruto marže med leti 2010 in 2014

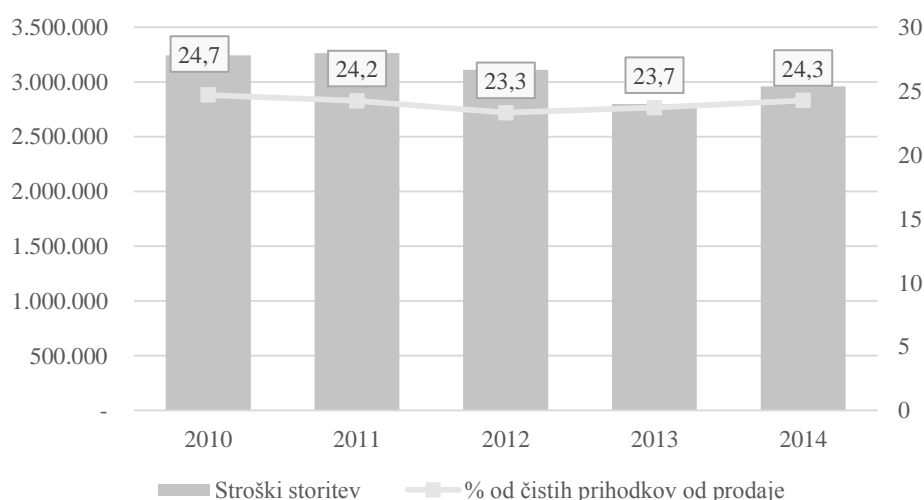
RVC marža					
EUR	2010	2011	2012	2013	2014
Nabavna vrednost prodanega blaga	5.586.086	5.829.919	6.059.448	5.368.399	5.278.534
Skupaj	5.586.086	5.829.919	6.059.448	5.368.399	5.278.534
% od čistih prihodkov od prodaje	42,5	43,3	45,4	45,5	43,3
RVC	7.545.023	7.632.151	7.294.149	6.437.143	6.912.924
RVC marža v %	57,5	56,7	54,6	54,5	56,7

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 5-6; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-5.

Stroški materiala, četrta najpomembnejša odhodkovna postavka, so v letu 2014 znašali 336.749 EUR oziroma 2,8% čistih prihodkov od prodaje. Med leti 2010 in 2014 so se stroški materiala gibali na povprečni ravni od 2,8% čistih prihodkov od prodaje.

Stroški storitev so po velikosti tretja največja odhodkovna postavka. V letu 2014 so znašali 2.958.243 EUR, kar je za 5,7% več kot leta 2013. V analiziranem obdobju 2010-2014 so stroški materiala kot odstotek čistih prihodkov od prodaje v povprečju znašali 24,0%, medtem ko so v letu 2014 znašali 24,3%. Gibanje stroškov storitev med leti 2010 in 2014 je prikazano s Sliko 6.

Slika 6: Gibanje stroškov storitev med leti 2010 in 2014



Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 5-6; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-5.

Stroški dela so se gibali med 22,8% in 27,8% čistih prihodkov od prodaje. Stroški dela so v večini pogojeni s številom zaposlenih v družbi. Skladno z gibanjem števila zaposlenih so se gibali tudi stroški dela. V letu 2014 je bilo v družbi PAMI d.o.o. povprečno zaposlenih 226

oseb, strošek dela na zaposlenega pa je znašal 14.765 EUR. V letu 2014 so v družbi povečali število zaposlenih za 8 ljudi. Gibanje stroškov dela med leti 2010 in 2014 je prikazano v Tabeli 7.

Tabela 7: Gibanje stroškov dela med leti 2010 in 2014

Stroški dela					
EUR	2010	2011	2012	2013	2014
Stroški plač	2.175.749	2.209.345	2.277.465	2.333.872	2.358.923
Stroški socialnih zavarovanj	350.625	356.322	367.179	376.581	380.839
Drugi stroški dela	529.049	505.007	563.628	569.755	589.695
Skupaj stroški dela	3.055.423	3.070.674	3.208.272	3.280.208	3.329.457
% od čistih prihodkov od prodaje	23,3	22,8	24,0	27,8	27,3
Stroški dela na zaposlenega					
Število zaposlenih (povp)	212	208	213	218	226
Stroški dela na zaposlenega (norm.)	14.441	14.748	15.035	15.072	14.765
Čisti prihodki od prodaje	13.131.109	13.462.070	13.353.597	11.805.542	12.191.458
Prihodki od prodaje na zaposlenega	62.062	64.656	62.581	54.246	54.064
Dodana vrednost na zaposlenega	22.319	18.913	17.415	16.134	16.320

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 5-6; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-5.

Odpisi vrednosti poleg amortizacije vključujejo prevrednotovalne poslovne odhodke opredmetenih osnovnih sredstev in neopredmetenih osnovnih sredstev ter odpise obratnih sredstev. Strošek amortizacije se je v opazovanem obdobju 2010-2014 gibal med 1,4% in 2,0% čistih prihodkov od prodaje in se v večini nanašal na amortizacijo opreme.

Analiza EBIT in EBITDA marže ter prilagoditve: Podrobnejši izračuni kazalcev finančnega zdravja podjetja so podani v prilogi 1. Na tem mestu sem analiziral marže donosnosti družbe ter jih prilagodil za postavke, ki so enkratne narave in so s poslovanjem družbe povezane samo posredno. Poudarjam, da je prilagoditev subjektivne narave.

V analiziranem obdobju sem EBIT in EBITDA marže prilagodil za druge poslovne prihodke in za prevrednotovalne poslovne odhodke opredmetenih osnovnih sredstev in neopredmetenih osnovnih sredstev. EBIT marža se je v opazovanem obdobju gibala med 9,9% v 2010 in 0,0% v 2014. V istem obdobju se je EBITDA marža gibala med 11,9% v letu 2010 in 1,4% v 2014. Prilagojena EBIT marža se je v letih 2010 in 2014 gibala med 4,8% v letu 2011 in -2,3% v 2013. Analiza EBIT in EBITDA marže je prikazana v Tabeli 8.

Tabela 8: Analiza EBIT in EBITDA marže

Analiza EBIT in EBITDA marže					
EUR	2010	2011	2012	2013	2014
Čisti prihodki od prodaje	13.131.109	13.462.070	13.353.597	11.805.542	12.191.458
EBIT	1.294.867	563.645	245.483	12.026	870
EBIT marža v %	9,9	4,2	1,8	0,1	0,0
EBITDA	1.558.605	784.222	434.521	191.712	176.112
EBITDA marža v %	11,9	5,8	3,3	1,6	1,4
Čisti poslovni izid	496.724	378.171	175.367	-12.727	-63.147
profitna marža v %	3,8	2,8	1,3	-0,1	-0,5
Prilagoditve EBIT in EBITDA marže					
Pozitiven efekt	108.237	82.999	73.140	39.284	174.658
Prev.posl.odh. (OOS, NDS)	2.801	379	7.921	5.956	308
Odpisi obratnih sredstev	105.436	82.620	65.219	33.328	174.350
Negativen efekt	-806.396	-4.384	0	-322.307	-128.498
Prevrednotovalni poslovni prihodki	-806.396	-4.384	0	-322.307	-128.498
Skupaj prilagoditve	-698.159	78.615	73.140	-283.023	46.160
Prilagojen EBIT	596.708	642.260	318.623	-270.997	47.030
Prilagojena EBIT marža v %	4,5	4,8	2,4	-2,3	0,4
Prilagojen EBITDA	860.446	862.837	507.661	-91.311	222.272
Prilagojena EBITDA marža v %	6,6	6,4	3,8	-0,8	1,8

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 5-6; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-5.

5.3.1.2 Analiza bilance stanja

Bilance stanja na zadnji dan v letu, za leta 2010 do 2014, so prikazane v Tabeli 9. Kot je razvidno iz tabele, celotna sredstva družbe na dan 31.12.2014 znašajo 11.748.901 EUR. Največji delež v sredstvih predstavljajo zaloge, in sicer 63,8% vseh sredstev družbe. V kolikor pogledam pasivno stran bilance stanja lahko opazim, da med obveznostmi do virov sredstev predstavljajo finančne obveznosti največjo postavko. Finančne obveznosti na 31.12.2014 predstavljajo 56,3% obveznosti do virov sredstev. Sledijo kratkoročne poslovne obveznosti, ki na zadnji dan leta 2014 znašajo 20,3% obveznosti do virov sredstev.

Tabela 9: Bilanca stanja 31.12.2010 – 31.12.2014

Bilanca stanja					
Konec leta/na dan	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
EUR	Revidirana	Revidirana	Revidirana	Revidirana	Revidirana
Dolgoročna sredstva	4.687.850	4.868.380	5.158.370	3.774.730	3.680.528
Neopredmetena dolg. sredstva	2.606.692	2.614.638	2.703.223	2.694.283	2.688.030
Opredmetena osnovna sredstva	812.167	621.737	659.685	642.096	554.147
Druge naprave in oprema	812.167	621.737	659.685	642.096	554.147
Dolgoročne finančne naložbe	438.351	438.351	438.351	438.351	438.351
Dolgoročne poslovne terjatve	830.640	1.193.654	1.357.111	0	0
Kratkoročna sredstva	5.078.583	7.041.770	7.006.664	7.233.155	8.068.373
Zaloge	4.310.161	6.670.080	6.081.564	5.505.342	7.496.391
Kratkoročne finančne naložbe	48.463	4.913	1.782	18.385	0
Kratkoročne poslovne terjatve	117.732	172.529	97.629	545.545	412.066
Denarna sredstva	602.227	194.248	825.689	1.163.883	159.916
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	385	358	0	0	0
Skupaj sredstva	9.766.818	11.910.508	12.165.034	11.007.885	11.748.901
Kapital	879.858	1.258.028	1.433.395	1.420.668	1.345.915
Vpoklicani kapital	8.763	8.763	8.763	8.763	8.763
Rezerve iz dobička	876	876	876	876	876
Presežek iz prevrednotenja	0	0	0	0	-11.606
Preneseni čisti poslovni izid	373.495	870.219	1.248.389	1.411.029	1.347.882
Čisti poslovni izid poslovnega leta	496.724	378.170	175.367	0	0
Rezervacije	122.716	140.572	158.252	179.895	209.955
Dolgoročne obveznosti	2.953.820	3.704.742	3.913.539	4.441.596	4.855.807
Dolgoročne finančne obveznosti	2.953.820	3.704.742	3.913.539	3.654.268	3.670.173
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	787.328	1.185.634
Kratkoročne obveznosti	5.810.424	6.807.166	6.659.848	4.965.726	5.337.224
Kratkoročne finančne obveznosti	3.138.402	3.466.228	2.869.102	2.861.423	2.950.280
Kratkoročne poslovne obveznosti	2.672.022	3.340.938	3.790.746	2.104.303	2.386.944
Skupaj obveznosti do virov sredstev	9.766.818	11.910.508	12.165.034	11.007.885	11.748.901

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Neopredmetena dolgoročna sredstva so največja postavka znotraj dolgoročnih sredstev družbe. Na zadnji dan leta 2014 so znašala 2.688.030 EUR oziroma 22,9% vseh sredstev družbe. Nanašala so se predvsem na računalniške programe in dobro ime. V letnem poročilu družbe PAMI d.o.o. iz leta 2014 je navedeno, da je bilo dobro ime družbe s cenitvijo ocenjeno na 5.918.983 EUR, kar v primeru poštene vrednosti v višini 3.368.671 EUR, pomeni, da je knjigovodska vrednost dobrega imena na zadnji dan leta 2014 enaka 2.550.312 EUR. V poročilu neodvisnega revizorja je jasno navedeno, da bi s preveritvijo morebitne slabitve dobrega imena utegnili družba ugotoviti pomemben znesek slabitve dobrega imena.

Opredmetena osnovna sredstva so druga najpomembnejša postavka dolgoročnih sredstev družbe, in sicer v strukturi sredstev na dan 31.12.2014 predstavljajo 4,7% in se nanašajo na

opremo. Investicije v osnovna sredstva (prikazane v Tabeli 10) so se v letu 2014 nanašala na nakup opreme za trgovine in pisarniško opremo.

Tabela 10: Investicije v osnovna sredstva med leti 2010 in 2014

Investicije v osnovna sredstva (CAPEX)					
EUR	2010	2011	2012	2013	2014
Investicije (CAPEX)	139.405	155.024	342.679	195.934	131.187
CAPEX kot % od prodaje	1,1	1,2	2,6	1,7	1,1
CAPEX kot % od amortizacije	52,9	70,3	181,3	109,0	74,9

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Dolgoročne finančne naložbe so na dan 31.12.2014 znašale 438.351 EUR in so se v celoti nanašale na dolgoročna posojila drugim. V letnem poročilu družbe je navedeno, da dolgoročne finančne naložbe niso izpostavljene večjim tveganjem.

Zaloge so najpomembnejša postavka med sredstvi, ki so na dan 31.12.2014 znašala 7.496.391 EUR, v strukturi sredstev pa predstavljajo 63,8%. Zaloge se v največji meri nanašajo na proizvode in trgovsko blago, ki so na dan 31.12.2014 predstavljale 98,3% vseh zalog družbe. V obravnaven obdobju so bile zaloge v povprečju vezane 369 dni. Struktura zalog na zadnji dan leta je opisana v Tabeli 11, medtem ko so zaloge kot odstotek čistih prihodkov od prodaje in dnevi vezave zalog predstavljene v Tabeli 12.

Tabela 11: Struktura zalog na zadnji dan leta

Zaloge					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Material	9.096	9.096	0	0	0
Proizvodi in trgovsko blago	4.183.475	6.550.637	5.972.836	5.360.290	7.368.957
Predujmi za zaloge	117.590	110.347	108.728	145.052	127.434
Skupaj	4.310.161	6.670.080	6.081.564	5.505.342	7.496.391

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Tabela 12: Zaloge kot odstotek čistih prihodkov od prodaje in dnevi vezave zalog

Dnevi vezave zalog					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Zaloge	4.310.161	6.670.080	6.081.564	5.505.342	7.496.391
% prihodkov od prodaje	32,8	49,5	45,5	46,6	61,5
Dnevi vezave zalog	-	325	360	367	423

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Kratkoročne poslovne terjatve so na dan 31.12.2014 predstavljale 412.066 EUR oziroma 3,5% vseh sredstev družbe. Večina kratkoročnih poslovnih terjatev se nanaša na kratkoročne poslovne terjatve do kupcev, in sicer 72,8%. Ostali del se nanaša na kratkoročne poslovne terjatve do drugih, predvsem do državnih institucij. Kratkoročne poslovne terjatve so bile v povprečju vezane 8 dni, kar pomeni, da so terjatve bile v povprečju plačane v 8 dneh. Struktura kratkoročnih poslovnih terjatev na zadnji dan leta je razvidna iz Tabele 13, kratkoročne poslovne terjatve kot odstotek čistih prihodkov od prodaje in dnevi vezave terjatev pa so prikazane v Tabeli 14.

Tabela 13: Struktura kratkoročnih poslovnih terjatev na zadnji dan leta

Kratkoročne poslovne terjatve					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	42.283	53.764	20.272	441.991	300.081
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	75.449	118.765	77.357	103.554	111.985
Skupaj	117.732	172.529	97.629	545.545	412.066

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Tabela 14: Kratkoročne poslovne terjatve kot odstotek čistih prihodkov od prodaje in dnevi vezave terjatev

Dnevi vezave poslovnih terjatev					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kratkoročne poslovne terjatve	117.732	172.529	97.629	545.545	412.066
v % prihodkov od prodaje	0,9	1,3	0,7	4,6	3,4
Dnevi vezave poslovnih terjatev	-	4	4	10	14

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Denarna sredstva so na dan 31.12.2014 znašala 159.916 EUR, kar predstavlja 1,4% vseh sredstev. Večino denarnih sredstev se nanaša na depozite na odpoklic.

Kapital družbe je na zadnji dan leta 2014 znašal 1.345.915 EUR in je predstavljal 11,5% vseh obveznosti.

Rezervacije na dan 31.12.2014 znašajo 209.955 EUR in se v celoti nanašajo na rezervacije za pokojnine in podobne obveznosti.

Finančne obveznosti družbe so na dan 31.12.2014 znašale 6.620.453 EUR, kar znaša 56,3% vseh obveznosti do virov sredstev. Podrobnejša struktura finančnih obveznosti je predstavljena v spodnjih tabelah.

Tabela 15: Dolgoročne finančne obveznosti na zadnji dan leta

Dolgoročne finančne obveznosti					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Obveznosti do bank	492.220	506.252	509.749	501.278	511.783
Obveznosti do drugih	2.461.600	3.198.490	3.403.790	3.152.990	3.158.390
Skupaj	2.953.820	3.704.742	3.913.539	3.654.268	3.670.173

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

V Tabeli 15 so prikazane dolgoročne finančne obveznosti na zadnji dan leta. Dolgoročne finančne obveznosti do bank v višini 511.783 EUR zapadejo v roku petih let in so v celoti zavarovane z menicami in zavarovalnimi policami za zaposlene. Dolgoročne finančne obveznosti do drugih se nanašajo do družbe PAMISO d.o.o. in sicer v višini 1.129.390 EUR. Preostanek drugih dolgoročnih finančnih obveznosti se nanaša na posojila članov uprave v skupni višini 2.029.000 EUR.

Kratkoročne finančne obveznosti, kot so prikazane v Tabeli 16, se v večini nanašajo na obveznosti do bank v višini 2.910.280 EUR. Preostanek se nanaša na posojilo družbe PAMI NEPREMIČNINE d.o.o.

Tabela 16: *Kratkoročne finančne obveznosti na zadnji dan leta*

Kratkoročne finančne obveznosti					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Obveznosti do bank	3.138.402	3.054.228	2.869.102	2.821.423	2.910.280
Obveznosti do drugih družb	0	412.000	0	40.000	40.000
Skupaj	3.138.402	3.466.228	2.869.102	2.861.423	2.950.280

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Tabela 17 prikazuje kazalnike zadolženosti. Družba PAMI je očitno močno zadolžena, saj je razmerje med finančnim dolgom in prilagojeno EBITDA znašalo 30, kar pomeni, da bi podjetje potrebovalo približno 30 let, da bi z svojim denarnim tokom poplačalo svoje finančne obveznosti (glavnico).

Tabela 17: *Kazalniki zadolženosti v družbi PAMI d.o.o.*

Zadolženost					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Finančni dolg/prilagojena EBITDA	7	8	13	-71	30
Neto fin.dolg/prilagojena EBITDA	-7	-8	-12	66	-28
D/E	7	6	5	5	5
EBIT/plačane obresti	13	7	3	0	0

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Kratkoročne poslovne obveznosti so predstavljene v Tabeli 18. Na 31.12.2014 so znašale 2.386.944 EUR. Od tega se večina kratkoročnih poslovnih obveznosti nanaša na obveznosti do dobaviteljev. V Tabeli 19 predstavljam še kratkoročne poslovne obveznosti in dneve vezave obveznosti. V obravnavanem obdobju so povprečni dnevi vezave poslovnih obveznosti znašali 112 dni, kar pomeni, da je družba povprečno v 112 dneh poravnala svoje obveznosti.

Tabela 18: *Kratkoročne poslovne obveznosti na zadnji dan leta*

Kratkoročne poslovne obveznosti					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kratkoročne obveznosti do dobaviteljev	2.201.020	2.875.847	3.210.595	1.515.438	1.819.619
Druge kratkoročne poslovne obveznosti	471.002	465.091	580.151	588.865	567.325
Skupaj	2.672.022	3.340.938	3.790.746	2.104.303	2.386.944

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Tabela 19: *Kratkoročne poslovne obveznosti in dnevi vezave obveznosti*

Dnevi vezave poslovnih obveznosti					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kratkoročne poslovne obveznosti	2.672.022	3.340.938	3.790.746	2.104.303	2.386.944
% prihodkov od prodaje	20,3	24,8	28,4	17,8	19,6
Dnevi vezave poslovnih obveznosti	-	110	130	119	89

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

Analiza obratnega kapitala (brez denarja): Obratni kapital kot kazalnik splošne likvidnosti za potrebe te diplomske naloge opredelim kot vsoto zalog, kratkoročnih poslovnih terjatev in aktivnih časovnih razmejitev, brez kratkoročnih poslovnih obveznosti in pasivnih časovnih razmejitev (Pearce, 1994, str. 466). Taka opredelitev pomeni, da je obratni kapital enak obratnim sredstvom, zmanjšanim za kratkoročne obveznosti, pri čemer ne upoštevam kratkoročnih finančnih naložb in kratkoročnih finančnih obveznosti. Tako izračunano vrednost obratnega kapitala primerjam z vrednostjo čistih prihodkov od prodaje s ciljem ugotovitve »normalnega« razmerja med obsegom poslovanja in za to potrebnimi sredstvi, ki jih podjetje mora nameniti za »financiranje« spremembe obsega poslovanja.

Analiza obratnega kapitala je prikazana v Tabeli 20. Obratni kapital je v opazovanem obdobju izkazoval naraščajoč trend (z izjemo leta 2012). Družba izkazuje višje kratkoročne poslovne terjatve kot ima na drugi strani obveznosti. Izražen v odstotkih čistih prihodkov od prodaje se je obratni kapital gibal med 13,4% v 2010 in 45,3% v 2014.

Tabela 20: Analiza obratnega kapitala

Analiza obratnega kapitala (brez upoštevanja denarja)					
EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Zaloge	4.310.161	6.670.080	6.081.564	5.505.342	7.496.391
Kratkoročne poslovne terjatve	117.732	172.529	97.629	545.545	412.066
Kratkoročne poslovne obveznosti	2.672.022	3.340.938	3.790.746	2.104.303	2.386.944
Obratni kapital	1.756.256	3.502.029	2.388.447	3.946.584	5.521.513
Obr.kap. (brez den.) kot % od prodaje	13,4	26,0	17,9	33,4	45,3
Čisti prihodki od prodaje	13.131.109	13.462.070	13.353.597	11.805.542	12.191.458

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 7-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 6-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 6-7.

6 VREDNOTENJE STORITVENEGA PODJETJA PO METODI DCF

Kot primarno metodo ocenjevanja družbe PAMI d.o.o. sem uporabil metodo sedanje vrednosti pričakovanega prostega denarnega toka, brez upoštevanja zadolženosti (postopek celotnega kapitala). Preučil sem možnost uporabe metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo kot kontrolne metode, vendar pa tekom analize nisem identificiral zadovoljivega nabora primerljivih borznih podjetij, tako da ocenjujem, da ta metoda ni dovolj zanesljiva, da bi jo lahko uporabil pri sklepanju o oceni tržne vrednosti lastniškega kapitala družbe. Naj omenim tudi, da metod v okviru na sredstvih zasnovanem načinu nisem uporabil, saj sem ocenjeval storitveno dejavnost ob predpostavki poslujočega podjetja, ki sredstva uporablja v rednem poslovanju. Na sredstvih zasnovan način pa bi zahteval predpostavko likvidacije.

Z uporabo izbrane metode ocenjevanja vrednosti dobim kot osnovo vrednost za večinskega lastnika ob predpostavki popolne likvidnosti. Ker za lastniške deleže v lastniško zaprtih podjetjih ni trga, kjer bi lahko takoj in brez dodatnih stroškov prodajali in kupovali lastniške deleže, se poveča tveganje pri unovčevanju takšnih deležev v primerjavi z delnicami, ki prosto kotirajo na organiziranih trgih kapitala. Kakšen diskont za pomanjkanje likvidnosti bom uporabil je predvsem odvisen od tega ali imam opraviti z obvladujočim ali manjšinskim deležem. Pri ocenjevanju vrednosti večinskega lastniškega deleža so običajno diskonti za pomanjkanje likvidnosti dokaj nizki, saj lahko večinski lastnik donos realizira bodisi preko prodaje deleža bodisi preko obvladovanja in izplačevanja prostega denarnega toka. Na likvidnost pa tako vplivajo predvsem razmere na trgu in število potencialnih investitorjev. V konkretnem primeru sem izračunal negativno vrednost lastniškega kapitala zato uporaba diskonta za pomanjkanje likvidnosti ni bila smiselna.

6.1 Ocena diskontne stopnje

Za potrebe izračuna zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala družbe PAMI d.o.o. sem najprej opredelil tako imenovano temeljno diskontno stopnjo za dejavnost, v kateri posluje

podjetje in nato opravil potrebne uskladitve. Podrobnejši prikaz posameznih postavk diskontne stopnje se nahaja v prilogi 2, na tem mestu pa bom le povzel ključne postavke in obrazložil predpostavke v ozadju teh postavk. Posamezni elementi diskontne stopnje so:

Netvegana stopnja donosa: Podlaga za določitev netvegane stopnje donosa je donos do dospelja izbrane dolgoročne državne obveznice na datum vrednotenja. Kot ustrezno sem izbral slovensko državno obveznico. Na dan vrednotenja (31.12.2014) je bila donosnost do dospelja dolgoročne 10-letne slovenske državne obveznice 2,10% (EuroMts Ltd., 2014).

Premija za kapitalsko tveganje je določena v višini 5,0% (Duff & Phelps, 2016).

Faktor beta: Pri tej oceni vrednosti sem se poslužil izračunanih panožnih faktorjev beta, ki jih objavlja Damodaran za dejavnost »Shoe«. Podatki o beti za posamezne industrije oziroma primerljiva podjetja se nanašajo na tako imenovano beto z upoštevanjem zadolženosti, to pomeni beto, ki upošteva tudi zadolženost posameznega podjetja. To beto sem najprej popravil z upoštevanjem enačbe (11), tako da sem dobil beto brez zadolženosti, le-to pa sem potem prilagodil za potrebe ocenjevanja posameznega podjetja z upoštevanjem značilnosti (zadolženost, davčna stopnja) vsakega posameznega podjetja. Tako izračunana beta je potem tista, ki jo sem jo upošteval pri izračunih zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala na podlagi CAPM modela. Za potrebe ocenjevanja vrednosti sem torej upošteval ponderirano beto brez zadolženosti v višini 0,82 (Damodaran, 2016). To beto sem nato prilagodil z upoštevanjem ponderirane optimalne (ciljne) stopnje zadolženosti $D/E = 31,03\%$ (Damodaran, 2016) in s 60. členom Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb (Ur.l. RS, št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09 – ZDavP-2B, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15 in 82/15) določene davčne stopnje v višini 17%.

Stopnja zadolženosti (D/E): Pri izračunu bete z zadolženostjo in izračunu WACC-a sem upošteval povprečno stopnjo zadolženosti podjetij v panogi (pristop za večinskega lastnika) na podlagi tržnih podatkov o D/E razmerju. Kot optimalno stopnjo zadolženosti sem tako upošteval D/E razmerje 0,3103 (Damodaran, 2016).

Premija za deželna tveganja: Izračun diskontne stopnje je temeljil na donosnosti do dospelja slovenske državne obveznice, zato dodatne prilagoditve za deželno tveganje niso bile potrebne.

Premija za majhnost: V danem primeru sem upošteval premijo za majhnost podjetja v višini 3,87% (Business Valuation Resources, 2015).

Premijo za specifična tveganja sem v primeru ocenjevane družbe upošteval v višini 0,0%, saj ocenjujem, da ne obstajajo dodatni elementi tveganja, povezani z uresničitvijo zastavljenih projekcij, ki še niso zajeti oz. upoštevani v drugih elementih diskontne stopnje.

Izračun zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala (R_e): Višino zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala sem po enačbi (5) ocenil v višini 11, 13%.

Zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala: Večji del posojil v gospodarstvu je danes vezan na referenčno obrestno mero, običajno Euribor, ki pa je variabilne narave. Glede na dolgoročno naravo ocenjevanja vrednosti tako menim, da je bolj primerno upoštevati (v primeru variabilnih obrestnih mer s pribitkom na Euriborjem) 10-letno mero obrestne zamenjave (angl. *Interest rate swap*), po kateri lahko podjetje spremeni plačevanje variabilne v fiksno obrestno mero. Po internih podatkih Banke Slovenije so povprečni pribitki na nova posojila v letu 2014 znašali 3,6%. Ob upoštevanju obrestne zamenjave na 31.12.2014 v višini 0,8% (Swap Rates - 30/360 Ann vs 6M EURIBOR, 2016) sem ocenil, da zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala na dan 31.12.2014 znaša 4,4%.

Zahtevana stopnja donosa celotnega kapitala (WACC) oziroma njen izračun je prikazan s Tabelo 21. WACC znaša 9,36%.

Tabela 21: Izračun zahtevane stopnje donosa celotnega kapitala

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	x	Delež lastniškega kapitala	+	Zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala	x	Prilagoditev za davke	x	Delež dolžniškega kapitala	=	Tehano povprečje stroškov celotnega kapitala
PAMI d.o.o.										
11,13%	x	76,32%	+	4,42%	x	83,00%	x	23,68%	=	9,36%

6.2 Napoved prostega denarnega toka in preostale vrednosti

Projekcije poslovanja družbe PAMI d.o.o. so bile pripravljene za obdobje do konca leta 2019. Ocenjujem, da bo družba PAMI do konca obdobja projekcij dosegla normalizirano stanje (obsega poslovanja in njegove donosnosti), ki bo predstavljalo dobro osnovo za izračun preostale vrednosti. Pri ocenitvi vrednosti sem izhajal iz analize revidiranih računovodskih izkazov družbe PAMI za obdobje 2010-2014.

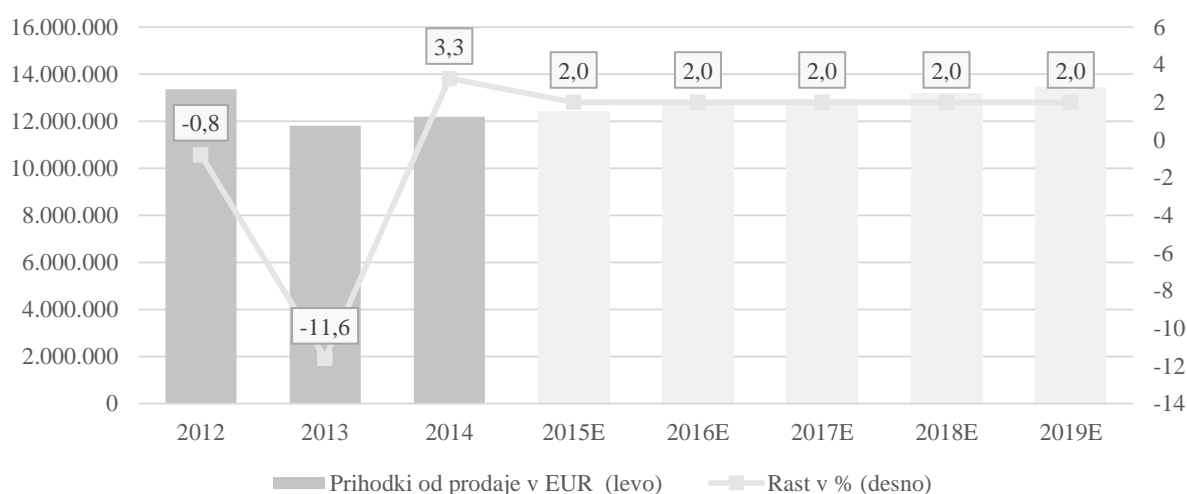
Sicer pa projekcije poslovanja upoštevajo tako značilnosti same dejavnosti kot tudi ugotovitve iz analize makroekonomskega okolja in analize panoge. Kot izhodišče za pripravo projekcij sem vzel realizirano poslovanje za leto 2014, katero sem na podlagi izvedenih analiz poslovanja kritično ovrednotil in jih po potrebi tudi korigiral. Menim, da upoštevane finančne projekcije vključujejo smiselna pričakovanja glede bodočega gibanja rasti prihodkov in stroškov. Kljub temu pa poudarjam, da lahko v prihodnosti pride do nepričakovanih dogodkov, ki lahko materialno vplivajo na bodoče poslovanje in jih v času ocenjevanja vrednosti nisem mogel predvideti. Ker finančne projekcije temeljijo na predpostavkah glede gibanja določenih parametrov v prihodnosti, le-te vedno vključujejo določen delež negotovosti in subjektivnosti.

Projekcije so bile pripravljene z vidika večinskega lastnika družbe, ki ima vpliv na poslovne odločitve v družbi in lahko odloča o ukrepih za maksimizacijo donosov in o optimalni (ciljni)

strukturi kapitala. Podrobnejše projekcije posameznih postavk izkaza poslovnega izida in bilance stanja se nahajajo v prilogi 4, na tem mestu pa bom le povzel ključne postavke in obrazložil predpostavke v ozadju teh projekcij.

Poslovni prihodki: Projekcije čistih prihodkov od prodaje sem upošteval v skladu s preteklim gibanjem prihodkov ter napovedmi rasti panoge. Do konca obdobja projekcij pričakujem, da bo družba PAMI dosegla čiste prihodke od prodaje v višini 13.460.355 EUR. Plan prihodkov od prodaje je prikazan s Sliko 7.

Slika 7: Plan prihodkov od prodaje



Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-5.

Nabavna vrednost blaga: Strošek nabavne vrednosti blaga je v letu 2015 predviden v višini 43,3% čistih prihodkov od prodaje (mediana preteklega obdobja), kar predstavlja 5.385.258 EUR. Od leta 2015 naprej sem ta strošek pustil nespremenjen, in sicer na ravni od 43,3% čistih prihodkov od prodaje. Do konca obdobja projekcij pričakujem, da bo nabavna vrednost blaga dosegla 5.829.176 EUR.

Stroške storitev sem v letu 2015 planiral v višini 24,0% čistih prihodkov od prodaje (tehtano povprečje preteklih let), kar zneso 2.988.867 EUR. V prihajajočih letih je predviden delež v čistih prihodkih od prodaje nekoliko nižji glede na pretekla leta, predvsem zaradi planiranega povišanja prodaje, določen delež stroškov storitev pa je fiksne narave. V letu 2019 pričakujem, da bodo stroški storitev znašali 23,2% čistih prihodkov od prodaje oziroma 3.122.802 EUR.

Stroški materiala so v letu 2015 predvideni v višini 2,8% čistih prihodkov od prodaje (tehtano povprečje preteklih let), kar predstavlja 342.865 EUR v absolutnem znesku. Od leta 2016 naprej sem te stroške nekoliko zmanjšal, in sicer na povprečno raven od 2,3% čistih prihodkov od prodaje. Nižji delež v čistih prihodkov od prodaje je posledica planiranega

povečanja čistih prihodkov od prodaje, določen delež stroškov materiala pa je fiksne narave. Do konca obdobja projekcij pričakujem, da bodo stroški materiala dosegli 269.207 EUR.

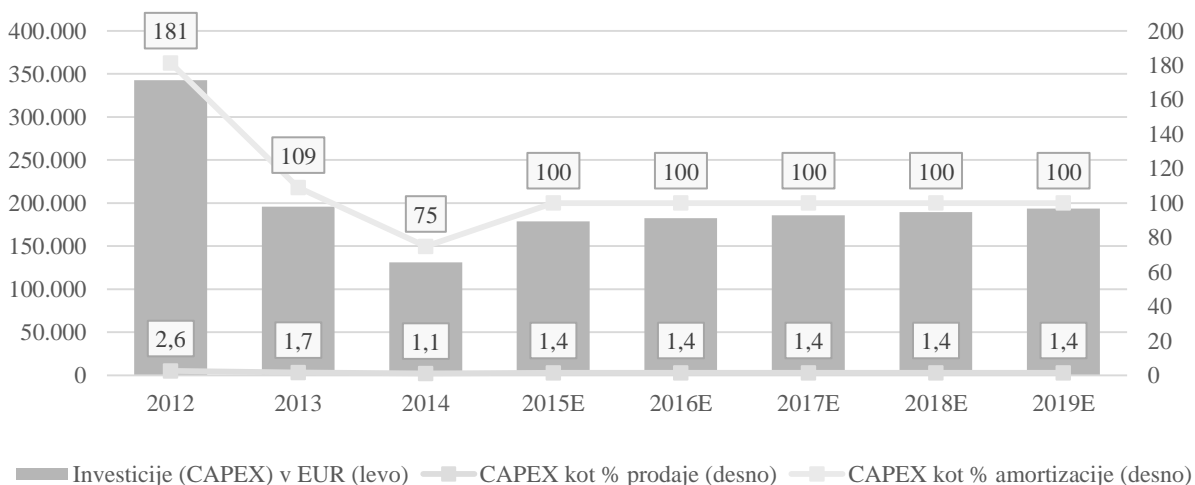
Stroške dela sem planiral glede sedanjo strukturo zaposlenih ter glede na preteklo višino stroškov. Upošteval sem število zaposlenih v višini 226 oseb. Tako bodo v 2015 stroški dela znašali 3.316.406 EUR do leta 2029 pa bodo narasli na 3.495.679 EUR.

Amortizacijo sem upošteval glede na trenutno strukturo osnovnih sredstev in pa predvidene prihodnje investicije družbe. Stroške amortizacije sem v letu 2015 planiral na ravni 1,4% čistih prihodkov od prodaje, kar zneso v absolutnem znesku 178.747 EUR. V letih po 2015 sem strošek amortizacije kot odstotek čistih prihodkov od prodaje pustil nespremenjen, in sicer v višini 1,4% čistih prihodkov od prodaje.

Drugi poslovni odhodki ne predstavljajo bistvene postavke ter so planirani glede na višino preteklih let v višini 0,5% čistih prihodkov od prodaje skozi celotno obdobje projekcij, da bi v zadnjem letu projekcij znašali 73.093 EUR.

Plan investicij: V obdobju projekcij bodo investicije v osnovna sredstva znašala 100% planirane amortizacije. Plan investicijskih vlaganj je prikazan s Sliko 8.

Slika 8: Plan investicijskih vlaganj



Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-5; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-5.

Obratni kapital sem upošteval na podlagi obratnega kapitala primerljivih podjetij, poslovno prakso družbe ter lastne presoje gibanja obratnega kapitala. Glede na navedeno sem obratni kapital z denarjem v obdobju 2015-2019 normaliziral v deležu 28,3% čistih prihodkov od prodaje. Obratni kapital brez denarja sem do konca projekcij predvidel v višini 27,0% čistih prihodkov od prodaje.

EBIT in EBITDA marža: Na podlagi opisanega gibanja prihodkov od prodaje in poslovnih stroškov ocenjujem, da se bo EBIT marža do konca obdobja napovedi ustalila na nivoju 3,5% (v čistih prihodkih od prodaje) oziroma na ravni 479.916 EUR. EBITDA marža do konca obdobja napovedi doseže nivo 5,0%, kar je potencial, ki ga družba lahko doseže glede na strukturo poslovanja ter primerjavo s panogo.

Pri obračunu davka za izračun NOPLAT-a sem upoštevali davčno stopnjo v višini 17%. Za NOPLAT maržo ocenjujem, da se bo v letu 2019 ustalila na 2,9%.

Izračun preostale vrednosti: Preostalo vrednost za družbo predstavlja vrednost pričakovanega prostega denarnega toka po poslovnem letu 2019, to je po obdobju napovedi. To vrednost sem opredelili s pomočjo uporabe Gordonovega modela rasti (enačba (16)) in ob uporabi predpostavk nadaljnje rasti podjetja.

Normaliziran prosti denarni tok sem izračunal tako, da sem upošteval pričakovano dolgoročno stopnjo rasti po obdobju napovedi, normalizirano NOPLAT maržo 2,9%, delež amortizacije v prihodkih od prodaje 1,4%, ohranjanje razmerja prihodki / osnovna sredstva in delež obratnega kapitala 28,3%. Normaliziran prosti denarni tok tako znaša 262.728 EUR. Podrobnejši prikaz izračuna normaliziranega prostega denarnega toka se nahaja v prilogi 3.

Osnova za opredelitev dolgoročne stopnje rasti družbe je bila analiza makroekonomskih pogojev, analiza razmer v dejavnosti (vstopne ovire) in analiza poslovanja samega podjetja. Pri tem sem predpostavili, da bo dolgoročna stopnja rasti normaliziranega prostega denarnega toka znašala 2%, kar je skladno z nominalno naravo projekcij, pa tudi dejstvom, da bo podjetje doseglo normaliziran nivo poslovanja in bo nadaljnja rast predvsem organska.

6.3 Ocena vrednosti

Na podlagi prikazanih izhodišč poslovanja družbe PAMI d.o.o. in ocenjenega tehtanega povprečja stroškov kapitala sem ocenil vrednost celotnega kapitala na dan 31.12.2014. Upošteval sem predpostavko medletnega diskontiranja, kar pomeni, da prosti denarni tok priteka investitorjem enakomerno skozi leto. Za izračun vrednosti lastniškega kapitala je bila potrebna še prilagoditev z upoštevanjem finančnih naložb, finančnih obveznosti in elementov kontrole in tržljivosti. Diskonta za pomanjkanje likvidnosti v konkretnem primeru nisem uporabil, saj je vrednost lastniškega kapitala družbe PAMI d.o.o. negativna (Priloga 2) in uporaba le tega ne bi bila smiselna. Diskonta za manjšinskega lastnika pa nisem uporabil, saj sem ocenjeval večinski lastniški delež, in sicer 100% delež v družbi PAMI d.o.o.

Na podlagi uporabe metode sedanje vrednosti pričakovanega prostega denarnega toka ocenjujem, da tržna vrednost 100% deleža lastniškega kapitala družbe PAMI d.o.o. na dan 31.12.2014 znaša 0 EUR.

SKLEP

Pri ocenjevanju vrednosti podjetij se najpogosteje uporablja metoda diskontiranega denarnega toka. Ocenjena vrednost podjetja je pri uporabi te metode med drugim odvisna od načrtovanih denarnih tokov, diskontne mere in od velikosti kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti, obveznosti s katerimi preračunamo vrednost celotnega kapitala podjetja na vrednost lastniškega kapitala. Ocenjevalci vrednosti podjetij v svojih poročilih namenijo sorazmerno veliko pozornost utemeljitvi pričakovanih denarnih tokov in diskontni stopnji, medtem ko je opredelitev in analiza finančnih obveznosti deležna precej manjše pozornosti

Razmerje med finančnim dolgom in kapitalom predstavlja pomembno informacijo pri ocenjevanju vrednosti podjetja, saj obseg zadolženosti podjetja vpliva na njegovo tveganje in s tem vrednost. Pri izračunu tega razmerja se v razvitih gospodarstvih kot dolg običajno upoštevajo dolgoročne finančne obveznosti, medtem ko v naših razmerah kot dolg običajno upoštevamo dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti.

Na splošno velja, da je podjetje z višjim razmerjem med dolgom in kapitalom bolj tvegano in s tem manj vredno od tistega, pri katerem je to razmerje nižje. Razlog za to je nevarnost, da bolj zadolženo podjetje ob spremenjenih pogojih poslovanja ne bo sposobno poravnati svojih finančnih obveznosti. Ali je ta nevarnost res večja tudi v primeru, ko so finančne naložbe podjetja večje od njegovih finančnih obveznosti? Zaradi tega lahko pri izračunu razmerja med dolgom in kapitalom, finančne obveznosti, ki jih upoštevam v števcu izraza, zmanjšam za vrednost finančnih naložb ocenjevanega podjetja in vrednost denarnih sredstev ter tako dobimo razmerje med neto dolgom in lastniškim kapitalom.

Negativna vrednost lastniškega kapitala družbe PAMI d.o.o. je tako posledica nevzdržne finančne zadolženosti družbe, saj je podjetje na zadnji dan leta 2014 izkazovalo finančni dolg v višini 6.620.453 EUR, kar pomeni, da je količnik neto finančne obveznosti/prilagojena EBITDA znašal 28 in je bil krepko nad dolgoročno vzdržno ravno. V kolikor družba ne bi izkazovala finančnega dolga bi vrednost lastniškega kapitala iz poslovanja ob predpostavki popolne tržljivosti znašala 4.306.133 EUR (Priloga 2).

Iz tega sledi, da bi vodstvo družbe PAMI d.o.o. moralo sprejeti ukrepe za znižanje kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti, saj je trenutna kapitalska struktura dolgoročno nevzdržna.

LITERATURA IN VIRI

1. Armitage, S. (2005). *The Cost of Capital: Intermediate Theory*. Cambridge: Cambridge University Press.
2. Banka Slovenije. (2015). *Letno poročilo za leto 2014*. Ljubljana: Banka Slovenije.
3. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2003). *Intermediate Financial Management* (8. izd.). Mason: South-Western College Pub.
4. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2008). *Financial Management* (12. izd.). Mason: Thomson South-Western.
5. Business Valuation Resources. (4. marec 2015). *Executive Summary CRSP Deciles Data*. Portland: Business Valuation Resources, LLC.
6. Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1995). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (2. izd.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
7. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Technique for Determining the Value of Any Asset* (2. izd.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
8. Damodaran, A. (5. januar 2016). Data: Current. Najdeno 8. marca 2016 na spletnem naslovu: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
9. Duff & Phelps. (2013). *Risk Premium Report 2013: Selected Pages and Examples*. Chicago: Duff & Phelps, LLC.
10. Duff & Phelps. (16. marec 2016). Duff & Phelps Increases Recommended U.S. Equity Risk Premium from 5.0% to 5.5%. Najdeno 1. aprila 2016 na spletnem naslovu: <http://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/duff-phelps-increases-recommended-us-equity-risk-premium-from-5-0-to-5-5>
11. WACC. (2015). Najdeno 15. novembra 2015 na spletnem naslovu: <http://www.educba.com/wacc/>
12. EuroMts Ltd. (31. december 2014). *MTS Slovenia Daily Fixing*. London: EuroMts Ltd.
13. Fabozzi, F. J., Neave, E. H., & Zhou, G. (2012). *Financial Economics*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
14. Feldman, S. J. (2005). *Principles of private firm valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
15. Hierarhija pravil ocenjevanja vrednosti. *Uradni list RS*, št. 106/2010.
16. Hitchner, J. R. (2003). *Financial Valuation: Applications and Models*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
17. Kaplan Financial Limited. (b.l.). Cost of debt. Najdeno 15. novembra 2015 na spletnem naslovu: <http://kfkknowledgebank.kaplan.co.uk/KFKB/Wiki%20Pages/Cost%20of%20Debt.aspx>
18. Koletnik, F. (2010). *Koliko je vredno podjetje: vrednotenje in trženje podjetij*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
19. MarketLine. (2015). *Footwear in Europe*. London: MarketLine.
20. Odbor za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti. (2013). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti* (10. izd.). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
21. Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2004). *Business analysis & valuation : using financial statements : text & cases* (3. izd.). Mason: South-Western.

22. *Blagovne znamke*. (2016). Najdeno 20. aprila 2016 na spletnem naslovu: <http://www.pami.si/blagovne-znamke/blagovne-znamke>
23. . (2016). Najdeno 20. aprila 2016 na spletnem naslovu: <http://www.pami.si/o-podjetju/o-podjetju>
24. PAMI d.o.o. Nova Gorica. (2011). Letno poročilo za leto 2010. Nova Gorica: PAMI d.o.o.
25. PAMI d.o.o. Nova Gorica. (2012). Letno poročilo za leto 2011. Nova Gorica: PAMI d.o.o.
26. PAMI d.o.o. Nova Gorica. (2013). Letno poročilo za leto 2012. Nova Gorica: PAMI d.o.o.
27. PAMI d.o.o. Nova Gorica. (2014). Letno poročilo za leto 2013. Nova Gorica: PAMI d.o.o.
28. PAMI d.o.o. Nova Gorica. (2015). Letno poročilo za leto 2014. Nova Gorica: PAMI d.o.o.
29. Pearce, D. W. (1994). *The MIT dictionary of modern economics* (4. izd.). Cambridge: The MIT Press.
30. Pratt, S. P. (2009). *Business Valuation: Discounts and Premiums* (2. izd.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
31. Pratt, S. P., Reilly, R. F., & Schweis, R. P. (2000). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (4. izd.). New York: McGraw-Hill.
32. Prva group. (2015). *Revidirano letno poročilo 2014*. Ljubljana: Prva group.
33. Revoz d.d. (2015). *Letno poročilo 2014: Revoz d.d.* Novo mesto: Revoz d.d.
34. SID banka. (2015). *Letno poročilo SID banke in Skupine SID banka 2014*. Ljubljana: SID banka.
35. Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavey, D. W. (2007). *Equity asset valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
36. Stubelj, I. (2010). *Vrednotenje podjetij na podlagi pričakovanih dobičkov: empirična ocena modelov na primeru slovenskih delniških družb*. Koper: Fakulteta za management Koper.
37. *Swap Rates - 30/360 Ann vs 6M EURIBOR*. (b.l.). Najdeno 2. aprila 2016 na spletnem naslovu: <http://www.spcapitaliq.com/>
38. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. (2015). *Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2015*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
39. Viebig, J., Poddig, T., & Varmaz, A. (2008). *Equity Valuation: Models from Leading Investment Banks*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
40. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS*, št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09 – ZDavP-2B, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15 in 82/15.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Analiza kazalnikov	1
Priloga 2: Izračun stroškov kapitala po CAPM.....	2
Priloga 3: Vrednotenje po metodi DCF.....	3
Priloga 4: Projekcije izkazov poslovnega izida.....	4

Priloga 1

Tabela 1: Analiza kazalnikov

KAZALNIKI	2010	2011	2012	2013	2014
KAZALNIKI LIKVIDNOSTI					
Kratkoročni koeficient (Current)	0,87	1,03	1,05	1,46	1,51
Pospešeni koeficient (Quick)	0,13	0,05	0,14	0,35	0,11
Hitri koeficient (Cash)	0,11	0,03	0,12	0,24	0,03
Obratni kapital (brez denarja)	1.756.256	3.502.029	2.388.447	3.946.584	5.521.513
Sprememba obratnega kapitala	1.756.256	1.745.773	-1.113.582	1.558.137	1.574.929
Obratni kapital (brez denarja) v % prihodkov od prodaje	13,4	26,0	17,9	33,4	45,3
UPRAVLJANJE S SREDSTVI					
Dnevi vezave poslovnih terjatev	2	4	4	10	14
Dnevi vezave zalog	133,93	324,67	360,14	367,38	422,56
UPRAVLJANJE Z DOLGOVI					
Obracanje poslovnih obveznosti	48	110	130	119	89
Celotni dolg v sredstvih	0,90	0,88	0,87	0,85	0,87
Celotni dolg v kapitalu	9,96	8,36	7,38	6,62	7,57
Finančni dolg v sredstvih	0,62	0,60	0,56	0,59	0,56
Finančni dolg v kapitalu	6,92	5,70	4,73	4,59	4,92
Finančni dolg/EBITDA	3,91	9,14	15,61	33,99	37,59
EBIT/plačane obr.	13	7	3	0	0
DONOSNOST					
EBIT marža v %	9,9	4,2	1,8	0,1	0,0
EBITDA marža v %	11,9	5,8	3,3	1,6	1,4
Čista profitna marža v %	3,8	2,8	1,3	-0,1	-0,5
Donosnost kapitala (ROE) v %	112,9	35,4	13,0	-0,9	-4,6
Donosnost sredstev (ROA) v %	10,2	3,5	1,5	-0,1	-0,6
ROIC (donosnost investiranega kapitala) v %	-	18,6	7,5	3,2	0,2
E: OSTALO					
Stroški dela na zaposlenega (v EUR)	14.441	14.748	15.035	15.072	14.765
Čisti prihodki na zaposlenega (v EUR)	62.062	64.656	62.581	54.246	54.064
Dodana vrednost na zaposlenega (v EUR)	22.319	18.913	17.415	16.134	16.320
Čisti prihodki od prodaje / osnovna sredstva	3,84	4,16	3,97	3,54	3,76
Efektivna davčna stopnja v %	0	0	5,9	-6,0	0
KAZALNIKI ZA ZUNANJE POROČANJE PO SRS 29					
Stopnja lastniškosti financiranja	0,09	0,11	0,12	0,13	0,11
Stopnja dolgoročnosti financiranja	0,41	0,43	0,45	0,55	0,55
Stopnja osnovnosti investiranja	0,08	0,05	0,05	0,06	0,05
Stopnja dolgoročnosti investiranja	0,21	0,19	0,20	0,10	0,08
Koeficient kapitalne pokritosti osnovnih sredstev	1,08	2,02	2,17	2,21	2,43
Koeficient neposredne pokritosti kratk. obv. (hitri koeficient)	0,11	0,03	0,12	0,24	0,03
Koeficient pospešene pokritosti kratk. obv. (pospešeni koeficient)	0,13	0,05	0,14	0,35	0,11
Koeficient kratk. pokritosti kratk. obv. (kratkoročni koeficient)	0,87	1,03	1,05	1,46	1,51
Koeficient gospodarnosti poslovanja	1,45	1,37	1,35	1,37	1,37
Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala	0,28	0,09	0,03	0,00	-0,01

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 5-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 4-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-7.

Priloga 2

Tabela 2: Izračun stroškov kapitala po CAPM

Izračun faktorja beta			
Opis	Simbol	Vrednost	Vir / komentar:
Beta brez zadolženosti	β_u	0,82	Beta brez zadolženosti za podjetja iz dejavnosti "Shoe" (Damodarar)
Načrtovano razmerje dolg / lastniški kapital	D/E	31%	Ciljno razmerje opredeljeno na podlagi trenutne in pričakovane zadolženosti družbe
Načrtovana davčna stopnja	t	17%	Zakonsko določena davčna stopnja za Slovenijo
Beta z zadolženostjo	β_L	1,03	Lastni izračun
Oceena zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala			
Netvegana mera donosa	r_f	2,10%	Donosnost do dospelja 10-letne slovenske državne obveznice (Vir: MTS Slovenia Daily Fixing).
Pribitek za kapitalisko tveganje	ERP	5,00%	Vir: Duff & Phelps 2015
Beta z zadolženostjo	β_L	1,03	
Temeljna stopnja donosa lastniškega kapitala		7,26%	Lastni izračun
Pribitek za deželno tveganje	r_C	0,00%	Pribitek za deželno tveganje (Vir: Damodarar)
Pribitek za majhnost podjetja	r_S	3,87%	Pribitek za majhnost podjetja po Duff & Phelps 2014
Pribitek za druga tveganja	r_U	0,00%	Specifična tveganja družbe.
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	r_E	11,13%	Lastni izračun
Tehtano povprečje s stroškov celotnega kapitala (WACC)			
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	r_E	11,13%	Izračun po modelu CAPM
Zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala	r_D	4,42%	Strošek dolga glede na kreditno boniteto družbe
Davčna stopnja	t	17,00%	Zakonsko določena davčna stopnja za Slovenijo
Delež dolga v celotnem kapitalu	D/(D+E)	23,68%	Ciljno razmerje opredeljeno na podlagi trenutne in pričakovane zadolženosti družbe
Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu	E/(D+E)	76,32%	Ciljno razmerje opredeljeno na podlagi trenutne in pričakovane zadolženosti družbe
Tehtano povprečje s stroškov kapitala	WACC	9,36%	Lastni izračun

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2010, 2011, str. 5-8; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2011, 2012, str. 4-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-7.

Priloga 3

Tabela 3: Vrednotenje po metodi DCF

PAMI d.o.o. (EUR)	2015	2016	2017	2018	2019	Normaliziran
+ NOPLAT	129.163	208.803	269.792	333.067	395.840	403.757
+ Amortizacija	178.747	182.322	185.968	189.688	193.481	197.351
- Investicije v osnovna sredstva	-178.747	-182.322	-185.968	-189.688	-193.481	-262.194
+/- Sprememba obratnega kapitala in dolg. pos.l. postavk	1.925.116	-307.511	-308.918	-310.354	-311.819	-76.186
Skupaj prosti denarni tok za celotni kapital	2.054.279	-98.708	-39.126	22.713	84.021	262.728
Dolgoročna stopnja rasti						2,0%
Preostala vrednost						3.569.702
Časovni faktor	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Diskontna stopnja	9,36%	9,36%	9,36%	9,36%	9,36%	9,36%
Diskontni faktor	0,9562	0,8744	0,7996	0,7311	0,6686	0,6686
Sedanja vrednost prostega denarnega toka	1.964.402	-86.310	-31.284	16.606	56.173	2.386.547
Vsota sedanje vrednosti prostega denarnega toka v obdobju napovedi				1.919.586		
Sedanja vrednost preostale vrednosti				2.386.547		
Vrednost celotnega kapitala iz poslovanja za večinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti				4.306.133		
Plus: Vrednost finančnih naložb				438.351		
Minus: Finančne obveznosti				6.620.453		
Vrednost lastniškega kapitala za večinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti (EUR)				-1.875.969		
Velikost deleža, ki je predmet ocenjevanja				100,00%		
Tržna vrednost deleža v lastniškem kapitalu podjetja PAMI d.o.o. na dan 31.12.2014 (EUR)				-1.875.969		

Tabela 4: Projekcije izkazov poslovnega izida

PROJEKCIJE/IZIDA IZ POSLOVANJA (EUR)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Čisti prihodki od prodaje	13.353.597	11.805.542	12.191.458	12.435.287	12.683.993	12.937.673	13.196.426	13.460.355
rast v %	-0,8	-11,6	3,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Sprememba vrednosti zalog	0	0	0	0	0	0	0	0
% v čistih prihodkih	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Usredstveni lastni proizvodi in storitve	0	0	0	0	0	0	0	0
% v čistih prihodkih	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0	0	0	0
% v čistih prihodkih	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Poslovni prihodki	13.353.597	11.805.542	12.191.458	12.435.287	12.683.993	12.937.673	13.196.426	13.460.355
Stroški storitev	3.111.073	2.798.430	2.958.243	2.988.867	3.018.790	3.053.291	3.087.964	3.122.802
% v čistih prihodkih	23,3	23,7	24,3	24,0	23,8	23,6	23,4	23,2
NV blaga in materiala	6.059.448	5.368.399	5.278.534	5.385.258	5.492.963	5.602.822	5.714.879	5.829.176
% v čistih prihodkih	45,4	45,5	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3
Stroški materiala	402.456	387.471	336.749	342.865	329.784	310.504	290.321	269.207
% v čistih prihodkih	3,0	3,3	2,8	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0
Stroški dela	3.208.272	3.280.208	3.329.457	3.316.406	3.339.687	3.389.782	3.440.629	3.495.679
% v čistih prihodkih	24,0	27,8	27,3	26,7	26,3	26,2	26,1	26,0
Amortizacija	189.038	179.686	175.242	178.747	182.322	185.968	189.688	193.481
% v čistih prihodkih	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Prev. poslovdh. (OOS, NDS)	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisi obratnih sredstev	0	0	0	0	0	0	0	0
% v čistih prihodkih	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Drugi poslovni odhodki	64.687	62.345	66.203	67.527	68.878	70.255	71.660	73.093
% v čistih prihodkih	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Poslovni odhodki	13.034.974	12.076.539	12.144.428	12.279.669	12.432.423	12.612.622	12.795.140	12.983.439
EBIT	318.623	-270.997	47.030	155.618	251.570	325.050	401.286	476.916
EBIT marža v %	2,4	-2,3	0,4	1,3	2,0	2,5	3,0	3,5
EBITDA	507.661	-91.311	222.272	334.365	433.892	511.019	590.974	670.397
EBITDA marža v %	3,8	-0,8	1,8	2,7	3,4	3,9	4,5	5,0
Davčna stopnja v %	5,9	-6,0	0,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
NOPLAT	299.966	-287.128	47.030	129.163	208.803	269.792	333.067	395.840
NOPLAT marža v %	2,2	-2,4	0,4	1,0	1,6	2,1	2,5	2,9

Vir: PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2012, 2013, str. 4-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2013, 2014, str. 4-7; PAMI d.o.o. Nova Gorica, Letno poročilo za leto 2014, 2015, str. 4-7.