

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VREDNOTENJE MAJHNIH PODJETIJ: PRIMER PODJETJA
iGV, D.O.O.**

Ljubljana, maj 2005

TADEJ BOŽEGLAV

IZJAVA

Študent Tadej Božeglav izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1 UVOD	1
2 VREDNOST PODJETJA	2
2.1 OPREDELITEV VREDNOSTI PODJETJA	3
2.2 NAMENI VREDNOTENJA PODJETJA	4
2.3 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA VREDNOTENJE.....	5
3 VREDNOTENJE PODJETIJ	7
3.1 KAZALCI USPEŠNOSTI POSLOVANJA.....	7
3.1.1 DONOSNOST SREDSTEV (ROA).....	8
3.1.2 DONOSNOST KAPITALA (ROE).....	9
3.1.3 ZADOLŽENOST	9
3.1.4 DONOSNOST PRIHODKOV ALI MARŽA	10
3.1.5 KRATKOROČNI KOEFICIENT LIKVIDNOSTI	10
3.1.6 KAZALCI VREDNOSTI PODJETJA, KI TEMELJIJO NA RELATIVNEM VREDNOTENJU. 11	
3.1.6.1 Multiplikator čistega dobička (<i>P/E</i>).....	11
3.1.6.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti (<i>P/B</i>)	11
3.1.6.3 Multiplikator prodaje (<i>P/S</i>)	12
3.1.6.4 Kazalec <i>EV/EBITDA</i>	12
3.2 DINAMIČNE METODE ZA OCENO VREDNOSTI PODJETJA	13
3.2.1 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV (DCF).....	14
3.2.1.1 Denarni tok podjetja.....	15
3.2.1.2 Donosnost vložene kapitala (<i>ROIC</i>).....	17
3.2.1.3 Določitev diskontnega faktorja	18
3.2.1.4 Izračun končne vrednosti	21
3.2.1.5 Postopek izračuna in razlaga dobljene vrednosti podjetja	23
3.2.2 EKONOMSKA DODANA VREDNOST (<i>EVA</i>).....	24
3.2.2.1 Postopek izračuna vrednosti podjetja z <i>EVA</i> modelom.....	26
4 VREDNOTENJE PODJETJA iGV, d.o.o.....	27
4.1 ANALIZA TRŽNEGA POLOŽAJA PODJETJA iGV, d.o.o.	28
4.2 ANALIZA POSLOVANJA PODJETJA iGV, d.o.o.....	29
4.2.1 ANALIZA POSLOVANJA NA PODLAGI STATIČNIH KAZALNIKOV	29
4.2.2 ANALIZA POSLOVANJA ZA IZRAČUN VREDNOSTI Z <i>DCF</i> METODO	30
4.2.2.1 Analiza preteklega poslovanja	30
4.2.2.2 Izračun diskontnega faktorja preko <i>WACC</i> modela.....	33
4.2.2.3 Napoved prihodnjega poslovanja.....	34
4.2.2.4 Ocena končne vrednosti podjetja	37

4.2.2.5 Vrednost podjetja iGV, d.o.o. na podlagi metode <i>DCF</i>	37
4.2.3 VREDNOST PODJETJA NA PODLAGI <i>EVA</i> MODELA.....	38
5 SKLEP	40
LITERATURA	42
VIRI	43

1 UVOD

Vrednotenje podjetij je na finančnih trgih pomembna disciplina, ki se uporablja v praksi že vrsto let. Podjetja se vrednoti večinoma iz naložbenih razlogov, obstaja pa še veliko drugih vzrokov, zakaj je dobro poznati vrednost podjetja. Podjetja, ki kotirajo na borzi, imajo vrednost določeno s ceno njihovih delnic, ob predpostavki ustreznega delovanja trga in s tržnim mehanizmom določene cene delnice na njem. Večji problem se pojavi pri določitvi vrednosti majhnih podjetij. Taka podjetja imajo poslovanje velikokrat omejeno na zelo ozek trg, imajo malo poslovnih partnerjev in malo lastnikov ter so za gospodarsko javnost sorazmerno zaprta. Običajno je podjetje vodeno s strani direktorja, ki v podjetju vodi večino poslov in je največkrat edini lastnik podjetja. Računovodske in finančne posle običajno urejajo zunanja računovodstva, tako da lastniki pomembnejših finančnih dejstev o podjetju, razen končnega dobička izkazanega v izkazih, ne poznajo oziroma si jih niti ne znajo razlagati. Vrednost podjetja pa je, tako za vodilne v podjetju, kot za lastnike, zelo pomembna informacija, saj prek nje lahko ocenijo donosnost vloženega kapitala v podjetju, ocenijo finančno stanje podjetja in na njegovi podlagi naredijo ustrezne plane ter aktivne ukrepe za sedanje in prihodnje poslovanje.

Vrednost podjetja, bolj kot preteklo in sedanje poslovanje, določa diskontirana vrednost prihodnjih prostih denarnih tokov. Vrednotenje podjetja na podlagi analiziranja računovodskih izkazov ne poda ustrezne vrednosti podjetja, saj ravno predviden razvoj podjetja v prihodnosti determinira sedanjo vrednost. Cilj naloge je, na podlagi metode diskontiranih denarnih tokov in modela ekonomske dodane vrednosti, določiti vrednost podjetja na primeru majhnega podjetja. Obenem je na kratko prikazano analiziranje računovodskih izkazov na podlagi (po lastni presoji izbranih najpomembnejših) kazalnikov, ki prikažejo uspešnost podjetja. Vrednotenje majhnih podjetij ima nekaj posebnosti, ki se razlikujejo od vrednotenja večjih podjetij. V diplomski nalogi je na podlagi obeh metod ocenjena vrednost podjetja, ob upoštevanju omejitev in posebnosti, ki so zahtevane pri vrednotenju majhnih podjetij z uporabo obeh metod.

V Sloveniji je v zadnjih letih vrednotenje podjetij postalo pogosto, saj se je potreba po vrednotenju z odpiranjem slovenskega trga vedno bolj povečevala. Pojavljala so se tuja podjetja, ki so hotela kupiti, do tedaj zaradi zaprtosti gospodarstva sorazmerno poceni podjetja. Obenem se je ob višji gospodarski rasti in boljšem finančnem standardu prebivalstva razvijal notranji finančni trg, ki je iz naložbenih razlogov potreboval informacije o ceni podjetij. Kljub temu na področju vrednotenja majhnih podjetij obstaja še dovolj prostora za povečevanje strokovnosti. Ravno majhna podjetja pa v Sloveniji predstavljajo večino gospodarskih subjektov.

V poglavju, ki sledi uvodu, je na kratko predstavljena posebnost vrednotenja majhnih podjetij, ki se razlikuje ter v določenih točkah tudi prekriva s procesom vrednotenja velikih podjetij.

V prvem delu tretje točke diplomskega dela je opisana analiza podjetja na podlagi računovodskih postavk. Izbrani kazalniki naj bi po lastni presoji, najbolje prikazali poslovanje podjetja, saj zajeti kazalniki prikažejo donosnost, likvidnost, finančno strukturo (zadolženost)

ter poslovno uspešnost podjetja. V isti točki so na kratko opisani še kazalniki, ki prikažejo vrednost podjetja na podlagi vrednosti delnice podjetja. Ti kazalniki so v delo vključeni z namenom prikaza dodatnih možnosti ocenitve vrednosti podjetij, kljub dejstvu, da izbrano majhno podjetje nima kapitala razdeljenega na delnice in te ne kotirajo na borzi.

Drugi del tretjega poglavja je namenjen prikazu dinamičnih metod vrednotenja podjetij, v katerem je predstavljen podroben opis in prikaz postopka vrednotenja podjetja na podlagi obeh predstavljenih metod. Prikazan je postopek izračuna diskontnega faktorja ter izračun vseh postavk potrebnih za določitev prostega denarnega toka podjetja.

V četrtem poglavju je prikazan celotni proces vrednotenja na primeru majhnega podjetja. Teoretičnemu opisu procesa vrednotenja iz prejšnjih točk sledi struktura opisa vrednotenja podjetja na primeru. Na začetku poglavja je na kratko predstavljeno podjetje, sledi analiza na podlagi kazalnikov poslovanja, ter nato vrednotenje na podlagi obeh predstavljenih metod v zaporedju, kot je le-to predstavljeno v tretji točki, z izračuni in predstavitvijo končnega rezultata vrednotenja- vrednosti podjetja.

2 VREDNOST PODJETJA

Pri določanju vrednosti manjših podjetij je potrebno biti pozoren pri izbiri ustreznih kriterijev, saj se večina poznanih in bolj uporabljenih nanaša na določanje vrednosti večjih podjetij. Razlike v velikosti, organiziranosti in delovanju med manjšimi in večjimi podjetji pa nujno zahtevajo izbiro kriterijev, ki so ustrezni in prirejeni za vrednotenje manjših podjetij.

Po Zakonu o gospodarskih družbah (2005) so majhna podjetja tista, ki izpolnjujejo vsaj dve od naslednjih treh meril: v zadnjem poslovnem letu zaposlujejo manj kot 50 delavcev, letni čisti prihodki od prodaje so manjši od 1,7 milijarde tolarjev in vrednost aktive ob koncu poslovnega leta ne presega 850 milijonov tolarjev. Srednja podjetja so tista, ki ne sodijo med majhna podjetja, ter izpolnjujejo dve od naslednjih treh meril: imajo v zadnjem poslovnem letu pod 250 zaposlenih, čisti prihodki od prodaje so manjši od 6,8 milijarde tolarjev in imajo vrednost aktive pod 3,4 milijardami tolarjev. Velika družba je družba, ki ni niti majhna in niti srednja družba po zgoraj naštetih merilih. Velike družbe so v vsakem primeru banke, zavarovalnice ter družbe, ki morajo izdelati konsolidirano letno poročilo po 53. členu ZGD-ja.

Na posebnost obravnave vrednotenja majhnih in srednjih podjetij nam pokaže tudi agencijska teorija (Prašnikar, Debeljak, 1998, str. 300), ki v manjših podjetjih ne pride do izraza enako kot pri velikih podjetjih. Teorija o principalu in agentu govori o razmerju med lastniki (principal) in menedžerji (agent), v manjših podjetjih pa običajno ti dve funkciji zaseda ista oseba, običajno kar ustanovitelj podjetja. Zato tudi ne pride do problema delitve tveganja, saj lastnik podjetja sam ve, koliko je pripravljen tvegati za doseg želenega uspeha. Navadno tudi ob zaposlitvi zunanjega menedžerja tveganje še vedno ne predstavlja večjega problema, saj glede na skoncentriranost lastništva lažje usmerjajo menedžerji pri zasledovanju lastne nagnjenosti k tveganju. Če je lastnik tudi sam menedžer, zasleduje lastne cilje, ki si jih je zadal pred

ustanovitvijo podjetja in običajno obsegajo doseganje maksimalnega dobička, prodaje, tržnega deleža ter preživetje in doseganje zadovoljivih prihodkov za lastno preživetje. Čeprav pa po izkušnjah iz vsakdanjega življenja, rast prodaje podjetja velikokrat ni pomemben dejavnik, saj se veliko podjetnikov zadovolji s svojim krogom odjemalcev. Širitev poslovanja podjetja in posledično dodatna vlaganja (zadolževanje) v to širitev bi velikokrat za manjšega podjetnika predstavljala preveliko tveganje, in sicer zaradi omejenega znanja pri upravljanju razširjenega poslovanja in velike lastne zaposlenosti že v dotedanji poslovni proces. Nemalokrat je razlog propada podjetij prav dodatno zadolževanje podjetij za širitev poslovanja s preslabo zastavljenim poslovnim načrtom izpeljave širitve in odplačevanja dolga (likvidnostne težave).

Zaradi zgoraj opisanih dejavnikov tveganja pri poslovanju in upravljanju majhnih podjetij, je nujno potrebno, da lastniki in menedžerji dobro poznajo poslovanje podjetja ter tudi samo vrednost podjetja, katera je odraz poslovanja in sprejetih odločitev.

2.1 Opredelitev vrednosti podjetja

Vrednost lahko razložimo na več načinov. Osnovna definicija naj bi se glasila: vrednost opredelimo kot menjalno razmerje med dvema dobrinama, pri pogoju, da sta dobrini relativno redki in imata uporabno vrednost (David Ricardo (1772-1823))¹. Lahko pa uporabimo tudi naslednjo opredelitev (Škof, 1994, str. 25): vrednost predstavlja sedanja vrednost bodočih koristi. Seveda pa se v realnosti pojem vrednosti razlikuje glede na individualne zahteve posameznikov. Pratt (1993, str. 24) je na podlagi izkušenj iz prakse opredelil obstoj naslednjih vrednosti podjetja:

Poštena tržna vrednost. Vrednost, ki jo lahko iztržimo v tistem trenutku na trgu, ko vrednotenje dejansko poteka.

Vlagateljova vrednost. To je vrednost, ki sloni na individualnih naložbenih zahtevah nekega posameznega vlagatelja, ki niso enake naložbenim zahtevam drugih ter splošno sprejeti vrednosti postavljeni na trgu.

Notranja ali temeljna vrednost. Notranja vrednost se od vlagateljeve vrednosti razlikuje v tem, da je notranja vrednost podana na osnovi analitične ocene enega analitika, ki se opira na ocene ostalih analitikov in ne sloni le na oceni vrednosti enega posameznega vlagatelja, kot je to pri vlagateljevi vrednosti.

Poštena vrednost. Ločnica med to vrednostjo in pošteno tržno vrednostjo je zelo zabrisana, saj sta vrednosti vsebinsko enako podani. Razlika je predvsem v tem, da naj bi bila poštena vrednost resnično poštena, čeprav je doseči takšno vrednost zelo težko. Dosegli naj bi jo predvsem na podlagi zakonskih aktov, ki predpisujejo koliko je posamezen predmet vreden.

Likvidacijska vrednost. Gre za vrednost podjetja ob prenehanju poslovanja.

¹ V literaturi: Norčič, 1994, str. 65.

Zavarovalna vrednost. To je vrednost, ki se jo določi v primeru, ko zavarovanec zavaruje lastnino z namenom, da se mu v primeru nastale škode povrne premoženje, ki ga je imel pred poškodovanjem.

Knjižna vrednost. To je računovodski izraz in ne izraz uporabljen med ocenjevalci vrednosti podjetij. Posledično se tudi izračuna le iz izkazov stanja in sicer se od vrednosti aktivnih postavk odštejejo vse obveznosti do tujih virov financiranja, razliko predstavlja vrednost podjetja. Tu gre za "zgodovinske" vrednosti, zmanjšane za amortizacijo.

Kljub večjemu številu zgoraj naštetih tipov vrednosti, je praktično ločiti le štiri vrste vrednosti: poštena tržna vrednost, poštena vrednost, vlagateljeva vrednost in notranja vrednost. Ostale opisane vrste vrednosti so le izpeljanke iz teh štirih in se razlikujejo le po namenu zakaj se jih izračunava (Pratt, 1993, str. 30-35).

2.2 Nameni vrednotenja podjetja

Pred vrednotenjem podjetja je potrebno določiti tudi namen vrednotenja, kajti različni nameni privedejo do različnih končnih ocen vrednosti podjetja. Predvsem je pomembno, da se prodajalec odloči, kaj je sprejemljivo zanj in kaj za potencialne kupce. Tu pride do konflikta interesov, kajti prodajalec hoče doseči čim višjo ceno, medtem ko hočejo kupci pridobiti podjetje po najnižji možni ceni. Zaradi tega prodajalec ne sme preveč posegati v delo cenilca in vplivati na njegovo izbiro metode ocenjevanja vrednosti podjetja. Nameni zakaj vrednotimo podjetje (Pratt, 1993, str. 38) so: nakup ali prodaja podjetja; nakup ali prodaja deleža podjetja²; pridobitev novega vira financiranja podjetja³; izdaja delnic, prevzem ali pripojitev družbe; notranji odkup podjetja s strani zaposlenih; zapustitev podjetja dedičem; darovanje podjetja; potrebe države za odmero davkov; ocenitev vrednosti podjetja za potrebe sponzoriranja in darovanja; ocenitev premoženja posameznika in ločitve zakoncev, ki so lastniki podjetja; odškodninske tožbe, itd.

Diplomsko delo predstavlja možnosti ocene poštene tržne vrednosti podjetja, katera bo služila predvsem kot informacija lastnikom, koliko je njihovo podjetje vredno, poleg tega pa tudi kot podlaga za naložbene odločitve posloводства in lastnikov, z namenom večanja vrednosti podjetja.

² Pomemben dejavnik pri postavitvi cene kupcu je tudi delež, ki se ga namerava prodati. Pri prodaji celotnega podjetja je upravičeno pričakovati doseg višje cene, kot pri prodaji le dela podjetja, čeprav ostane ocenjena vrednost podjetja enaka. Temu je razlog predvsem manjši vpliv na odločanje v podjetju s strani novega solastnika v primeru nakupa le dela podjetja.

³ Banke pri dodelitvi posojil hočejo običajno vedeti, koliko sredstev lahko nekemu podjetju dodelijo, to pa izvejo z oceno poslovanja in velikosti podjetja.

2.3 Dejavniki, ki vplivajo na vrednotenje

Na vrednotenje vpliva cela vrsta dejavnikov, ki segajo od osebnostnih značilnosti ocenjevalca, do popolnoma določenih in obstoječih dejavnikov, kot so izbira ustrezne metode ocenjevanja, upoštevanje vseh okoliščin in natančnost izvedbe samega vrednotenja, dejavnost podjetja, velikost podjetja, mikroekonomski in makroekonomski dejavniki,...

Zaradi predmeta obravnave diplomske naloge so v nadaljevanju prikazane najpomembnejše razlike, katere pridejo do izraza, če so vrednotena majhna ali velika podjetja. Pratt navaja naslednje razlike (1993, str. 60):

1. Manjša podjetja imajo zakonsko predpisane manjše zahteve pri vodenju računovodstva. Tako imajo v Sloveniji obvezo za revidiranje izkazov le večje družbe.
2. Preteklo poslovanje manjših podjetij je običajno zabeleženo za krajše obdobje in ponavadi tudi bolj površno, kot poslovanje večjih družb, kjer obstajajo podatki o preteklem poslovanju za daljše obdobje. Vzrok temu je lahko tudi krajše povprečno obstajanje manjšega podjetja glede na čas obratovanja večjih podjetij.
3. Prodaja manjših družb je običajno izvedena z drugačnimi pogodbami in ne direktno za denar.
4. Vloga lastnika/menedžerja. V manjših podjetjih ima to vlogo običajno ena oseba, v velikih podjetjih so običajno lastniki in menedžerji ločeni. Obenem je težko ovrednotiti vlogo lastnika manjšega podjetja, kateri ima lahko sam sposobnosti, ideje in talent, zaradi česar je podjetje uspešno.
5. Majhna podjetja so običajno kupljena oziroma prodana iz različnih vzrokov (smrt lastnika, upokojitev lastnika) in ne nujno iz finančnih/naložbenih vzrokov, kot je to običajno pri velikih podjetjih.
6. Razlika je v prikazovanju končnega dobička. Manjša podjetja imajo interes, da prikažejo čim nižji končni dobiček, z namenom plačila čim nižjega davka, medtem ko velike družbe velikokrat prikazujejo čim višje dobičke, z namenom prikaza uspešnosti poslovanja družbe in posledično zadovoljstva lastnikov delnic podjetja, kateri nagradijo menedžerje.
7. Vrednotenje manjših podjetij naj bi bilo lažje zato, ker imajo običajno enostavnejšo strukturo kapitala, kot velika podjetja. Majhna podjetja imajo običajno le osnovni kapital in ne dolgoročnih rezervacij, prenesenih dobičkov,...

Pred začetkom samega procesa vrednotenja je potrebno narediti skrbni pregled in analizo okolja podjetja. Pri samem vrednotenju ni dovolj, da se naredi dovolj skrben pregled celotnega poslovanja podjetja, ampak je potrebno biti pozorni na kvalitativne in zunanje dejavnike, ki

posredno in tudi neposredno vplivajo na poslovanje ter dolgoročni obstoj podjetja. Pomembno je (Pratt, 1993, str. 126):

1. Pregled samega narodnega gospodarstva, njegovo stanje in faza gospodarjenja/razvoja (recesija, stagnacija, ekspanzija).
2. Pregled ožjega geografskega in gospodarskega področja delovanja podjetja.
3. Sam trg, na katerem podjetje posluje in sicer, kako ga obvladujejo glavni akterji (konkurenti), v kateri fazi življenja je trg (v začetni fazi, v ekspanziji, v fazi visoke rasti, v zrelosti, v zatonu), kakšno je povpraševanje, kakšna je prisotna tehnologija v panogi poslovanja.
4. Obstoječa in potencialna konkurenca. Pri pregledu poslovanja, odločanju o poslovnih strategijah in oceni potencialov panoge je konkurenca eden izmed najpomembnejših dejavnikov odločanja.
5. Zakonske omejitve. Pri oceni trga je potrebno biti pozorni tudi na obstoječe in veljavne zakone, patente in licence, ki vplivajo na odločanje pri poslovanju.
6. Dobavitelji. Pregled obstoječih odnosov in pogodb med konkurenti ter dobavitelji vpliva na poslovanje ocenjevanega podjetja, kajti ekskluzivne in omejitvene pogodbe o dobavljanju, lahko podjetje zelo omejijo pri poslovanju.
7. Tržna pozicija. Tu obstaja več dejavnikov, ki vplivajo na to, kako je podjetje umeščeno na trgu: geografska pozicija podjetja, glede na poslovne cilje, ugled podjetja, tržni pristop in metode izvajanja marketinga, cenovna politika.
8. Ocena potrošnikov. Njihove navade, sposobnosti razlikovanja produktov, pričakovanja glede kvalitete.
9. Zaposleni. Potencialne težave pri pridobivanju ustrezno izobraženega kadra, sindikalne zahteve in omejitve pri zaposlovanju in odpuščanju zaposlenih, denarne in ostale individualno pogodbene določene privilegije zaposlenih.

Glede na zgoraj napisano, se lahko na grobo določi potek vrednotenja. Namen vrednotenja je razviden iz samega naročila, zakaj se vrednotenje sploh izvaja. Naslednji korak je preučitev in razumevanje razlik s strani ocenjevalca, ki se pojavljajo pri vrednotenju manjših podjetij in se razlikujejo glede na vrednotenje velikih podjetij. Potrebno je tudi zbrati čim več kvalitativnih dejavnikov, ki bodo pomagali čim bolj prikazati okolje poslovanja podjetja in bodo pomagali pri razlagi dobljenih rezultatov. V naslednji fazi je potrebno dobljene podatke analizirati, iz njih izluščiti informacije, ki v samem procesu vrednotenja morebiti koristijo in se lotiti najzahtevnejšega dela, torej samega pregleda ter ocenjevanja poslovanja in finančnega stanja podjetja.

Na tej točki je potrebno izbrati modele in metode, ki se jih bo uporabilo za ocenjevanje vrednosti. Kot prvo si je potrebno postaviti vprašanje, ali je sploh možno, da obstaja vrednotenje, ki kot rezultat poda objektivno oceno vrednosti podjetja. Odgovor na to vprašanje je v večini literature⁴ s področja vrednotenja, nikalen. Vzroki za to so predvsem v različnih pogledih in razumevanju določene naloge ocenjevalca vrednosti podjetja. Uporabo metod za vrednotenje se kljub temu, da je postopek vrednotenja večinoma definiran, da razlagati na različne načine. Tukaj pride do izraza subjektivni pogled ocenjevalca. Poleg tega večina metod za vrednotenje podjetij predpostavlja popolno učinkovitost trga, ki jo je v tržnih razmerah skoraj nemogoče doseči. Trg naj bi bil sestavljen iz dobro obveščanih in poučenih kupcev in prodajalcev, ki lahko trgujejo na brezplačen in neomejen način s homogenim blagom. Tem zahtevam ustrezajo nekateri trgi blaga in vrednostnih papirjev. Kot primer se lahko navede trg zlatih palic in trg državnih obveznic (Gregory, 1992, str. 1). Čeprav v primeru, da je bila dolgoročna obrestna mera slabo napovedana, je verjetno tudi trg državnih obveznic precenjen oziroma podcenjen.

Kljub temu dejstvu se lahko, z izbiro čim bolj ustrezne metode vrednotenja in ustrezno natančnostjo, prikaže najboljši približek poštene vrednosti podjetja. Tu se pojavi problem izbire najpriljubitejših metode, saj se večina metod nanaša na podjetja, katera imajo kapital razdeljen na delnice, tako da na podlagi vrednosti delnic, metode izračunajo vrednost podjetja. Enako velja za kriterije vrednosti, ki večinoma temeljijo na vrednosti delnice podjetja. Zato so v diplomskem delu le na kratko opisani, nekoliko prilagojeni in iz njih so pridobljene verodostojne informacije z namenom, da bodo podali čim koristnejše informacije o poslovanju in finančnem stanju obravnavanega podjetja.

Sledi kratek opis kriterijev poslovanja podjetja in modelov uspešnosti poslovanja. Ti zadnji so podrobneje opisani in prikazani v obliki, da se preko njih določi vrednost podjetja.

3 VREDNOTENJE PODJETIJ

3.1 Kazalci uspešnosti poslovanja

Pri ocenjevanju poslovanja podjetja si lahko pomagamo z različnimi kazalci, ki so v praksi razširjeni in se uporabljajo. Ti kazalci temeljijo na podatkih, ki so objavljeni v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida podjetja. Veliko teh kazalnikov temelji na ceni delnice podjetja, zato v tej obravnavi taki kazalci niso uporabljivi, kljub temu so na kratko predstavljeni, predvsem z namenom predstavitve širšega pogleda na temo vrednotenja podjetij. Taki kazalci so: P/E (cena delnice/čisti dobiček na delnico), P/B (cena delnice/knjigovodska vrednost podjetja na delnico), P/S (cena delnice/prihodki na delnico) in kazalec $EV/EBITDA$. Poleg teh kazalnikov so

⁴ Podlaga tej trditvi je naslednja literatura s področja ocenjevanja vrednosti: Barker, 2001; Copeland, Koller, Murrin, 1996; Damodaran, 1994; Gregory, 1992.

predstavljeni tudi bolj uporabni kazalniki za cilj analize, ki spadajo v sklop Du-Pont⁵ analize. Ti kazalniki so: *ROA* (donosnost sredstev), *ROE* (donosnost kapitala), zadolženost (sredstva/kapital) in donosnost prihodkov ali marža (dobiček iz poslovanja/prihodki). Poleg kazalnikov iz sklopa Du-pont, je opisan še kratkoročni koeficient likvidnosti (kratkoročna sredstva/kratkoročne obveznosti). Kot omenjeno, ti kazalniki temeljijo na računovodskih izkazih. Glede na njihovo lahko izračunljivost, so zelo uporabljeni pri primerjavi uspešnosti poslovanja med podjetji, saj lahko vsakdo, tudi manj poučen vlagatelj, preko računovodskega izkaza podjetja pride do zahtevanih podatkov za izračun kazalnika in dobljeni rezultat primerja s kazalniki izračunanimi za podobna podjetja. Tu pa se tudi pojavijo slabosti, zaradi katerih ti kazalci velikokrat niso verodostojni za ocenjevanje poslovanja podjetja.

Kot prvo je potrebno biti pri izračunu vseh zgoraj naštetih kazalnikov zelo pazljiv pri izbiri postavk v formulah, saj je mogoča različna razlaga, katero postavko iz bilance stanja oziroma izkaza poslovnega izida zajeti v formulo. Problem se pojavi tudi pri izbiri primerljivih podjetij za medsebojno primerjavo izračunanih kazalnikov. Ta problem je še posebno pereč v Sloveniji, saj zaradi majhnosti gospodarstva obstaja zelo malo medsebojno primerljivih podjetij, naj si bo to po panogi poslovanja, velikosti sredstev, obsegu poslovanja ali proizvodnje in številu zaposlenih.

Poleg teh slabosti, pri izračunu zgoraj naštetih kazalnikov, največjo težavo predstavljajo sami računovodski izkazi. Kljub temu, da je sestava računovodskih izkazov predpisana s strani SRS (Slovenski računovodski standardi), je mogoče določene postavke prirejati in tako vplivati na višino kazalnikov (Cook, Lavrenčič, 2000, str. 23). To je bilo predvsem problematično v preteklosti, ko so bili SRS različni od MRS (Mednarodni računovodski standardi). Kot primer se lahko navede izračun amortizacije in različno upoštevanje ter knjiženje nastalih stroškov (primer so lahko stroški za raziskave in razvoj), katere se kratkoročno lahko zniža oziroma se jih da prenesti na naslednje poslovno leto in tako bistveno izboljšati rezultat podjetja za tekoče leto.

Kljub vsemu pa so ob upoštevanju teh slabosti in pravilnem izračunu, ti kazalniki uporabljen vir informacij in hiter pokazatelj uspešnosti poslovanja podjetja. Poleg primerjave med podobnimi podjetji, se jih uporablja za primerjavo uspešnosti poslovanja obravnavanega podjetja v času.

3.1.1 Donosnost sredstev (*ROA*)

Donosnost sredstev ali *ROA* (ang. *Return on Assets*) pokaže uspešnost uporabe sredstev podjetja in je bistveno boljši kriterij, kot je donosnost navadnega kapitala – *ROE*, ki je sicer

⁵ Du- Pont model temelji na sistemu povezanih finančnih kazalcev. Uvedli so ga v ameriški družbi I.E. Du Pont de Nemours & Co., po kateri tudi nosi ime. Prvotni sistem je sestavljen iz 51 različnih kazalcev in je veliko bolj zahteven kot prikazani kazalci v tem delu. V nadaljevanju so prikazani le štirje najbolj uporabljivi kazalci za analizo, predstavljeni kot samostojni kazalci in ne kot medsebojno povezani. Seveda se jih da vse štiri medsebojno povezati in tudi izpeljati. Več o modelu Du- Pont v Turk (1995, str. 7).

občutljiv na spremembe finančnega vzvoda podjetja (opis tega problema sledi pod naslednjo točko). *ROA* je definiran kot razmerje med (White, Sondhi, Fried, 2003, str. 167):

$$ROA = \frac{EBIT}{SREDSTVA} \quad [1]$$

Kazalnik *ROA* je zelo enostaven za izračun, toda v delu Copeland, Koller, Murrin (1996, str. 169) opozarjajo na nekonsistentnost med števcem in imenovalcem ter s tem na njegovo slabost. Običajno se namreč pri izračunu vseh sredstev ne izloči obveznosti, ki ne prinašajo donosov, prihodki in stroški financiranja teh sredstev pa niso vključeni v poslovnih stroških podjetja (v števcu).

3.1.2 Donosnost kapitala (*ROE*)

Donosnost kapitala ali *ROE* (ang. *Return on Equity*) je zelo uporabljen kazalec dobičkonosnosti poslovanja podjetij. Je enostaven za izračun in definiran kot (White, Sondhi, Fried, 2003, str. 167):

$$ROE = \frac{EBIT}{KAPITAL} \quad [2]$$

Obe postavki sta lahko pridobljivi. Dobiček iz poslovanja pred davki in obrestmi se nahaja v izkazu poslovnega izida, povprečni kapital pa v bilanci stanja. *ROE* je lahko precej volatilen kazalec, saj se spreminja skladno s spreminjanjem finančnega vzvoda, ki ga lahko menedžment podjetja hitro uravnava v svojo korist. Finančni vzvod se lahko spremeni z novim zadolževanjem ali poplačilom dolga. Kljub temu *ROE* splošno velja, kot dober pokazatelj uspešnosti poslovanja podjetja, saj nam prikaže koliko odstotno dobičkonosnost ustvari podjetje glede na lastniški kapital. Seveda višji kot je odstotek, boljše podjetje posluje in izkorišča kapital.

3.1.3 Zadolženost

Kazalnik zadolženosti pokaže, v kolikšnem delu podjetje financira sredstva z lastniškim kapitalom. Izračun kazalnika je izvedljiv po naslednji formuli:

$$ZADOLŽENOST = \frac{SREDSTVA}{KAPITAL} \quad [3]$$

Kazalnik zadolženosti naj ne bi naraščal skozi leta (v primeru, da podjetje že izkorišča financiranje s tujimi viri- za "ustrezno" raven zadolžitve, se lahko upošteva povprečje panoge), saj bi njegovo eventualno naraščanje pomenilo, da se podjetje vedno bolj financira s tujimi viri sredstev. Visok kazalnik pomeni slabo strukturo financiranja podjetja. Bližji kot je kazalnik

številu 1, več lastniškega kapitala ima podjetje, kar nakazuje na dobro finančno stanje podjetja. V realnosti je ta kazalec običajno nad 1,5 kot pod to vrednostjo, velikokrat pa tudi zelo višje, kot je to običajno pri podjetjih v trgovski dejavnosti. Trgovska podjetja imajo običajno veliko količino blaga ter proizvodov v prodajalnah in med zalogami, ki ga deloma financirajo dobavitelji, delež lastniškega kapitala pa je nizek. Visok delež kapitala med vsemi sredstvi imajo predvsem podjetja, ki dobro poslujejo in jim ni potrebno iskati tujih virov za financiranje poslovanja. Nižji kazalnik zadolženosti lahko pomeni tudi slabost, saj pomeni da podjetje ne izkorišča financiranja z dolžniškimi viri sredstev, ki so običajno cenejši, saj je zahtevana stopnja donosa na lastniški kapital višja od zahtevane stopnje dolžniškega kapitala. Nenazadnje je tu pomemben tudi davčni vidik financiranja podjetja s tujim kapitalom, saj obresti znižujejo davčno osnovo pri plačilu davka na dobiček. Manjša podjetja imajo običajno ta kazalnik višji kot večja podjetja, kajti lastniki podjetij običajno vložijo v podjetje minimalno zahtevani kapital in tudi v naslednjih letih si večinoma raje izplačujejo večji del dobička (seveda če ga ustvarijo in prikažejo), ki ga potrebujejo za življenje, kot da ga nalagajo v podjetje.

3.1.4 Donosnost prihodkov ali marža

Ta kazalnik pove, koliko dobička oziroma izgube iz poslovanja je bilo ugotovljene na 100 tolarjev doseženih skupnih prihodkov gospodarske družbe. Kazalnik je predstavljen kot razmerje med:

$$DOBIČKONOSNOST \text{ ČISTI PRIHODKOV IZ PRODAJE} = \frac{DOBIČEK \text{ IZ POSLOVANJA}}{\text{ČISTI PRIHODKI IZ PRODAJE}} \quad [4]$$

Gospodarska družba je poslovno uspešnejša, če izkazuje dobiček in je vrednost tega kazalnika čim višja. Vrednost kazalnika je smiselno primerjati med gospodarskimi družbami v isti dejavnosti. Dejavnosti, kjer je obračanje sredstev hitrejše, imajo običajno nižjo dobičkonosnost prihodkov in obratno. Kazalnik vpliva na donosnost sredstev in kapitala. V primeru, da gospodarska družba ali dejavnost nista poslovali pozitivno, če je gospodarska družba ugotovila izgubo, dejavnost pa neto izgubo (negativno razliko med dobičkom in med izgubo), ima vrednost tega kazalnika negativni predznak.

3.1.5 Kratkoročni koeficient likvidnosti

Kratkoročni koeficient (ang. *current ratio*) likvidnosti kaže razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi ter prikazuje plačilno sposobnost podjetja na kratek rok. Formula za kazalnik se glasi:

$$KRATKOROČNI \text{ KOEFICIENT LIKVIDNOSTI} = \frac{KRATKOROČNA \text{ SREDSTVA}}{KRATKOROČNE \text{ OBVEZNOSTI}} \quad [5]$$

Kot kratkoročna sredstva so upoštevane zaloge, kratkoročne terjatve iz poslovanja, kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva. Če je vrednost kazalnika 1, ima gospodarska družba

kratkoročna sredstva v celoti financirana s kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev. Če je vrednost kazalnika večja od 1, gospodarska družba kratkoročna sredstva financira tudi dolgoročno. Čim večja je vrednost tega kazalnika, ugodnejša naj bi bila plačilna sposobnost gospodarske družbe. Praviloma naj bi znašala vrednost kazalnika okoli 2, saj je to minimum, ki je potreben za zanesljiv denarni tok. Natančnih mej ustreznosti kazalnika ni, kajti tudi v primeru previsoke vrednosti nastopijo težave, ki se izražajo preko stroškov zagotavljanja take višine kazalnika. Rastoča vrednost kazalnika skozi leta pomeni, da podjetje v kratkoročna sredstva veže primerljivo večje vsote denarja kot v preteklih obdobjih in obratno.

3.1.6 Kazalci vrednosti podjetja, ki temeljijo na relativnem vrednotenju

3.1.6.1 Multiplikator čistega dobička (*P/E*)

Multiplikator čistega dobička na delnico ali kazalec *P/E* (ang. *Price/Earnings*) je zelo uporabljen kazalec pri ocenjevanju vrednosti delnice podjetja. Kazalec se običajno primerja z istim kazalcem drugih podjetij in se glede na njegovo višino skuša ugotoviti ali je tržna cena delnice precenjena ali podcenjena. Kazalec *P/E* se izračuna kot:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{TRŽNA VREDNOST DELNICE}}{\text{ČISTI DOBIČEK NA DELNICO}} \quad [6]$$

Kazalnik *P/E* pove, koliko tolarjev so vlagatelji v danem trenutku pripravljeni plačati za en tolar čistega dobička, ki ga je podjetje ustvarilo na eno delnico v preteklem obračunskem obdobju. Ta sicer pogosto uporabljen kazalnik ima precej pomanjkljivosti. Potrebno je opozoriti, da je vrednost delnice odvisna od prihodnje uspešnosti poslovanja podjetja, ne pa od pretekle uspešnosti, ki jo med drugim prikazuje čisti dobiček. Pomanjkljivost kazalnika je tudi ta, da se kazalnika ne da izračunati za družbe, ki ne dosega dobička. Kljub pomanjkljivostim je kazalnik *P/E* zelo enostaven za izračun in ga zato uporablja širši krog vlagateljev, predvsem manj poučeni, saj na njegovi podlagi enostavno primerjajo katero podjetje je "primerno za nakup". Pri primerjavi je potrebno biti pozorni na izbiro ustreznih podjetij, saj se višina *P/E* loči, glede na panogo v kateri podjetje posluje (tehnološka podjetja imajo višje kazalce *P/E*, saj se pričakuje višje donose v prihodnosti), ter glede na velikost podjetja (manjša podjetja dosega nižje *P/E* od velikih "borznih" podjetij zaradi nižjega prometa z delnico in večjega tveganja poslovanja).

3.1.6.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti (*P/B*)

Kazalec *P/B* (ang. *Price/Book Value*) ali multiplikator knjigovodske vrednosti se izračuna po naslednji formuli:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{TRŽNA VREDNOST DELNICE}}{\text{KNJIGOVODSKA VREDNOST PODJETJA NA DELNICO}} \quad [7]$$

$$KNJIGOVODSKA \text{ VREDNOST PODJETJA NA DELNICO} = \frac{LASTNIŠKI \text{ KAPITAL}}{\text{ŠTEVILO NAVADNIH DELNIC}} \quad [8]$$

Kazalnik *P/B* nam pove, koliko tolarjev so bili vlagatelji v danem trenutku pripravljeni plačati za en tolar knjigovodske vrednosti delnice. Tako kot pri razlagi multiplikatorja čistega dobička in podobnih kazalnikov je tudi pri razlagi tega kazalnika potrebna precejšnja previdnost. Knjigovodska vrednost podjetja na delnico se izračuna kot lastniški kapital deljen s številom delnic podjetja. Običajno se kot merilo, koliko je vredna delnica, vzame vrednost kazalca 1, kar pomeni, da je v takem primeru tržna cena delnice enaka knjigovodski vrednosti podjetja na delnico. Če je kazalnik pod 1 pomeni, da je tečaj delnice pod knjigovodsko vrednostjo oziroma če je nad 1 je nad knjigovodsko vrednostjo. Merilo, koliko naj bi znašal kazalnik pri katerem je neka delnica še ugodna za nakup, ne obstaja, saj na to, da ima neka delnica v nekem trenutku določeno vrednost kazalnika *P/B* vpliva več dejavnikov (panoga poslovanja podjetja, poslovanje podjetja, cikel v gospodarstvu,...). Ta kazalnik ima kar nekaj slabosti, katere so obširneje predstavljene v literaturi (Kleindienst, 2001, str. 220-224).

3.1.6.3 Multiplikator prodaje (*P/S*)

Oba zgoraj opisana kazalnika sta zelo poznana in v uporabi že vrsto let. V zadnjih letih pa se vedno bolj uporablja tudi kazalnik *P/S* (ang. *Price/Sales*) ali multiplikator prodaje, ki predstavlja razmerje med tržno vrednostjo delnice in doseženimi prihodki iz prodaje na delnico. Formula za izračun se glasi:

$$\frac{P}{S} = \frac{TRŽNA \text{ VREDNOST DELNICE}}{PRIHODKI \text{ IZ PRODAJE NA DELNICO}} \quad [9]$$

Kazalnik je veliko bolj uporabljen kot oba zgoraj opisana, saj se ga da izračunati za vsa podjetja, ki dosegajo prihodke. Boljši je tudi z vidika verodostojnosti, saj se prihodke iz prodaje težje prireja, medtem ko je dobiček iz poslovanja in knjigovodsko vrednost preko računovodskih odločitev mogoče do neke mere prirediti. Slabost *P/S* je predvsem v njegovi majhni stabilnosti, saj se pri slabšem poslovanju podjetja kazalnik odraža z veliko večjo spremembo, kot je le ta deležna pri kazalnikih *P/E* in *P/B*.

3.1.6.4 Kazalec *EV/EBITDA*

Kazalec *EV/EBITDA* je alternativa kazalcu *P/E* z razliko, da je kazalec *EV/EBITDA* bolj verodostojen in boljši pokazatelj dejanskega stanja v podjetju. Kazalec se izračuna kot razmerje:

$$\frac{EV}{EBITDA} \quad [10]$$

Razlaga kazalca:

EV - tržna vrednost podjetja z "neto finančnim stanjem" podjetja (ang. *enterprise value*)

EBITDA - dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo (ang. *earnings before interest, depreciation and amortization*)

$$EV = \text{Tržna kapitalizacija} + \text{Tržna vrednost dolga} - \text{Likvidna finančna sredstva podjetja} \quad [11]$$

Kjer so:

Tržna kapitalizacija = Število delnic x Cena delnice,

Tržna vrednost dolga = Dolgoročne obveznosti + Kratkoročne obveznosti iz financiranja,

Likvidna finančna sredstva podjetja = Kratkoročne finančne naložbe + Denar.

Razlog da je *EV/EBITDA* boljši pokazatelj kot kazalec *P/E* je v tem, da je multiplikator čistega dobička (*P/E*) preveč splošen in upošteva le ceno delnice na trgu. Kazalec *EV/EBITDA* v števcu poleg cene delnice upošteva še dejanske podatke o finančnem stanju v podjetju in nam prikaže realnejšo finančno sliko podjetja preko višine izračunanega kazalca. Seveda je tudi *EBITDA* v imenovalcu boljši pokazatelj realnega stanja v podjetju kot le čisti dobiček podjetja. V števcu se od dolga odštejejo likvidna finančna sredstva, zato ker so v izkazu poslovnega izida dobljene obresti upoštevane šele v dobičku iz rednega delovanja, ta kazalec pa v imenovalcu upošteva *EBITDA*, kjer te obresti niso zabeležene.

Torej je kazalec *EV/EBITDA* lahko uporabljen kot dobra alternativa kazalcu *P/E*, z namenom ocenjevanja ali je delnica podjetja poceni ali predraga v primerjavi z drugimi delnicami podjetij v isti dejavnosti z nekaterimi prednostmi: je uporaben kazalec za mednarodno primerjavo, saj ne upošteva davkov, kateri so v različnih državah različno izračunani ter je uporaben za ugotavljanje, katera podjetja so zrela za prevzem. *EV* v števcu je boljši pokazatelj kot sama tržna kapitalizacija podjetja za primer prevzema, saj *EV* upošteva dolg, ki ga bo prevzemnik dobil skupaj s podjetjem in ni nevarnosti za kasnejša presenečenja ob ugotavljanju dejanske zadolženosti podjetja. Podjetja z nizkim kazalcem *EV/EBITDA* so torej potencialno ugodne prevzemne tarče.

Vsi štirje kazalniki so opisani le na kratko in površno, saj se pri analizi večine manjših podjetij, katera kapitala nimajo razdeljenega na delnice, ne uporabljajo, pripomorejo pa k boljšemu pregledu celotne obravnavane tematike⁶.

3.2 Dinamične metode za oceno vrednosti podjetja

Zgoraj opisani kriteriji uspešnosti poslovanja so dober pokazatelj poslovnega in finančnega stanja v podjetju, vendar imajo skupen problem. Vsa se namreč nanašajo na analiziranje preteklega poslovanja. Ravno zaradi te slabosti, je v delu vrednost podjetja ocenjena na podlagi

⁶ Za podrobnejši pregled glej: Damodaran, 1994, str. 197-262; Brigham, Daves, 2002, str. 215-241.

metode diskontiranih denarnih tokov (*DCF- Discounted Cash Flow*) in metode ekonomske dodane vrednosti (*EVA- Economic Value Added*). Skozi čas se je razvilo precej metod izračuna vrednosti podjetja. Skupno večini metod je to, da temeljijo na pričakovanih koristih, ki jih bo lastnik podjetja pridobil v prihodnosti. Pričakovane koristi bodo tem večje, čim višji bodo pričakovani denarni tokovi, ki jih bo lastnik dobil, čim prej jih bo dobil in čim manjše je tveganje, povezano z njimi.

Napovedovanje prihodnjih denarnih tokov je lahko zelo subjektivno, saj so napovedi za deset let in več v prihodnost, bolj ugibanje, kot realna slika. Obenem je tu potrebno določiti še oceno končne vrednosti, določiti diskontno stopnjo, stopnjo rasti,... Kljub vsem tem elementom in povezano zahtevnostjo za določitev njihove višine, si je finančna stroka enotna, da je dinamična metoda vrednotenja edina teoretično pravilna metoda vrednotenja vrednosti podjetja (Kleindienst, 2000, str. 10).

3.2.1 Metoda diskontiranih denarnih tokov (*DCF*)

Sedanjo vrednost sredstev predstavlja vrednost njihovih bodočih koristi. Če se hoče vedeti, koliko je neko sredstvo vredno sedaj, je potrebno vrednost iz prihodnosti diskontirati na sedanjo in tako ugotoviti, koliko se je sedaj pripravljeno plačati za koristi, ki jih bo sredstvo prineslo skozi čas. Ta postopek se imenuje diskontiranje, kjer se neko pričakovano prihodnjo korist ali več pričakovanih prihodnjih donosov prevede v sedanjo vrednost z uporabo diskontne stopnje (Pratt, 1993, str. 161). Splošna formula po kateri se diskontira prihodnje vrednosti/donose se glasi:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^t} \quad [12]$$

Kjer simboli predstavljajo:

PV – sedanja vrednost (ang. *present value*),

FV – prihodnja vrednost (ang. *future value*),

r – diskontna stopnja ,

t – časovno obdobje.

To je osnovna formula preko katere se diskontira prihodnjo vrednost, ki se pričakuje, da jo bo podjetje ustvarilo v prihodnosti. Denarne tokove se diskontira tako, da se naredi spremembo v števcu formule, kjer se namesto *FV* upošteva denarne toke sredstva oziroma podjetja. Za diskontno stopnjo se upošteva tehtano povprečje stroškov kapitala (*WACC*), ki se ga bo v nadaljevanju podrobneje predstavilo. Najpomembnejše pri ocenjevanju vrednosti podjetja je pravilno oceniti denarne toke obstoječih sredstev in denarne toke, ki se jih pričakuje, da jih bo podjetje ustvarjalo z rastjo v prihodnosti ter na njihovi podlagi izračunati, pri upoštevanju diskontne stopnje, čim bolj pošteno vrednost podjetja.

3.2.1.1 Denarni tok podjetja

Prosti denarni tok (v nadaljevanju: PDT) je definiran kot denarni tok, ki ga ima podjetje na razpolago za razdelitev med lastnike potem, ko je samo podjetje že naredilo vse naložbe v stalna sredstva in gibljiva sredstva, potrebna za ohranjanje stabilne rasti in dobrega poslovanja tudi vnaprej (Brigham, Daves, 2002, str. 187). Denarni tok podjetja se lahko razbere iz izkaza finančnega izida podjetja. Ta pa sam po sebi ne prikaže, koliko prostega denarnega toka je podjetje ustvarilo za lastnike, ampak ga moramo sami izračunati prek uporabe računovodskih postavk iz tega izida, bilance stanja in izkaza uspeha. Vrednost podjetja se računa na podlagi prostega denarnega toka ustvarjenega v podjetju danes in v prihodnosti. Ravno napoved prostega denarnega toka v prihodnosti je najtežje opravilo. Predvsem je potrebno predpostaviti trajni obstoj podjetja in napovedati denarne tokove v prihodnost. Lažje je napovedati denarne tokove, ki jih bo podjetje ustvarilo v bližnji prihodnosti, saj so le ti odraz tekočega in preteklega poslovanja. Težje je napovedati denarne tokove čez deset let in več. V ta namen se uporabi ločnica, ki razmejuje dve obdobji poslovanja: določeno obdobje napovedi in prihodnje določeno napovedano obdobje (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 139), ki je obdobje po koncu določenega obdobja.

$$\text{Vrednost} = \text{Sedanja vrednost denarnih tokov v določenem obdobju napovedi} + \text{Sedanja vrednost denarnih tokov po določenem obdobju napovedi} \quad [13]$$

Vrednost sredstev/podjetja po določenem obdobju napovedi imenujemo končna oziroma preostala vrednost. Za izračun te vrednosti so bile oblikovane preproste formule, z namenom olajšanja izračuna denarnih tokov podjetja v zelo oddaljeno obdobje v prihodnosti, ki se jih bo predstavilo skupaj z ustrežno razlago v nadaljevanju.

Definicija prostega denarnega toka je bila že podana, potrebno pa je prikazati še njegov postopek izračuna. PDT se poenostavljeno izračuna kot denarni tok, ki je zmanjšan za plačane davke in vse izvedene naložbe podjetja, ter predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja. Podrobnejša sestava PDT je predstavljena v tabeli 1.

Tabela 1: Izračun prostega denarnega toka podjetja (PDT)

<i>Prosti denarni tok podjetja:</i>
Prihodki iz poslovanja - Poslovni odhodki (str.materiala, str.storitev, str.dela)
= <i>EBITDA</i> (poslovni izid iz poslovanja, brez amortizacije, obresti in davkov)
- Amortizacija
= <i>EBIT</i> (poslovni izid iz poslovanja, brez obresti in davkov)
- davek za plačilo glede na <i>EBIT</i>
= <i>NOPAT</i> (čisti dobiček iz poslovanja po davkih)
- Naložbe podjetja (povečanje gibljivih sredstev + nove naložbe v stalna sredstva + povečanje ostalih sredstev)
= PDT podjetja
+ Denarni tok iz neposlovnih naložb podjetja
= Celotni PDT, ki je na razpolago lastnikom podjetja

Vir: Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 140; Damodaran, 1994, str. 44

Postopek izračuna PDT se začne s seštevkom vseh poslovnih prihodkov, od katerih se odštejejo poslovni odhodki brez amortizacije. Dobljen znesek je poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo (v nadaljevanju *EBITDA*- ang. *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*). Če se od *EBITDA* odšteje še amortizacijo (odpise vrednosti), se dobi poslovni izid iz poslovanja, ki ne vključuje obresti in davkov (v nadaljevanju *EBIT*-ang. *Earnings Before Interest and Taxes*). *EBIT* tako vključuje vse poslovne prihodke in odhodke ter amortizacijo, ne vključuje pa finančnih prihodkov in odhodkov (obresti) ter izrednih prihodkov in odhodkov. *EBIT* temelji na denarnih transakcijah podjetja, edina nedenarna transakcija/strošek je amortizacija. Razlika med *EBIT* in davkom je čisti dobiček iz poslovanja po davkih (v nadaljevanju *NOPAT*- ang. *Net Operating Profit After Taxes*). Prosti denarni tok podjetja se dobi tako, da se od *NOPAT* odšteje vse naložbe podjetja, ki obsegajo: spremembe gibljivih sredstev, nove naložbe v stalna sredstva ter povečanje ostalih sredstev podjetja. Če se temu PDT prišteje še denarni tok iz neposlovnih naložb podjetja, dobimo končni PDT, ki ga dobijo vlagatelji/lastniki podjetja in je tudi končni znesek, ki se ga v tem delu išče.

Za lastnike podjetja je poznavanje višine PDT pomembno zato, da lahko razberejo koliko dobička si lahko izplačajo sebi in koliko dobička morajo pustiti v podjetju, da bo lahko tudi vnaprej normalno poslovalo in se razvijalo. Če si lastniki izplačajo višji dobiček kot znaša PDT pomeni, da se mora podjetje dodatno zadolžiti za doseganje zastavljenega poslovanja v prihodnosti (tu je mišljena predvsem zastavljena naložbena dejavnost podjetja v prihodnosti). Dodatno zadolževanje pa za podjetje pomeni dodatne stroške obresti in slabšanje kapitalske pozicije podjetja ter morebitno zavračanje potencialno zanimivih naložb zaradi pomanjkanja sredstev.

Vsa podjetja ne dosegajo pozitivnega PDT. Negativni PDT ne pomeni nujno slabega stanja za podjetje, ampak je to odvisno od vzroka nastanka negativnega PDT: v primeru, da je negativen *NOPAT*, negativen PDT predstavlja veliko težavo, saj verjetno podjetje slabo posluje; v primeru da se podjetje hitro razvija in veliko vlaga v naložbe, predstavlja negativni PDT le

začasno stanje in gre pričakovati večje PDT v prihodnosti, ko se bodo kazali pozitivni učinki naložb na poslovanje. Enako pomeni negativni PDT v podjetju, ki je v začetni dobi poslovanja. V primeru, da negativni PDT v podjetju nastaja zaradi večjih naložb, je boljše, da si lastniki v tem obdobju ne izplačajo dobička (seveda v primeru, da ga podjetje sploh ustvarja), temveč morajo priskrbeti dodatna sredstva za nadaljnje poslovanje podjetja (velikokrat se povečujejo obveznosti podjetja) (Brigham, Daves, 2002, str. 189).

Ravno zaradi negativnih PDT in lažjega razumevanja višine PDT, se za oceno profitabilnosti rasti podjetja uporablja donosnost vložnega kapitala (v nadaljevanju *ROIC*- ang. *Return On Invested Capital*).

3.2.1.2 Donosnost vložnega kapitala (*ROIC*)

Donosnost vložnega kapitala - *ROIC* je kazalec, ki nam pomaga pri razlagi višine PDT. PDT je najpomembnejši v celotnem procesu vrednotenja, saj se glede na njegovo višino določi končno vrednost podjetja. Kot je zgoraj opisano, je PDT izražen kot razlika med *NOPAT* in naložbami podjetja. Na podlagi stopnje rasti *NOPAT*-a v prihodnosti, poleg ostalih dejavnikov (amortizacija, samo poslovanje, makroekonomske razmere...), se lahko sklepa, v katero smer se bodo gibali diskontirani PDT, ki se jih bo izračunalo. *ROIC* je kazalec, ki pokaže, koliko *NOPAT*-a je ustvarjenega iz vsakega tolarja v vložnem kapitalu. *ROIC* je sestavljen kot:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{VLOŽENI KAPITAL} \quad [14]$$

NOPAT je bil definiran že v prejšnji točki, vloženi kapital pa se lahko razlaga kot vrednost sredstev, katera podjetje potrebuje pri poslovanju. Vloženi kapital se dobi tako, da se v bilanci stanja skupaj sešteje neopredmetena dolgoročna sredstva, opredmetena osnovna sredstva in neto obratna sredstva. Neto obratna sredstva so sestavljena iz obratnih sredstev, ki sodelujejo pri poslovanju podjetja in ne vključujejo kratkoročnih finančnih naložb. Ravno tako se ne upošteva v izračunu dolgoročnih finančnih naložb, katere neposredno ne sodelujejo pri poslovanju podjetja. Od dobljenega zneska je potrebno odšteti še poslovne obveznosti in pasivne časovne razmejitev, tako da se dobi vloženi kapital.

Vloženi kapital je mogoče enako izračunati tudi na pasivni strani bilance stanja, in sicer tako, da seštejemo skupaj lastniški kapital, dolgoročne rezervacije ter dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti, od dobljene vsote odštejemo dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe.

Če je dobljeni *ROIC* višji kot je zahtevana stopnja donosa vlagateljev (to stopnjo dobimo preko *WACC* modela, ki je opredeljen v naslednji točki), podjetje ustvarja novo vrednost, kar predpostavlja na višjo vrednost PDT v prihodnosti in posledično tudi vrednost podjetja. S primerjavo *ROIC* in *WACC* vidimo, da negativni denarni toki niso vedno slabo znamenje v primeru, če podjetje dosega visoko stopnjo rasti (Brigham, Daves, 2002, str. 190). *ROIC* v

primerjavi z WACC in pričakovana stopnja rasti podjetja sta glavna kazalca za ocenitev vrednosti podjetja.

3.2.1.3 Določitev diskontnega faktorja

Tako lastniki kot posojilodajalci pričakujejo, da bodo nagrajeni za oportunitetno odrekanje denarju, ki so ga dali na razpolago podjetju. To odrekanje se meri z diskontnim faktorjem, ki je obenem tudi eden izmed elementov, ki sestavljajo formulo za izračun diskontiranih prihodnjih prostih denarnih tokov. Z diskontnim faktorjem diskontiramo napovedane prihodnje PDT na sedanjo vrednost in tako ugotovimo, koliko je podjetje vredno sedaj. Diskontni faktor se bo izračunalo preko modela tehtano povprečnih stroškov kapitala (v nadaljevanju: WACC- ang. *Weighted Average Cost of Capital*), saj je strošek kapitala sestavljen tako iz stroškov dolga kot iz stroška lastniškega kapitala, odvisno od njune prisotnosti pri financiranju podjetja. Zelo malo podjetij se namreč financira le preko enega vira financiranja (lastnih oziroma tujih virov), zato je za boljšo oceno prave vrednosti diskontnega faktorja dobro upoštevati WACC.

Kolikšna bo višina dolžniškega oziroma lastniškega kapitala v podjetju, je v večini podjetij zastavljeno preko ciljne strukture kapitala. Zastavljeno imajo koliko naj bi znašal lastniški in koliko dolžniški kapital, z namenom, da bi podjetje pri tej višini dosegalo najboljše rezultate glede na vložena sredstva. V realnosti se ta zastavljena struktura malokrat doseže zaradi stalnih sprememb v gospodarstvu in posledično spreminjanju višine obrestnih mer določenega vira. WACC model je odvisen od zastavljene ciljne strukture kapitala, saj so v njegovi formuli zajeti elementi, ki določajo ciljno strukturo. Formula za izračun WACC se glasi (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 248):

$$WACC = k_d (1-T) \frac{D}{V} + k_p \frac{P}{V} + k_s \frac{E}{V} \quad [15]$$

Kjer simboli predstavljajo:

k_d – strošek dolga,

k_p – strošek prednostnega kapitala⁷,

k_s – strošek navadnega kapitala,

T – davčna stopnja za podjetje ,

D – vrednost dolga,

P – vrednost prednostnega kapitala⁷,

E – vrednost navadnega kapitala,

V – vrednost celotnega kapitala ($V = D + P + E$)⁸.

⁷ Zgoraj je opisana običajna formula za izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala za delniške družbe. Pri manjših podjetjih strošek prednostnega lastniškega kapitala velikokrat odpade, saj se podjetja s prednostnim lastniškim kapitalom navadno ne financirajo.

⁸ V- vrednost celotnega kapitala, je izračunan kot vsota D in E.

Formula za izračun *WACC* je podana, potrebno je določiti še posamezne elemente formule. Po vrsti si posamezni elementi sledijo: kot prvo se določi strošek dolga, to je stopnjo donosa, ki jo zahtevajo upniki. Kot strošek dolga se razume ves kapital ki je v podjetju in za katerega obstaja pogodbeno razmerje za njegovo vračilo ter ne spada med navadni lastniški kapital. Cena dolga se razlikuje glede na čas in termin vračila, glede na to ali bo dolg poplačan kot dogovorjeno, glede na višino dolga in glede na tveganje, ki ga tak kapital nosi. Strošek dolga, ki ga zahtevajo upniki ni enak strošku dolga podjetja, saj obresti na dolg zmanjšujejo davčno osnovo, tako da del dolga efektivno plača država (Brigham, Daves, 2002, str. 294). Pod dolg se šteje kratkoročni in dolgoročni dolg ter lizing. Pri modelu *WACC* se kratkoročni dolg ne upošteva.

Navaden kapital se v podjetju lahko poveča tako, da podjetje zadrži dobiček in ga prenese v kapital ali da lastniki povečajo svoje deleže z novimi vplačili oziroma se pridobijo novi vlagatelji s svežim kapitalom. Zadržani dobički pomenijo za lastnike oportunitetni strošek kapitala, ki bi ga lahko oni samostojno vložili v druge potencialno donosnejše naložbe z enako stopnjo tveganja. Za manjša podjetja to velja le pogojno, kajti običajno ravno ti isti lastniki odločajo sami v celoti (v manjših podjetjih je običajno manj lastnikov kot v velikih podjetjih, kjer majhen delničar le težka uveljavi svoje interese) ali si bodo izplačali dobiček ali pa ga bodo ponovno vložili v podjetje. Zaradi tega in zaradi potrebe po poznavanju, koliko si lahko novi vlagatelji obetajo od svoje nove naložbe, je potrebno poznati vrednost k_s – stroška navadnega kapitala. Z namenom da bi dobili čim bolj natančen strošek navadnega kapitala, je v delu uporabljen model *CAPM* (ang. *Capital Asset Pricing Model*). *CAPM* model je model preko katerega se določi cena dolgoročne naložbe, kjer je zahtevana stopnja donosa te naložbe pogojena z zahtevano stopnjo donosa netvegane naložbe in zahtevano premije za tveganje te naložbe. *CAPM* se glasi (Brigham, Daves, 2002, str. 297):

$$k_s = r_f + (r_m - r_f) \beta \quad [16]$$

Kjer simboli predstavljajo:

- k_s – strošek navadnega kapitala,
- r_f – stopnja donosa netvegane naložbe,
- r_m – stopnja donosa tržnega premoženja,
- $(r_m - r_f)$ – tržna premija,
- β – mera sistematičnega tveganja.

Kot prvo je potrebno opozorilo, da je kljub temu, da je *CAPM* model⁹ zelo poznan in uporabljen, izpeljan ob predpostavkah, ki so v realnosti malokrat zagotovljene: velja popolni trg kapitala, ni davkov, ni stroškov finančne stiske, obstaja veliko ponudbe in povpraševanja, vsi enako predvidevajo, kaj bo z denarnimi tokovi naložbe in vsi se obnašajo racionalno.

⁹ Glede na zahtevnost modela *CAPM*, so v delu le na kratko predstavljeni posamezni elementi enačbe v okvirih obravnavane teme. Za podrobnejšo obrazložitev je na voljo ustrezna literatura: Brigham, Daves, 2002, str. 297-306; Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 265-274.

Določanje stopnje donosa netvegane naložbe:

Hipotetično je donos netvegane naložbe enak donosu naložbe, ki nima osnovnega tveganja in je popolnoma nekorelirana z ostalimi donosi v gospodarstvu. Ker seveda to ni mogoče, je priporočljivo (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 266) uporabiti stopnjo donosa za desetletne državne obveznice oziroma obveznice s čim bližjim rokom dospelja. Predvsem je dobro upoštevati za kolikšno obdobje v prihodnost napovemo denarne tokove podjetja in na tej osnovi uporabimo donosnost državnih obveznic s podobno dospelostjo.

Določanje tržne premije za tveganje:

Tržno tveganje se izračuna kot razlika med pričakovanim donosom tržnega premoženja in donosom netvegane naložbe. V literaturi (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 268) za stopnjo donosa tržnega premoženja priporočajo jemati povprečne zgodovinske donose indeksov pomembnih delniških trgov. Tako lahko v ZDA uporabimo donose za indeks S&P 500. Čim daljše obdobje v preteklosti uporabimo za izračun donosov, tem bolj ustrezna bo stopnja donosa tudi na dolgi rok v prihodnost, čeprav to ne pomeni, da bo v naslednjih desetih letih enaka stopnja donosa kot v preteklih devetdesetih letih. V Sloveniji je položaj nekoliko drugačen, saj imamo krajšo zgodovino slovenskega kapitalskega trga, poleg tega pa slovenski borzni indeks meri donose peščice podjetij, katerih dejavnost ni dovolj raznolika, da bi lahko na podlagi indeksa sklepali na donose za celoten slovenski trg. Kot stopnjo donosa lahko vzamemo podatke iz analize Ibbotson Associates Data za obdobje 1926-1999 za ameriški trg (Brigham, Daves, 2002, str. 298), kjer je stopnja donosa na tržno premoženje 13,3%, stopnja donosa državnih obveznic 5,5% (izračuni so narejeni z aritmetičnim povprečjem), tako da dobimo za to obdobje tržno premijo v višini 7,8%.

Seveda pa ni rečeno, da je ta stopnja donosa za tržno premijo najboljša, saj je mogoče upoštevati namesto aritmetičnega povprečja geometrično povprečje, namesto podatkov za ameriški trg kapitala druge trge oziroma lokalni trg ali pa lahko sami izračunamo prihodnjo tržno premijo, kar pa je najbolj zahtevno in ne podaja dovolj velikih zagotovil o dejansko taki tržni premiji.

Določanje mere sistematičnega tveganja:

V osnovi β meri razmerje med volatilitnostjo medsebojnega gibanja donosnosti posameznega vrednostnega papirja in tržne donosnosti, v primerjavi z volatilitnostjo vseh vrednostnih papirjev na trgu. Če je beta enaka ena, pomeni, da je tveganje posameznega vrednostnega papirja enako tveganju povprečja trga. Če je beta nad ena, je ta vrednostni papir nadpovprečno tvegan in obratno. V tem primeru se bete ne bo računalo v delu, ampak se bo uporabilo dosegljive izračune mer sistematičnega tveganja, ki realno najboljše pokažejo stopnjo tveganje za ta primer. Kljub temu, da se v delu računa vrednost manjših podjetij, katera večinoma vsaj v Sloveniji ne kotirajo na borzi, se za beto uporabi že izračunane podatke za podjetja v isti dejavnosti kot je analizirano v tem delu in ki kotirajo na borzi.

Težava pri ocenjevanju WACC za majhna podjetja:

Tako pri modelu WACC kot CAPM modelu uporabljamo parametre iz preteklosti (pretekle cene in donosnosti). Oba modela prvotno nista namenjena za oceno diskontnega faktorja majhnih podjetij ampak podjetij na borzi in podjetij, ki poslujejo že daljši čas, kar za majhna podjetja velikokrat ne velja (Damodaran, 1994, str. 188). Tako je tudi v obravnavanem primeru. Ob poznavanju te omejitve, je v delu diskontni faktor vseeno določen preko modela WACC, vendar ob upoštevanju posebnosti konkretnega podjetja, katere so upoštevane v postopku izračuna (točka 4.2.2.2).

3.2.1.4 Izračun končne vrednosti

Po izračunanih prostih denarnih tokovih in diskontni stopnji preko WACC modela, s katerimi prihodnje PDT pretvorimo na sedanjo vrednost, je potrebno določiti še PDT po določenem obdobju napovedi. To je v obdobju, ki je bolj oddaljeno v prihodnosti (običajno čez deset let in več) ter kjer je potrebno določiti PDT na podlagi predvidevanj, kakšno bo poslovanje v prihodnosti ter določitev stopnje rasti, po kateri naj bi predvidoma PDT rasli v tem obdobju. Tudi če se PDT in diskontno stopnjo izračuna kar se da pravilno, ima končna vrednost izjemen pomen, kajti že majhna razlika napovedane prihodnje stopnje rasti za veliko spremeni končni rezultat. Predvsem je določitev končne vrednosti pomembna pri podjetjih, ki obstajajo krajši čas oziroma trenutno izvajajo večje naložbe. Taka podjetja imajo po vsej verjetnosti trenutne in pretekle PDT negativne, zato bodo ravno predpostavljeni PDT po določenem obdobju napovedi ustvarili večjo vrednost podjetja in tako vrnili začetne vloške lastnikov oziroma naložbena vlaganja podjetja.

Seveda bi se dalo napovedati prihodnje PDT po določenem obdobju napovedi enako kot v določenem obdobju, torej za vsako leto posebej, kar pa bi bilo zamudno in predvsem daleč v prihodnost (tudi do 100 let vnaprej) zelo težavno. Razvili so enostavne formule, preko katerih se izračuna končna vrednost (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 285). Končno vrednost se izračuna kot:

$$\text{Končna vrednost} = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g} \quad [17]$$

Kjer oznake pomenijo:

FCF_{T+1} – PDT v prvem letu po določenem obdobju napovedi,

$WACC$ – tehtano povprečje stroškov kapitala,

g – pričakovana stopnja rasti PDT v obravnavanem obdobju.

Uporaba te formule nam poda isti rezultat, kot da bi računali PDT v določenem obdobju napovedi, kjer bi rasli PDT po enaki stopnji rasti. Pri njeni uporabi je potrebno biti pozorni na to, da je veljavna le v primeru, če je $WACC$ večji od stopnje rasti g .

Za izračun končne vrednosti lahko uporabimo tudi formulo, ki temelji na kazalcu vrednosti *ROIC* in na stopnji rasti. V osnovi nam bi morala podati enak rezultat kot zgornja formula, saj so prisotni parametri v formuli enaki parametrom, s katerimi izračunamo PDT. V praksi se večinoma uporablja formulo [18], saj je formula [17] namenjena le za ocenjevanje prihodnjih PDT, kateri bodo rasli po enakomerni stopnji rasti, obenem se pri tej formuli lažje naredi napako. Zaradi teh vzrokov, je tudi v tem delu uporabljena formula, ki sledi in je sestavljena kot:

$$\text{Končna vrednost} = \frac{NOPAT_{T+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC} \right)}{WACC - g} \quad [18]$$

Kjer oznake pomenijo:

$NOPAT_{T+1}$ – *NOPAT* v prvem letu po določenem obdobju napovedi,

g – pričakovana stopnja rasti *NOPAT* v določenem obdobju napovedi,

ROIC – pričakovana stopnja donosa nove naložbe.

Vidi se, da sta obe formuli v bistvu enaki in da imamo na voljo vse parametre, za katere je postopek njihove pridobitve opisan pod prejšnjimi točkami, razen za stopnjo rasti g . Stopnjo rasti po kateri bo podjetje raslo v prihodnosti, se lahko dobi tako, da se vzame povprečje preteklih stopenj rasti podjetja. To nam ne pove ali bo podjetje raslo enako tudi v prihodnosti, sploh pa ne v obdobju po določeni dobi napovedi, na katero se izračun končne vrednosti nanaša. Običajno se določi stopnjo rasti podjetja v prihodnosti, kot pričakovano dolgoročno stopnjo rasti za porabo industrijskih proizvodov. Temu pa prištejemo še pričakovano stopnjo inflacije (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 306). V delu se inflacije dejansko ne upošteva, kljub temu je deloma všteta v napovedani stopnji rasti podjetja v prihodnosti (podatek o stopnji rasti je podan). Enako velja za diskontni faktor, kjer se inflacije ne upošteva, kljub temu pa je deloma vključena v stopnjo donosa za netvegane naložbe.

Pri napovedi stopnje rasti je potrebno biti pozorni tudi na fazo razvoja, v kateri se nahaja podjetje. Podjetje se lahko nahaja v fazi uvajanja, v fazi širjenja, v fazi hitre rasti, v fazi zrelosti ali v fazi zatona. Za vsako od teh faz razvoja je značilna različna stopnja rasti podjetja, obenem je stopnja rasti odvisna od panoge delovanja podjetja (koliko časa traja določena faza glede na panogo delovanja). Vseeno se na dolgi rok ta dejavnik dokaj izniči in se zato predvideva za dolgoročno stopnjo rasti, stopnjo rasti celotnega gospodarstva na dolgi rok.

Težava pri ocenjevanju PDT za majhna podjetja:

Ocenjevanje prihodnjih PDT majhnih podjetij je veliko težje kot za podjetja, ki kotirajo na borzi in so javna. Pri majhnih podjetjih je težava pri ločitvi plačila menedžmentu in donosnosti na kapital, saj si v primerih, ko je menedžer tudi lastnik podjetja, lahko izplačuje v obliki osebnega dohodka visoke zneske, z namenom prikazovanja nizkega končnega dobička. Obenem v majhnih podjetjih običajno ne delajo dolgoročnih planov poslovanja oziroma niso javno dostopni, kar je pomembno pri določanju prihodnje stopnje rasti poslovanja (Damodaran,

1994, str. 188). Velika podjetja take plane sestavljajo, obenem so dosegljivi plani ostalih analitikov, ki so ocenjevali podjetje. V tem primeru je prva težava nepredmetna, saj se lastniki razlikujejo od menedžmenta, medtem ko prihodnje napovedi poslovanja v podjetju niso na voljo.

3.2.1.5 Postopek izračuna in razlaga dobljene vrednosti podjetja

Pod točkami 3.2.1.1 do 3.2.1.4 je opisano, kateri so glavni parametri, ki jih potrebujemo pri izračunu vrednosti podjetja na osnovi PDT in opisani so tudi postopki, kako jih dobimo in nato tudi razložimo. Vrednost podjetja po metodi PDT se lahko strne v naslednji formuli:

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{PDT_t}{(1+r)^t} + \frac{Končna\ vrednost_n}{(1+r)^n} \quad [19]$$

Posebna razlaga parametrov te formule ni potrebna, saj je bilo že vse opisano. Diskontni faktor r , v tem primeru pomeni diskontni faktor, ki se ga dobi preko WACC modela, t pomeni posamezno leto v določenem obdobju napovedi, n pa pomeni število let po katerih se določeno obdobje napovedi konča in se izračuna končna vrednost.

Če se na kratko povzame, postopek ocenitve vrednosti podjetja preko metode diskontiranih denarnih tokov poteka tako:

1. Analiziramo preteklo in sedanje poslovanje podjetja, z namenom, da ugotovimo posamezne postavke v bilanci stanja in izkaza poslovnega izida potrebne za izračun prostih denarnih tokov. Potrebno je izračunati pričakovani ROIC, kateri v primerjavi z WACC pokaže ali se bodo PDT v prihodnosti povečevali. Sama višina PDT vpliva na vrednost podjetja, toda višina ROIC odločno vpliva na to ali bodo PDT v prihodnosti naraščali ali pa bo podjetje imelo enake ali celo nižje.
2. Preko WACC modela ocenimo stroške kapitala v prihodnosti. Strošek navadnega kapitala izračunamo preko CAPM modela, kjer je potrebno zelo pozorno določiti oziroma izbrati posamezne parametre, ki ta model sestavljajo. Z določenim diskontnim faktorjem prek WACC modela diskontiramo prihodnje PDT na sedanjo vrednost. Kakšni bodo prihodnji PDT, pa določimo v naslednjem koraku, saj jih ne opredeljuje le stopnja ROIC ampak tudi ostali dejavniki.
3. Določimo stopnjo rasti podjetja, po kateri naj bi naraščalo poslovanje podjetja v prihodnosti. Kot prvo napovemo, na podlagi preteklega poslovanja in poslovnih načrtov podjetja, stopnjo rasti podjetja v določenem obdobju napovedi (v obdobju do 10 let). Napovedana stopnja rasti za to obdobje naj bi bila čim bolj podobna tisti, po kateri bo podjetje dejansko raslo v prihodnosti. Predvsem napoved za prvih pet let naj bi bila najbolj realna. Stopnjo rasti po določenem obdobju napovedi določimo na podlagi podatkov, ki

napovedujejo, kako se bo v tem obdobju razvijalo gospodarstvo. Ko imamo določeno stopnjo rasti, izračunamo še končno vrednost podjetja, katero z diskontnim faktorjem diskontiramo na sedanjo vrednost.

4. V zadnjem koraku seštejemo skupaj diskontirane PDT iz določenega obdobja napovedi in sedanjo vrednost podjetja. Na koncu se analizira smiselnost dobljenih podatkov in utemelji dobljeno vrednost podjetja, tudi v primerjavi z dobljenimi vrednostmi podjetja preko drugih metod.

Končna dobljena vrednost podjetja, lahko tudi ne predstavlja poštene cene podjetja, saj le to opredeljuje še vrsta drugih dejavnikov, ki v metodo diskontiranih denarnih tokov niso vključeni. Vseeno je potrebno v postopku izračuna vrednosti podjetja preko te metode, čim bolj natančno določiti parametre, potrebno se je čim bolj poglobiti v poslovanje podjetja, narediti čim realnejše projekcije poslovanja za prihodnost in večkrat pregledati celoten postopek z namenom, da ni bila storjena kakšna večja ali manjša napaka, s strani ocenjevalca.

3.2.2 Ekonomska dodana vrednost (*EVA*)

Ekonomska dodana vrednost (v nadaljevanju *EVA*¹⁰ - ang. *Economic Value Added*) v osnovi ni model, po katerem naj bi ocenjevali vrednost podjetja, temveč model preko katerega ugotovimo dodano vrednost, ki jo ustvarja podjetje. *EVA* predvsem služi kot kriterij, kako so vodilni v podjetju uspešni pri svojem delu. Z dobljenim rezultatom lahko izračunamo tudi vrednost podjetja s podobnim postopkom, kot se to naredi pri metodi diskontiranih denarnih tokov. Model *EVA* je sorazmerno nov model, ki je v svetu (predvsem v ZDA) zelo razširjen za ugotavljanje uspešnosti podjetja, medtem ko je v Sloveniji še sorazmerno malo uporabljen (Petrič, 2004, str. 16).

Običajno so računovodske kategorije izračunane preko izkazov poslovnega izida, predvsem je tu pomemben dobiček. Dobljeni računovodski dobiček ne pomeni nujno, da podjetje tudi dejansko posluje z dobičkom ampak lahko lastnikom podjetja prinaša izgubo. Ali je res tako, nam prikaže model *EVA*, prek katerega izračunamo dobiček podjetja z upoštevanjem stroškov lastniškega kapitala, katerih računovodski dobiček ne upošteva.

EVA je presežni dobiček in je le približek ustvarjene vrednosti, ki jo ustvarjajo vodilni skozi leto. Osnovna formula za *EVA* (Brigham, Daves, 2002, str. 191):

$$\begin{aligned} EVA &= NOPAT - WACC * IC = \\ &= EBIT (1 - T) - WACC * IC \end{aligned} \quad [20]$$

¹⁰ *EVA* je registrirana blagovna znamka podjetja Stern Stewart and Co.. Razvita je bila s strani Bennetta Stewarta in opisana v njegovem delu: *The Quest for Value* (New York: Harper Collins, 1991).

Kjer oznake pomenijo:

NOPAT – čisti dobiček iz poslovanja po davkih,

WACC – tehtani povprečni strošek kapitala,

IC – vloženi kapital,

EBIT – dobiček po obrestih in davkih,

T – davčna stopnja podjetja.

EVA je razlika med dobičkom iz poslovanja po davkih in stroški vložnega kapitala podjetja, kateri vključujejo strošek lastniškega kapitala. Vse te postavke smo že srečali pri izračunu diskontiranih PDT, kjer so posamezni parametri opisani in kjer je naveden postopek njihovega izračuna, zato se jih na tem mestu ne bo ponovno opisovalo. Ekonomsko dodano vrednost se lahko izračuna tudi z uporabo kazalca donosnosti vložnega kapitala *ROIC*:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC \quad [21]$$

Kot prikaže enačba, podjetje ustvarja novo vrednost (torej ima pozitivno vrednost *EVA*) v primeru, da ima višjo donosnost vložnega kapitala *ROIC*, kot znaša tehtano povprečje stroškov vložnega kapitala (*WACC*). V primeru, da je *WACC* višji od *ROIC*, bodo nove naložbe v vloženi kapital znižale vrednost podjetja. V osnovi so vse tri formule enake, razčlenjeni so le posamezni parametri, ki sestavljajo formule.

EVA je torej presežni dobiček podjetja, ki se razlikuje od računovodsko ugotovljenega. Ta presežni dobiček se izračuna tako, da se od računovodskega dobička odšteje stroške celotnega kapitala, medtem ko je računovodski dobiček ugotovljen brez, da bi se od njega odštelo te stroške. Strošek lastniškega kapitala za podjetje predstavlja strošek, saj ga bi lahko njegovi imetniki (lastniki podjetja) vložili kam drugam, kjer bi dosegli zahtevani donos na kapital. Lastniki kapitala se takrat, ko kapital vložijo v podjetje, odpovejo možnosti doseganja donosa drugje. Podjetja, ki računajo *EVA*, težijo k doseganju višje donosnosti podjetja in ustvarjanju nove dodane vrednosti ter ne le k doseganju višjega računovodskega dobička.

Na tej točki se postavi vprašanje, koliko se v manjših podjetjih teži k maksimiranju doseganja nove vrednosti, saj so velikokrat lastniki kapitala hkrati vodilni ljudje v podjetju. V nekaterih podjetjih si vodilni, ki so tudi lastniki, raje izplačujejo visoke plače in tako dosegajo donos na vloženi kapital prek osebnih dohodkov, kar znižuje končni dobiček in se težko ugotovi ali podjetje dejansko ustvarja novo dodano vrednost. V drugih podjetjih se raje kot prikazovati končni dobiček, odločijo tega že prej reinvestirati in tako povečevati vrednost podjetja, z namenom večjega izkupička ob morebitni kasnejši prodaji celotnega podjetja.

Iz doslej napisanega se lahko ugotovi, da je model *EVA* glede na postopek izračunavanja zelo podoben metodi diskontiranih PDT, saj vsebuje enake parametre. Prednosti in slabosti uporabe modela *EVA* so naslednje (Petrič, 2004, str. 20):

Prednosti: pri presojanju strategij podjetja in njegovih posameznih naložbenih odločitev se upošteva tudi interes lastnikov; gre za logičen in intuitivni koncept; rezultat izračuna *EVA* je absolutna vrednost in zato lažje razumljiva vsem v podjetju.

Slabosti: *EVA* poudarja finančni vidik lastnikov in ne ostalih zaposlenih oziroma okolja; kratkoročno maksimiranje *EVA* z zniževanjem stroškov je dolgoročno lahko slabo za podjetje; zaradi zunanjih dejavnikov se zahtevani donos lahko nenormalno poveča, kar vpliva na opuščanje naložb, ki ne zagotavljajo takega donosa, čeprav niso slabe.

Do sedaj so bile v diplomskem delu opisane bolj značilnosti modela *EVA* z namenom, da se model *EVA* podrobneje spozna. Namen diplomskega dela pa še vedno ostaja, da se na podlagi modela *EVA* določi vrednost podjetja, zato je v naslednji točki opisan postopek izračuna vrednosti podjetja z *EVA* modelom.

3.2.2.1 Postopek izračuna vrednosti podjetja z *EVA* modelom

Prvo se prek osnovne formule, ki je enaka formuli [12], z razliko, da je v števcu vrednost *EVA*, izračuna vrednost podjetja v določenem obdobju napovedi, to je v bližnji prihodnosti (od sedaj do običajno pet do deset let naprej). Na tem mestu je potrebno poznati sedanjo vrednost *EVA* ter na njeni podlagi predvideti in izračunati prek napovedanih bilanc stanja ter izkazov uspeha *EVA*, za vsako leto določenega obdobja napovedi. Poznati je potrebno še diskontni faktor r , katerega se izračuna preko *WACC* modela. Za izračun celotne vrednosti podjetja po modelu *EVA*, se nato potrebuje še vrednost podjetja po določenem obdobju napovedi, zato se sedaj zapiše formulo (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 291):

$$\text{Vrednost podjetja} = IC + \sum_{t=1}^N \frac{EVA_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \quad [22]$$

IC – vloženi kapital

Zadnji člen enačbe se zapiše kot vsoto vseh napovedanih ekonomskih dodanih vrednosti v prihodnosti (po določenem obdobju napovedi). Zaradi zapletenosti izračuna posameznih prihodnjih ekonomskih dodanih vrednosti po določenem obdobju napovedi (vzroki so opisani pri metodi *DCF*, točka 3.2.1.4), je mogoče vrednost podjetja po določenem obdobju izračunati po formuli (Copeland, Koller, Murrin, 1996, str. 291):

$$\sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t} = \frac{EVA_{N+1}}{r} + \frac{(NOPAT_{N+1}) * \left(\frac{g}{ROIC_{N+1}} \right) * (ROIC_{N+1} - r)}{r(r-g)} \quad [23]$$

Kjer oznake pomenijo:

EVA_{N+1} – ekonomska dodana vrednost v prvem letu po določenem obdobju napovedi,

$NOPAT_{N+1}$ – *NOPAT* v prvem letu po določenem obdobju napovedi,

g – stopnja rasti podjetja v prihodnosti,

$ROIC_{N+1}$ – $ROIC$ novih naložb po določenem obdobju napovedi,
 r – pri obeh formulah pomeni r diskontni faktor, dobljen prek modela $WACC$.

Iz formule se vidi, da potrebujemo za izračun vrednosti podjetja na podlagi ekonomske dodane vrednosti več podatkov. To pomeni, da model EVA ni tako preprost za izračun kot je mišljeno ob hitrem pogledu na formulo modela EVA ampak je potrebno tudi tukaj izračunati $ROIC$, $WACC$ in stopnjo rasti, po kateri predvidevamo stopnjo rasti EVA v prihodnosti. Glede na parametre v formuli se lahko sklepa, da bo tudi rezultat vrednotenja na podlagi modela EVA podoben oziroma enak tistemu pri modelu DCF .

4 VREDNOTENJE PODJETJA iGV, d.o.o.

Podjetje iGV, d.o.o. spada med majhna podjetja, saj ima le 15 zaposlenih. Vrednost sredstev podjetja je ob koncu leta 2004 znašala 100 milijonov tolarjev, v letu 2004 so dosegli prihodke v znesku 280 milijonov tolarjev. Podjetje je sorazmerno mlado, saj pod tem imenom in v taki obliki deluje šele dve leti. Njegova zgodovina pa sega že v leto 1994, ko je podjetje Gospodarski vestnik ustanovilo oddelek, katerega prvotni namen je bil zbiranje in shranjevanje poslovnih podatkov za potrebe matične družbe. Ob razvijanju in izpopolnjevanju baze podatkov so ugotovili, da bi bila taka baza potencialno zanimiva tudi za zunanje kupce. Leta 1996 se je oddelek preoblikoval v samostojno pravno osebo, katera se je profesionalno začela ukvarjati z zbiranjem poslovnih podatkov in njihovo prodajo na trgu v elektronski obliki. Konec leta 2000 se je družba preimenovala v eGV, d.o.o., že čez dve leti pa se je ta družba razdelila. Pod okriljem eGV-ja je ostal sistem Kompas, druge posle pa so prenesli na novoustanovljeno podjetje iGV, d.o.o., katero je tudi analizirano.

iGV, d.o.o. je storitveno podjetje, ki se ukvarja z zbiranjem podatkov, njihovo obdelavo in prodajo v elektronski obliki preko spletnega naslova www.gvin.com. Prav ta oblika distribucije podatkov je tudi posebnost podjetja, saj distribucija podatkov ne poteka po običajnih tržnih poteh kot so papir in osebna prodaja ter razlaga, temveč so vsi podatki in informacije dosegljivi ažurno in hitro preko spleta. Prav splet omogoča podjetju primerjalno prednost pri svoji ponudbi, saj se je razširil v vsakdanjo uporabo v večini slovenskih podjetij, kar pripomore, da je GV IN zelo uporabno in uporabljeno poslovno orodje. Obenem podatki v elektronski obliki omogočajo lažjo in hitrejšo nadaljnjo obdelavo in uporabo.

Podjetje iGV, d.o.o. deluje v dejavnosti omrežnih podatkovnih storitev, katera je v Sloveniji še vedno v fazi uvajanja oziroma fazi rasti. Splet omogoča podjetjem, da poleg tradicionalnih tržnih poti uporabijo priročnejši pristop za predstavitev kupcem. Obenem je strošek za ponudnike bistveno nižji, saj imajo preko spleta nižje stroške prodaje, kar v primeru podjetja iGV deloma ne drži, saj so stroški vzdrževanja in razvijanja spletne strani, zbiranja kvalitetnih podatkov ter fizična prodaja in predstavitev produkta na terenu za večje stranke, sorazmerno veliki, kar približuje stroške delovanja podjetja tistim stroškom poslovanja, ki jih imajo tradicionalna podjetja.

Podjetje iGV, d.o.o. konkurence v obliki celovite ponudbe na slovenskem trgu nima. Na kratko ponudba podjetja iGV obsega:

- sklop *finančni podatki*, ki obsegajo podatke za čez 50.000 gospodarskih subjektov v Sloveniji. Podatki zajemajo poslovanje podjetij od leta 1994 naprej;
- sklop *denar in trg*, kjer so dnevno osveženi podatki deviznih tečajev vseh slovenskih bank, ter kjer je možen pregled slovenskega borznega dogajanja v živo;
- sklop *arhiv člankov*, kjer so shranjeni poslovni in gospodarski članki ter novice večine slovenskih časopisov že od leta 1994 naprej; baza se dnevno dopolnjuje;
- sklop *gv register*, kjer so zabeleženi vsi pomembnejši poslovno-pravni dogodki podjetij: stečaji, spremembe, izbrisi, skupščine, obvestila,...;
- sklop *bonitet in pajek*, kjer se dobi podatke o želenem podjetju, njegovo poslovanje, povezane osebe,...;
- sklop *javni razpisi*, kateri deluje pod okriljem novoustanovljenega podjetja Razpisi, d.o.o., katerega ustanovitelj in lastnik je podjetje iGV, d.o.o..

4.1 Analiza tržnega položaja podjetja iGV, d.o.o.

Spletna stran gvin.com je uporabno poslovno orodje, ki zelo olajša delo podjetjem in omogoča uporabnikom spremljanje svojih poslovnih partnerjev in konkurence. Podjetje nima neposrednega konkurenta na trgu. Obstaja pa več podjetij, ki ponujajo podobne storitve po določenih sklopih. Najpomembnejša konkurenta v kategoriji finančnih podatkov, ki je najpomembnejši in najobsežnejši sklop, sta podjetje iBON, d.o.o. in državni servis AJPES (Agencija Republike Slovenije za javnopravno evidenco in storitve), ki ima zakonsko podlago za zbiranje finančnih podatkov podjetij.

Ponudba podjetja iGV, d.o.o. se dopolnjuje in širi z novimi produkti, predvsem produkti, ki ne obsegajo le posredovanja podatkov, ampak tudi posredovanje pomembnih poslovnih informacij, njihovo analizo in tolmačenje.

Podjetju predstavljajo potencialne težave zakonske ureditve javno dostopnih podatkov, kateri so na voljo v omejenem obsegu pri AJPES-u (finančni podatki) in v Uradnem listu Republike Slovenije. Nove zakonske ureditve na tem področju, bi lahko položaj podjetja izboljšale (v primeru da bi moral AJPES svoje plačljive storitve javno in brezplačno ponujati na trgu) ali poslabšale (v primeru da bi stopil v veljavo zakon, ki bi omejeval objavo določenih osebnih podatkov v Uradnem listu), kar pa je malo verjetno.

Podjetje iGV, d.o.o. je vodilni ponudnik poslovnih informacij preko spleta na slovenskem trgu in prvo podjetje, ki je ponujalo te storitve v taki obliki, pa tudi ime Gospodarski vestnik (pod tem imenom ljudje še vedno poznajo podjetje, ki se sedaj imenuje GV Skupina d.d.) je v

gospodarskem svetu Slovenije zelo poznano in obenem tudi priznано. Pričakovati gre še večjo uporabo interneta v naslednjih letih in s tem postopno razširitev potencialnega ciljnega trga. Vse to omogoča podjetju dobro podlago za nadaljnji razvoj in hitro rast ob dobri ter kvalitetni ponudbi.

4.2 Analiza poslovanja podjetja iGV, d.o.o.

Na podlagi do sedaj opisanih postopkov analiziranja poslovanja podjetja in ocenjevanja njegove vrednosti, se v nadaljevanju diplomskega dela predstavi dejanske podatke o poslovanju podjetja iGV, d.o.o.. Ker je podjetje sorazmerno mlado, imamo na voljo podatke o poslovanju le za leti 2003 in 2004, kar lahko predstavlja problem pri ocenjevanju prihodnjega poslovanja podjetja na podlagi preteklosti. Ta težava je pogosta pri ocenjevanju majhnih podjetij, saj je le-teh veliko novoustanovljenih, vrednost podjetja pa je potrebno oceniti, ne glede na obdobje obstoja.

4.2.1 Analiza poslovanja na podlagi statičnih kazalnikov

Podjetje iGV, d.o.o. je v svojem prvem letu obstoja doseglo minimalni čisti poslovni izid in sicer v višini 3 milijonov tolarjev. Poslovanje se je v letu 2004 zelo izboljšalo, saj je podjetje zvišalo prihodke iz prodaje za 14%, medtem ko so se poslovni odhodki povišali le za 2%. Posledica tega je bil višji končni dobiček, ki je znašal 23,8 milijonov tolarjev.

Donosnost sredstev (*ROA*) je v letu 2003 znašala 4,9%, donosnost kapitala (*ROE*) pa 59,8%. V letu 2004 se je *ROA* zaradi višjega dobička precej zvišal in je znašal 23,8%, *ROE* pa 82%. Predvsem je v obeh letih visoka donosnost lastniškega kapitala, kar je posledica višjega financiranja s tujimi sredstvi kot z lastnimi (visok delež pasivnih časovnih razmejitev ter kratkoročnih poslovnih obveznosti). Tako je zadolženost v letu 2003 12,15, v letu 2004 pa znaša 3,44. Zadolženost se je v letu 2004 znižala predvsem na račun čistega dobička, katerega si lastniki niso izplačali ampak so ga v celoti prenesli med kapital. Zadolženost je še vedno sorazmerno visoka, vidno je njeno zniževanje in tako gre pričakovati konzervativnejšo finančno strukturo podjetja v prihodnosti.

Donosnost prihodkov v letu 2003 je nizka ter znaša le 1,36%. V letu 2004 se je izboljšala in znašala 11,2%, kar pomeni, da je podjetje ustvarilo 11 tolarjev čistega dobička na 100 tolarjev prihodkov iz prodaje.

Kratkoročni koeficient likvidnosti, ki izraža plačilno sposobnost podjetja, je v letu 2003 znašal 0,98, v letu 2004 pa je narasel na 1,55. Predvsem tisti iz leta 2004 nakazuje na normalno plačilno sposobnost podjetja, katera pa je lahko potrjena le v praksi, saj ta kazalnik izraža le teoretično likvidnost.

Glede na zgoraj opisane kazalnike lahko sklepamo na dobro poslovanje podjetja, ki se je v letu 2004 glede na predhodno leto precej izboljšalo. Pri teh kazalnikih je potrebno, pri analizi

poslovanja novejših majhnih podjetij, ki so v fazi rasti, biti pozoren, saj se njihova višina običajno hitreje spreminja kot pri večjih podjetjih in pri podjetjih, ki so na trgu prisotna dalj časa ter kjer je poslovanje stabilnejše. Pri podjetju iGV, d.o.o. je potrebno poudariti, da je njegovo predhodno podjetje eGV, d.o.o. iz katerega je iGV leta 2003 nastal, poslovalo negativno.

4.2.2 Analiza poslovanja za izračun vrednosti z *DCF* metodo

Pod naslednjimi točkami so podani vsi potrebni zneski, izračuni in informacije, preko katerih se lahko izračuna končno vrednost podjetja iGV, d.o.o., na podlagi metode diskontiranih denarnih tokov. Postopek je enak opisanemu pod točko 3.2.1.5, zneske potrebne za izračun končne vrednosti podjetja, pa se pridobiva tako kot je opisano pod posameznimi točkami od 3.2.1.1 do 3.2.1.4.

4.2.2.1 Analiza preteklega poslovanja

Z namenom boljše prihodnje napovedi poslovanja podjetja, se najprej analizira preteklo in sedanje poslovanje podjetja v okviru metode *DCF*. Pretekli podatki nam neposredno ne služijo za samo napoved poslovanja ampak pokažejo, kakšne kazalce vrednosti je podjetje dosegalo do sedaj, poleg tega se za izračun sedanjih prostih denarnih tokov potrebuje postavke iz izkazov poslovanja za preteklo leto. Izračunalo se bo tudi kazalec vrednosti *ROIC*, na podlagi katerega se ugotavlja smer gibanja *PDT* v prihodnosti.

Z analizo preteklega poslovanja se bo pridobilo vse glavne podatke, ki jih v nadaljevanju analize potrebujemo pri izračunu končne vrednosti podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov. Tako se izračuna čisti dobiček iz poslovanja po davkih (*NOPAT*) in vloženi kapital (*IC*), da se lahko dobi *ROIC*. Na koncu se izračuna še *PDT* za pretekli dve leti poslovanja podjetja. V tabeli 2 je podan izračun čistega dobička iz poslovanja po davkih za leti 2003 in 2004.

Tabela 2: Izračun *NOPAT* za leti 2003 in 2004 (zneski so v 000 SIT)

Leto	2003	2004
<i>EBIT</i>	3.321	31.333
- Davki na <i>EBIT</i>	0	7.833
= <i>NOPAT</i>	3.321	23.500

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Za izračun čistega dobička iz poslovanja po davkih moramo prvo poznati *EBIT*, katerega se dobi v izkazu poslovnega izida. *EBIT-u* je nato potrebno odšteti davke plačane glede na *EBIT*, tako se dobi *NOPAT*. Davki na *EBIT* so davki, ki bi jih podjetje moralo plačati v primeru, da ne bi imelo dolga in drugih postavk, katere znižujejo davčno obveznost podjetja. Tako lahko vidimo tudi v tem primeru, ko podjetje kljub končnemu dobičku v letu 2003 ni plačalo davka, medtem ko je v letu 2004 plačalo davek v skupni višini 25,7% celotnega poslovnega izida. Za davčno stopnjo plačila davka na *EBIT* se lahko predpostavi 25% davčno stopnjo, katera v

Sloveniji velja za pravne osebe in je glede na minimalne neto finančne prihodke ustvarjene od obresti v letu 2004 tudi realna za podjetje.

V naslednjem koraku je potrebno izračunati še vloženi kapital (*IC*).

Tabela 3: Izračun vložnega kapitala za leti 2003 in 2004 (zneski so v 000 SIT)

Leto	2003	2004
Stalna sredstva (brez DFN)	30.257	43.029
+Neto gibljiva sredstva (brez KFN)	32.220	39.375
- (Poslovne obv. + PČR)	58.251	70.954

= Vloženi kapital	4.226	11.450
--------------------------	--------------	---------------

Kapital	5.226	29.052
+ Dolg.rezervacije	0	0
+ Finančne obveznosti	0	0
- (DFN + KFN)	1.000	17.602

Legenda: DFN pomeni dolgoročne finančne naložbe, KFN pomeni kratkoročne finančne naložbe.

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Vloženi kapital se izračuna na dva načina. V prvem glede na sredstva iz aktive bilance stanja zmanjšana za poslovne obveznosti, v drugem pa glede na vire iz pasive bilance stanja zmanjšane za dolgoročne (DFN) in kratkoročne finančne naložbe (KFN). Rezultat je pri obeh načinih izračuna enak, različne so le postavke. Vloženi kapital podjetja je sorazmerno nizek, predvsem zaradi nizkega lastniškega kapitala podjetja. V letu 2004 je opazno ravno povišanje lastniškega kapitala in posledično tudi vložnega kapitala, čeprav ne za enako stopnjo.

Ob poznavanju *NOPAT* in *IC* lahko izračunamo vrednostni kazalec donosnosti vložnega kapitala.

Tabela 4: Izračun *ROIC* za leti 2003 in 2004 (zneski so v 000 SIT)

Leto	2003	2004
<i>NOPAT</i>	3.321	23.500
/ Vloženi kapital (<i>IC</i>)	4.226	11.450
= <i>ROIC</i>	78,6 %	205,2 %

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Iz tabele je razvidno, da podjetje dosega visoko donosnost vložnega kapitala, kar je bolj kot uspešnost podjetja, posledica nizkega lastniškega kapitala ter dolgoročnega dolga podjetja, saj je podjetje večinoma financirano s kratkoročnim dolgom, ki je v skoraj polovičnem znesku sestavljen iz pasivnih časovnih razmejitev, ostalo predstavljajo kratkoročne poslovne obveznosti.

V napovedovanju prostih denarnih tokov podjetja, se seveda ne bo upoštevalo tako visokih stopenj kazalca *ROIC*, kajti razumljivo je, da bo podjetje v prihodnosti povečevalo lastniški

kapital z neizplačevanjem dobičkov in tako nižalo delež tujih virov. Takšni rezultati izračuna *ROIC* so tudi posebnost pri analiziranju majhnih podjetij, katera imajo v svojih izkazih velikokrat drugačno strukturo sredstev in virov v primerjavi z velikimi podjetji ter podjetji z daljšim časom obstoja. Tudi zato se bo v nadaljevanju pri napovedovanju poslovanja podjetja upoštevalo bolj napovedi poslovanja za prihodnost in manj podatke o doseženem preteklem poslovanju podjetja.

Analizo preteklega poslovanja se bo sklenilo z izračunom prostega denarnega toka, ki ga je podjetje iGV, d.o.o. ustvarilo v letih 2003 in 2004. PDT nam bo prikazal, ali je podjetje v preteklih dveh letih ustvarilo za svoje lastnike dobiček in ali je v primeru negativnega PDT podjetje več denarja porabilo kot ustvarilo.

Tabela 5: Izračun prostih denarnih tokov za leti 2003 in 2004 (zneski so v 000 SIT)

Leto	2003	2004
EBITDA	9.083	46.155
- Amortizacija	5.762	14.822
= <i>EBIT</i>	3.321	31.333
- davek na EBIT	0	7.833
= <i>NOPAT</i>	3.321	23.500
- Naložbe podjetja	14.291 ¹¹	19.927
= <i>PDT podjetja</i>	-10.970	3.573
+ Denarni tok iz neposlovnih naložb	1.000 ¹¹	16.602
= <i>Celotni PDT za lastnike</i>	-9.970¹¹	20.175

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Kot so nakazali že prejšnji izračuni je podjetje iGV, d.o.o. v letu 2004 povečalo tudi prosti denarni tok za vlagatelje. Tako je iz ustvarjenih slabih desetih milijonov tolarjev negativnega PDT leta 2003, v letu 2004 prešel na pozitiven PDT, in sicer v višini 20 milijonov tolarjev. Že kazalec *ROIC* je nakazal na veliko večjo rast donosnosti v letu 2004 glede na preteklo leto, tako lahko tudi dejansko vidimo, da *ROIC* dobro napoveduje v katero smer se bo gibalo poslovanje podjetja v prihodnosti in na njegovi podlagi lahko napovemo prihodnje PDT. Iz tega primera lahko vidimo, da je iGV, d.o.o. do leta 2004 večinoma vlagalo in šele raslo v svoji dejavnosti. Glede na to da izkazov pred letom 2003 ni na voljo, lahko sklepamo, da so lastniki ravno z namenom ločitve dobrih poslov od slabih, podjetje eGV, d.o.o. konec leta 2002 razdelili na dve novi podjetji in tako prenesli dobičkonosni del poslovanja na iGV, kateri ima v prihodnosti veliko večje ambicije in potenciale razvoja ter rasti.

¹¹ Ker so za podjetje iGV, d.o.o. izkazi na voljo le za leti 2003 in 2004, je izračunan PDT v letu 2003 s pomočjo izkazov podjetja eGV, d.o.o. iz leta 2002, kateri so pretekli izkazi za podjetji iGV in eGV za leto 2003. Izkazi obeh družb leta 2003 so sešteti skupaj in glede na predstavljeni delež posamezne družbe iz leta 2003 se je ugotovilo, koliko naj bi znašali deleži sredstev leta 2002 na posamezno družbo. Taka metoda le predpostavlja resnično stanje na dan 31.12.2002, kar pomeni, da izračunani PDT podjetja iGV v letu 2003 niso resnično taki, ampak so le približni. Ker pa v nadaljevanju dela ta podatek za leto 2003 ni pomemben, je za boljši pregled preteklega poslovanja podjetja, vseeno vključen v analizo. Postopek izračuna je podan v prilogi C.

4.2.2.2 Izračun diskontnega faktorja preko WACC modela

Strošek kapitala se bo izračunalo preko WACC modela po postopku, ki je opisan v točki 3.2.1.3. Podjetje iGV, d.o.o. v obeh letih preučevanja ni imelo dolgoročnega dolga, kar je predvsem posledica njegove dejavnosti poslovanja, katera ne zahteva večjih naložb v stalna sredstva. Tudi v prihodnosti ni pričakovati večjih naložb, ki bi zahtevale dodatno večje dolgoročno zadolževanje podjetja pri bankah. Obenem je tu pomembna informacija, da je večinski lastnik podjetja le ena pravna oseba (Švedska založniška skupina Bonnier je postala 21.02.2005 83,7% lastnica GV Skupine, d.d., ki ima v lasti iGV, d.o.o.) (Lacić, 2005, str. 20), kar za podjetje predpostavljeno pomeni olajšano financiranje v prihodnosti, saj za njimi stoji velik tuj lastnik, kateri je eden največjih evropskih medijskih hiš.

Naslednji parameter potreben za izračun WACC je strošek navadnega kapitala, ki se izračuna preko CAPM modela. Stopnjo donosa za netvegano naložbo se lahko določi pri 4,53% (Podatki o vrednostih državnih obveznic, 2005), katera pomeni stopnjo donosa desetletnih ameriških državnih obveznic. Glede na obdobje dospelosti in dejstvo, da je ameriško gospodarstvo eno najbolj razvitih na svetu, se zdi izbira stopnje donosa za netvegano naložbo najbolj smiselna, kljub temu, da ocenjujemo vrednost slovenskega podjetja. Ta stopnja je v diplomskem delu upoštevana tudi pri napovedovanju stroška kapitala v prihodnosti, saj gre pričakovati podobno povprečno stopnjo donosa netveganih naložb tudi v prihodnjem obdobju. Izbiro stopnje donosa za netvegano naložbo za ameriške obveznice in ne za primerljive evropske ali slovenske obveznice se lahko naveže na podatek o trenutni inflaciji v omenjenih gospodarstvih. Kljub temu da stopnja donosa obveznic ni v celoti odvisna od inflacije, ampak še od drugih makroekonomskih dejavnikov in denarne politike države, je podatek o višini inflacije v državi pomemben dejavnik, ki vpliva na višino dolgoročnih obrestnih mer (Inflacija in obrestne mere v EU, 2005, str. 21). Glede na trenutne in pričakovane stopnje inflacije v posameznih gospodarstvih¹² in stopnjah rasti gospodarstev se zdi primerjava med Slovenijo in ZDA boljša, kot primerjava Slovenije s povprečjem EU, čeprav je v prihodnje pričakovati doseganje nekoliko večje stopnje konvergence k skupnemu trgu.

Tržno premijo se določi pri 5,89% (Tržna premija, 2005), katero je podal Aswath Damodaran, priznan avtor s področja vrednotenja podjetij. Osnova za določitev tržne premije za tuje trge so Moody's-ove objavljene bonitete posameznih gospodarstev. Tako je stopnja tržne premije za najrazvitejša gospodarstva postavljena pri 4,84%, katerim prištejemo še deželno tveganje za Slovenijo, ki znaša 1,05%, kar skupaj pomeni 5,89% tržne premije. Odločili bi se lahko tudi za druge vire izračunanih tržnih premij (primer je opisan v točki 3.2.1.3), toda smiselno se zdi jemati čim bolj ažurne podatke, ki se nanašajo na sedanje razmere v svetovnem gospodarstvu in manj podatke, ki zajemajo tudi zelo oddaljena pretekla obdobja.

Sistematično mero tveganja β se računa zato, da se lahko vidi kolikšna je stopnja tveganja naložbe v to podjetje glede na povprečno stopnjo tveganja za cel trg, ki znaša 1. Za

¹² Inflacije po gospodarstvih: napovedi za Slovenijo: leta 2005 2,4% inflacija, leta 2006 2,6% in 2,8% leta 2007 (Podatki o napovedani inflaciji za Slovenijo, 2005, str. 38), letno povprečje EU v marcu 2005 je 2,1% (Inflacija v EU, 2005) in letna inflacija v ZDA marec 2005 je 3,1% (Inflacija v ZDA, 2005).

sistematično mero tveganja β so v diplomskem delu upoštevani dosegljivi podatki z ameriškega trga kapitala (Bete po dejavnostih, 2005) za tri različne dejavnosti. Glede na dejavnost in predmet poslovanja podjetja iGV, d.o.o., je v delu uporabljena povprečna β treh različnih dejavnosti in sicer: dejavnost finančnih storitev, kjer znaša β 0,78, dejavnost interneta $\beta= 2,63$ in dejavnost založništva z $\beta= 0,84$. Povprečje vseh treh β znaša $\beta=1,4$. Tako izračunana β je za podjetje iGV po lastni presoji najustreznejša, saj dosegljivih podatkov o β za slovenska podjetja ni dovolj (večinoma so β izračunane le za podjetja na ljubljanski borzi), obenem so v tako β vključeni podatki z ameriškega trga za podobne dejavnosti kot jih izvaja iGV.

Z vsemi do sedaj napisanimi vrednostmi, se lahko izračuna strošek navadnega lastniškega kapitala:

$$k_s = 4,53\% + 5,89\% * 1,4 = 12,8\% \quad [24]$$

Dejstvo, da podjetje iGV, d.o.o. ni imelo dolgoročnega dolga pomeni, da je strošek kapitala, ki je dobljen preko *CAPM* modela enak tudi končnemu iskanemu strošku kapitala prek *WACC* modela, in sicer le ta znaša 12,8 %. Dobljena diskontna stopnja je nominalna, in kot tako se jo v nadaljevanju tudi uporabi, kljub temu je inflacija deloma že vračunana v stopnji donosa netvegane naložbe.

4.2.2.3 Napoved prihodnjega poslovanja

Krajša analiza poslovnega okolja podjetja iGV, d.o.o. je bila že predhodno narejena. Podjetje iGV ima trenutno dober položaj na trgu, kateri se v bližnji prihodnosti glede na trenutno konkurenco ne bi smel poslabšati, ampak celo izboljšati. Produkt gvin.com je zelo kompleksen, ažuren, namenjen tako malo manj zahtevnim kot profesionalnim uporabnikom. Za manj zahtevne kupce, ki ne potrebujejo vseh informacij, ki jih nudi gvin.com, je na voljo produkt fipoplus.com, kateri obsega le finančni sklop gvin.com in v manjši meri še ostale poslovne informacije o podjetjih. Za ta paket se večinoma odločajo samostojni podjetniki in manjše družbe.

Podjetje je v koraku s časom in razvija nove produkte. Kot primer se lahko opiše produkt Bonitete, ki obsega večino pomembnih informacij o podjetju: vodilne osebe, zastopniki, izkazi podjetja, roki plačil, članki o podjetju, položaj podjetja v panogi in naroki. Produkt je posledica zahtev kupcev, ki na enem mestu potrebujejo vse informacije o svojih poslovnih partnerjih.

Podjetje ima zastavljenih veliko novih projektov za prihodnost. Predvidevanja so, da bodo taki projekti v prihodnosti omogočali biti podjetju korak pred konkurenco in tako tudi dosegati dobre stopnje rasti.

Podjetje nima javno dostopnega plana poslovanja za prihodnja leta, v pogovoru z vodilnimi v podjetju, pa se je prišlo do informacij, da je načrtovana rast poslovanja za letošnje leto (leto 2005) 15%, v naslednjih 5 letih pa približno 10% letna rast poslovanja. Tako rast naj bi podjetje

dosegalo z redno prodajo sedanjih produktov, z uvajanjem novih produktov in dobro zastavljeno marketinško strategijo promocije in prodaje.

V prihodnosti gre pričakovati pojavljanje novih konkurentov, čeprav novih konkurentov v smislu celovite ponudbe verjetno ne bo, saj je težko za nove konkurente vzpostaviti tako obsežno bazo podatkov za preteklost.

Iz izračunanih podatkov *ROIC* in *WACC* je razvidno, da je *ROIC* veliko višji od *WACC*, zato gre pričakovati v prihodnosti postopno zviševanje prostih denarnih tokov podjetja. Poleg tega je podjetje v letu 2004, glede na leto 2003, doseglo dobro stroškovno učinkovitost in imelo enake stroške iz poslovanja ob višjih prihodkih iz poslovanja.

Napovedani makroekonomski kazalniki razvoja Slovenije so za naslednja leta naslednji: povprečne letne stopnje rasti BDP za obdobje do leta 2013 so napovedane pri stopnji 3,7% letno (Razvoj Slovenije po UMAR, 2005, str. 169), medtem ko gre v bližnji prihodnosti pričakovati bližanje inflacije na raven tiste v ZDA ter v daljni prihodnosti na raven inflacije evropske unije (1,5-2% letno).

Za napoved bilanc stanja in izkazov poslovnega izida za podjetje iGV v določenem obdobju napovedi, katero bo obsegalo prihodnjih šest let (obdobje od leta 2005 do 2010), se uporabi za prvo leto stopnjo rasti prihodkov 15% in večanje stroškov iz poslovanja po stopnji 7%, razen stroškov dela, kateri bodo predvidoma nekoliko višji zaradi novega zaposlovanja (stopnja rasti 10%). V bilanci stanja je predpostavljeno večanje sredstev in obveznosti v podobni smeri kot v preteklem obdobju, predvsem je predpostavljena manjša stopnja rasti večanja sredstev, saj ne gre pričakovati pretiranih naložb in novih dolgoročnih zadolževanj. V izkazu poslovnega izida za leta do 2011 je predvidena stopnja rasti, ki bo v letu 2006 predpostavljena pri 10%, do leta 2011 pa naj bi se znižala do 5%, torej za eno odstotno točko vsako leto. Nižjo stopnjo rasti v prihodnosti gre pričakovati predvsem zaradi zasičenosti trga in pojava novih konkurentov. V času po določenem obdobju napovedi je predpostavljena letna stopnja rasti bilance stanja in izkaza poslovnega izida pri stopnji 3,7%, katera je napovedana stopnja rasti slovenskega gospodarstva v prihodnost in je tudi za podjetje na dolgi rok dosegljiva. Napovedane bilance stanja in izkaza poslovnega izida za leta od 2005 do 2011 so v prilogi Č, kjer so tudi ustrezne obrazložitve izračunanih izkazov. V nadaljevanju so, na podlagi napovedanih bilanc stanja in izkaza poslovnega izida za obdobje 2005-2011, izračunani *NOPAT*, *IC* in končno še *PDT*. *NOPAT* je izračunan kot *EBIT* zmanjšan za 25% davek.

Tabela 6: Napoved *NOPAT*-a za obdobje 2005-2011 (zneski so v 000 SIT)

Leto	Doseženo 2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011
<i>EBIT</i>	31.333	52.654	62.431	69.967	80.256	87.505	90.907	94.271
- Davki na <i>EBIT</i>	7.833	13.164	15.608	17.492	20.064	21.876	22.727	23.568
= <i>NOPAT</i>	23.500	39.491	46.823	52.475	60.192	65.629	68.180	70.703

Vir: Lastni izračuni, 2005.

V tabeli 7 je podan izračun vloženega kapitala za posamezno leto v določenem obdobju napovedi, na podlagi posameznih postavk v napovedanih izkazih. V tabeli 8, je podan še izračun PDT za naslednja leta.

Tabela 7: Napoved vloženega kapitala za obdobje 2005-2011 (zneski so v 000 SIT)

Leto	Doseženo 2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011
Stalna sredstva (brez DFN)	43.029	55.901	72.672	87.206	104.647	125.577	138.135	143.246
+ Neto gibljiva sredstva (brez KFN)	39.375	55.891	70.374	84.554	89.542	87.521	86.514	117.977
- (Posl.obv. + PČR)	70.954	87.507	104.926	120.522	131.126	142.695	155.318	162.591
= IC	11.450	24.285	38.120	51.238	63.063	70.403	69.331	98.632
Kapital	29.052	48.834	72.316	98.662	128.918	161.953	196.334	230.335
+Dolg.rezervacije	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Finančne obv.	0	0	0	0	0	0	0	0
- (DFN + KFN)	17.602	24.549	34.196	47.424	65.855	91.549	127.004	131.702

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Tabela 8: Napoved PDT za obdobje 2005-2011 (zneski so v 000 SIT)

Leto	Doseženo 2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011
<i>EBITDA</i>	46.155	68.626	79.522	88.254	99.823	108.442	113.310	117.503
- Amortizacija	14.928	15.973	17.091	18.287	19.568	20.937	22.403	23.232
= EBIT	31.333	52.654	62.431	69.967	80.256	87.505	90.907	94.271
-davek na EBIT	7.833	13.164	15.608	17.492	20.064	21.876	22.727	23.568
= NOPAT	23.500	39.491	46.823	52.475	60.192	65.629	68.180	70.703
- Naložbe podjetja	19.927	29.290	31.141	28.589	22.287	18.747	11.370	36.516
= PDT podjetja	3.573	10.201	15.682	23.886	37.905	46.882	56.810	34.187
+ Denarni tok iz neposlovnih naložb	16.602	6.947	9.647	13.229	18.430	25.695	35.455	4.699
= Celotni PDT za lastnike	20.175	17.148	25.329	37.115	56.335	72.577	92.265	38.886

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Iz tabele 8 je razvidna visoka in hitra rast PDT v naslednjih letih. V letu 2011 je predpostavljena nižja stopnja rasti vseh postavk v izkazih (obrazložitev v prilogi Č), saj je leto 2011 prvo leto po koncu določenega obdobja napovedi in predstavlja poslovanje podjetja daleč v prihodnost, kjer pa gre pričakovati postopno umiritev rasti poslovanja podjetja. Zanimivo je tudi dejstvo, da podjetje iGV, d.o.o. ne dosega negativnih PDT v začetnem obdobju, kar pa

lahko obrazložimo s tem, da je podjetje analizirano že v fazi rasti in ne več v fazi uvajanja, v kateri je bilo podjetje v preteklosti in je takrat dosegalo negativne poslovne izide in PDT.

4.2.2.4 Ocena končne vrednosti podjetja

Končna vrednost podjetja je izračunana po formuli, ki temelji na kazalcu vrednosti *ROIC*. Izbrana formula bi morala načeloma podati isti rezultat kot druga opisana formula v točki 3.2.1.4, kar pa ni res, saj bi morali pri napovedi izkazov uporabljati enakomerno stopnjo rasti, kar za konkretni primer ni smiselno, saj so načrti podjetja ambicioznejši in predvidevajo različne stopnje rasti. Izračun končne vrednosti se izvede na podlagi potrebnih podatkov izračunanih v prejšnji točki za poslovanje podjetja v prvem letu po določenem obdobju napovedi (v letu 2011):

$$\text{Končna vrednost} = \frac{70.703 \left(1 - \frac{3,7\%}{72\%}\right)}{12,8\% - 3,7\%} = 736.467 \text{ SIT} \quad [25]$$

Dobljena končna vrednost podjetja 736.467.000 SIT je sorazmerno visoka, predvsem zaradi še vedno visokega kazalca *ROIC* v letu 2011, kateri je glede na sedanje podatke veliko nižji. Tako višino kazalca *ROIC* se lahko utemelji, zaradi nižjega deleža lastniškega kapitala v celotnih obveznostih, kljub temu da je v letu 2011 njegov predviden delež že 59%, kar je ob pričakovanih nadaljnjih visokih pasivnih časovnih razmejitvah dobro razmerje med lastniškim kapitalom in ostalimi obveznostmi.

4.2.2.5 Vrednost podjetja iGV, d.o.o. na podlagi metode DCF

Pri analizi določitve vrednosti podjetja iGV preko *DCF* metode, ostane le še diskontiranje PDT in končne vrednosti podjetja na sedanjo vrednost ter oboje skupaj sešteti, kar je prikazano v tabeli 9.

Tabela 9: Izračun celotne vrednosti podjetja iGV, d.o.o. (zneski so v 000 SIT, razen disk.faktor)

Leto	PDT	Diskontni faktor	Sedanja vrednost PDT
2005	17.148	0,887	15.210
2006	25.329	0,786	19.908
2007	37.115	0,697	25.869
2008	56.335	0,618	34.815
2009	72.577	0,548	39.772
2010	92.265	0,486	44.841
Končna vrednost (leto 2011)	736.467	0,486	357.923
Skupaj			538.338

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Dobljena celotna sedanja vrednost podjetja iGV, d.o.o. znaša 538,338 milijonov tolarjev. Dobljena vrednost podjetja je glede na velikost podjetja sorazmerno visoka. Kljub temu pa se, glede na tržni položaj podjetja, glede na veliko bazo podatkov, veliko število naročnikov in poznan produkt podjetja, zdi vrednost podjetja tudi dejansko ustrezna. Prav celotni proces vrednotenja pa v realnosti prikazuje dejstvo, ki se ga lahko citira (Kleindienst, 2000, str. 10): "Vrednotenje delnic oziroma lastniškega kapitala podjetij je tako po mnenju praktikov kot teoretikov vsaj toliko umetnost, kolikor je znanost". Iz postopka samega procesa vrednotenja po metodi *DCF* lahko vidimo, da že majhna sprememba napovedane stopnje rasti, po kateri naj bi raslo poslovanje podjetja v prihodnosti, za veliko spremeni celotno vrednost podjetja, zato je zelo pomembno, da je cenilec čimbolj seznanjen z realnim stanjem v podjetju in z njegovim poslovanjem. To je zlasti pomembno pri majhnih podjetjih, kjer je poslovanje podjetja bolj razgibano ter manj javno prikazano, kjer obstaja manj javno dostopnih podatkov in kjer nimamo na voljo podjetij za medsebojno primerjavo.

4.2.3 Vrednost podjetja na podlagi *EVA* modela

Izračun vrednosti podjetja preko *EVA* modela je zelo podoben tistemu iz *DCF* modela. Zato se pod to točko ne bo še enkrat izpeljevalo vsake posamezne postavke, potrebne v tem modelu za izračun vrednosti podjetja, temveč se bo te postavke dobilo pod prejšnjimi točkami. V tabeli 10 povzemamo vse postavke potrebne za izračun *EVA* in postopek izračuna za obdobje 2004-2011, po formuli: $EVA = NOPAT - (WACC * IC)$.

Tabela 10: Napovedane *EVA* za obdobje 2005-2011 (zneski so v 000 SIT)

Leto	Doseženo 2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011
<i>NOPAT</i>	23.500	39.491	46.823	52.475	60.192	65.629	68.180	70.703
<i>WACC</i>	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
<i>IC</i>	11.450	24.285	38.120	51.238	63.063	70.403	69.331	98.632
<i>EVA</i>	22.034	36.383	41.944	45.917	52.120	56.617	59.306	58.078

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Naslednji korak, potreben za izračun celotne vrednosti podjetja po *EVA* modelu, je izračun končne vrednosti po formuli [23], ki je napisana v točki 3.2.2.1:

$$\sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t} = \frac{58.078}{12,8\%} + \frac{(70.703) * \left(\frac{3,7\%}{72\%}\right) * (72\% - 12,8\%)}{12,8\% (12,8\% - 3,7\%)} = 638.396 \text{ SIT} \quad [26]$$

Tabela 11: Izračun celotne vrednosti podjetja iGV, d.o.o. (zneski so v 000 SIT, razen disk.faktor)

Leto	<i>EVA</i>	Diskontni faktor	Sedanja vrednost <i>EVA</i>
2005	36.383	0,887	32.272
2006	41.944	0,786	32.968
2007	45.917	0,697	32.004
2008	52.120	0,618	32.210
2009	56.617	0,548	31.026
2010	59.306	0,486	28.823
Končna vrednost (leto 2011)	638.396	0,486	310.261
<i>IC</i> na začetku določenega obdobja			11.450
Skupaj			511.014

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Dobljena vrednost podjetja iGV, d.o.o. po *EVA* modelu je le nekoliko nižja od dobljene preko *DCF* metode. Do razlike pride predvsem zaradi nekaterih različnih postopkov pri izračunu vrednosti prek obeh metod. K razliki največ prispeva večja teža kazalca *ROIC* pri izračunu končne vrednosti preko *EVA* modela kot pri *DCF* metodi. Kazalec vrednosti *ROIC* naj bi bil v obdobju po določenem obdobju napovedi približno enak *WACC*, saj se predpostavlja, da bo podjetje dosegalo na vloženi kapital enako stopnjo donosa kot je zahtevana stopnja donosa vlagateljev. Zaradi posebnosti analiziranega podjetja in dejstva, da majhna podjetja, ki obstajajo manj časa dosegajo različne stopnje *ROIC* (včasih tudi zelo visoke, kot v tem primeru), se lahko celotna vrednost podjetja preko *EVA* modela nekoliko razlikuje od dobljene vrednosti po *DCF* metodi. Stopnja *ROIC* je tako pri iGV, d.o.o. leta 2004 visoka 205%, napovedana leta 2011 pa 72%, v nadaljnjem poslovanju se pričakuje postopno nadaljnje zniževanje stopnje *ROIC* do izenačitve z *WACC*. Pri stabilnejših podjetjih, katera poslujejo več časa se pričakuje, da imajo *ROIC* podoben vrednosti *WACC*, zato je izračun njihove vrednosti vsaj iz tega vidika nekoliko enostavnejši.

Po izračunanih vrednostih podjetja z obema metodama, se lahko obe vrednosti ponderira, glede na pripisan pomen metodi izračuna ter skupaj prikaže kot vrednost podjetja iGV, d.o.o.. Metodi *DCF* se pripiše ponder 60%, saj je po lastnem mnenju ta metoda širše priznana in bolj uveljavljena od *EVA* modela, kateremu je pripisan 40% ponder. Vrednost podjetja iGV, d.o.o. je prikazana v tabeli 12.

Tabela 12: Izračun vrednosti podjetja iGV, d.o.o. (zneski so v 000 SIT)

Metoda	Izračunana vrednost	Ponder	Skupaj
<i>DCF</i>	538.338	0,6	323.003
<i>EVA</i>	511.014	0,4	204.406
Skupaj		1	527.409

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Ponderirana vrednost podjetja iGV, d.o.o., dobljena po obeh uporabljenih metodah, je 527,409 milijonov tolarjev. Visoko dobljeno vrednost podjetja glede na trenutno vrednost aktive podjetja, se lahko utemelji z uspešnim poslovanjem v letu 2004 in optimističnimi napovedmi poslovanja za prihodnost. Podjetja, ki se ukvarjajo z dejavnostjo povezano z internetom (večina jih je v ZDA) po večini dosegajo visoke vrednosti, saj se od njih pričakuje dobro poslovanje v prihodnosti, kar je bilo v preteklosti tudi zlorabljeno. To kaže ameriški primer z zlomom indeksa Nasdaq, ki meri na Newyorški borzi vrednost izbranih delnic tehnoloških podjetij. Ameriški zlom nima povezav s podjetjem iGV, d.o.o., katero je po napovedih prikazanih v delu, zelo perspektivno in lahko ob dobrem vodenju dejansko potrdi izračunano vrednost v diplomskem delu.

5 SKLEP

Vrednotenje podjetij je zelo zahtevno delo, ki temelji tudi na subjektivnih ocenah tistega, ki ga izvaja. Kljub temu je vrednost podjetja, ki se jo dobi kot rezultat vrednotenja, dovolj zanesljiva ob predpostavki, da je bil ocenjevalec v samem procesu vrednotenja dovolj natančen, da je sledil postopku metode vrednotenja in kritično jemal posamezne elemente potrebne za izračun vrednosti. Predvsem je pri vrednotenju podjetij težavno napovedovanje prihodnjega poslovanja, saj ga opredeljuje veliko dejavnikov, ki se jih v sedanjosti težko predvidi in oceni njihov vpliv na poslovanje podjetja. Namen diplomskega dela je prikaz vrednotenja majhnega slovenskega podjetja- iGV, d.o.o.. V samem procesu vrednotenja se pojavlja kar nekaj prilagoditev, ki so potrebne pri ocenjevanju majhnih podjetij in se razlikujejo od vrednotenja velikih podjetij. Predvsem je potrebno paziti na "skrivanje" dobička podjetja ter narediti individualno analizo prihodnjega poslovnega okolja podjetja in razvoja celotne dejavnosti. Iz diplomskega dela je razvidno, da je proces vrednotenja majhnih podjetij podoben tistemu za velika podjetja, saj oba temeljita na istih predpostavkah.

Podjetje iGV, d.o.o. je v delu ocenjeno na podlagi metode diskontiranih denarnih tokov in modela ekonomske dodane vrednosti. Predvsem metoda diskontiranih denarnih tokov velja za eno najpomembnejših in najuporabnejših metod vrednotenja podjetij v finančni stroki. S pomočjo WACC metode se je določilo diskontno stopnjo, s pomočjo katere so izračunane sedanje vrednosti prihodnjih zneskov. Najtežavnejše v celotnem procesu je bilo napovedovanje prihodnjega poslovanja, katero je še posebej težavno pri vrednotenju majhnih podjetij, saj tako kot se je pokazalo na primeru podjetja iGV, d.o.o., podjetja nimajo pripravljenih simulacij poslovanja za prihodnost. Na podlagi ocen sedanjega poslovanja in napovedi vodilnih, se je

ocenilo prihodnje poslovanje podjetja za obdobje šestih let in na tej podlagi izračunalo prihodnje proste denarne tokove. Določilo se je končno vrednost podjetja, katera prikaže vrednost podjetja po določeni dobi napovedi, jo kot proste denarne tokove diskontirali na sedanjo vrednost in ugotovilo se je vrednost podjetja. Enako se je naredilo tudi preko modela *EVA*, ter na koncu po ponderiranju obeh dobljenih vrednosti, ugotovilo, da je vrednost podjetja iGV, d.o.o. z upoštevanjem obeh metod 527,5 milijonov tolarjev.

Za izdelavo vrednotenja majhnega podjetja, je potrebno predvsem dobro poznavanje podjetja oziroma od vodilnih dobiti čim več podatkov in na tem graditi celotni proces vrednotenja. Izogibati se je potrebno primerjavi enega vrednotenja podjetja z vrednotenjem drugih podjetij ter vsako vrednotenje izpeljati od začetka do konca ob uporabi teoretično začrtanega procesa vrednotenja z upoštevanjem posebnosti posameznega podjetja, katere tudi določijo v največji meri vrednost podjetja.

Vrednost podjetja je do neke mere določena tudi od namena in naročnika vrednotenja. Ti lahko vplivajo na celotni proces vrednotenja in končno na dobljeno vrednost podjetja. V izogib takim zunanjim vplivom, mora ocenjevalec vedno upoštevati prej začrtan proces vrednotenja in lastne občutke, katere si pridobi le z izkušnjami, obenem mora vedno preverjati ustreznost predpostavk.

LITERATURA

1. Barker Richard: Determining Value: Valuation Models and Financial Statements. Harlow : Financial Times/ Prentice Hall, 2001. 228 str.
2. Brigham E.F., Daves P.R.: Intermediate Financial Management. 7th Edition. B.k. : South-Western, 2002. 987 str.
3. Brigham E.F., Daves P.R.: Intermediate Financial Management. 8th Edition. Masson : South- Western, 2004. 1038 str.
4. Cook Jacob, Lavrenčič Uroš: Vpliv posebnosti v Slovenskih računovodskih standardih na vrednotenje slovenskih podjetij. Finance, Ljubljana, 12.07.2000, str. 23.
5. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. Second Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1996. 550 str.
6. Damodaran Aswath: Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1994. 426 str.
7. Damodaran Aswath: Dark Side of Valuation for technology firms. [URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/darkside/darkside.htm], 2001.
8. Gregory Alan: Valuing Companies: Analysing Business Worth. New York : Woodhead-Faulkner, 1992. 255 str.
9. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV Založba, 2001. 542 str.
10. Kleindienst Robert: Vrednotenje delnic slovenskih podjetij: Umetnost na kvadrat. Finance, Ljubljana, 23.10.2000, str. 10.
11. Koletnik Franc: Koliko je vredno podjetje. Ljubljana : Zveza društev računovodskih in finančnih delavcev Slovenije, 1991. 188 str.
12. Lacić Marjan: Švedi so prevzeli GV Skupino. Dnevnik, Ljubljana, 22.02.2005, str. 20.
13. Norčič Oto: Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli. Druga izdaja. Ljubljana : Časopisni zavod Uradni list Republike Slovenije, 1994. 322 str.
14. Petrič Tine: Nerazumljena EVA. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 28.07.2004, str. 16-20.
15. Prašnikar Janez, Debeljak Žiga: Ekonomski modeli za poslovno odločanje. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1998. 435 str.

16. Pratt Shannon P.: Valuing Small Businesses and Professional Practices. Second Edition. Homewood : Business One Irwin, 1993. 692 str.
17. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.
18. Slovenski računovodski standardi (SRS). Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2002. 311 str.
19. Turk Ivan: Nov sistem medsebojno povezanih kazalnikov. Revizor, Ljubljana, 1995, 6, str. 7-18.
20. White Gerald I., Sondhi Ashwinpaul C., Fried Dov: The analysis and use of financial statements. Third Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2003. 767 str.

VIRI

1. Baza podatkov GV IN. [URL: <http://www.gvin.com>], 27.4.2005.
2. Bete po dejavnostih. Damodaran On-line. [URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html], 25.3.2005.
3. Inflacija in obrestne mere v EU. Frankfurt : ECB. 120 str.. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200504en.pdf>], 25.4.2005.
4. Inflacija v EU. Luxemburg : Eurostat. 5 str.. [URL: http://epp.eurostat.cec.eu.int/pls/portal/docs/PAGE/PGP_PRD_CAT_PREREL/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2005/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2005_MONTH_03/2-16032005-EN-AP.PDF], 25.3.2005.
5. Inflacija v ZDA. Washington : Bureau of Labor Statistics. 19 str.. [URL: <http://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>], 25.3.2005.
6. Interni podatki podjetja iGV, d.o.o..
7. Podatki o dejavnosti AJPES-a. [URL: <http://www.ajpes.si>], 25.3.2005.
8. Podatki o dejavnosti podjetja iBon, d.o.o.. [URL: <http://www.ibon.com>], 25.3.2005.
9. Podatki o napovedani inflaciji za Slovenijo. Ljubljana : Banka Slovenije. 52 str.. [URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2005q2.pdf], 22.4.2005.

10. Podatki o podjetju iGV, d.o.o.. [URL: <http://www.gvin.com>], 25.3.2005a.
11. Podatki o podjetju iGV, d.o.o.. [URL: <http://www.gvskupina.si>], 25.3.2005b.
12. Podatki o vrednostih državnih obveznic. [URL: <http://bonds.yahoo.com/rates.html>], 13.03.2005.
13. Računovodski izkazi podjetja eGV, d.o.o.. [URL: <http://www.gvin.com>], 27.4.2005.
14. Razvoj Slovenije po UMAR. Ljubljana : UMAR. 170 str.. [URL: <http://www.gov.si/zmar/projekti/srs/srs-osnutek.pdf>], 25.3.2005.
15. Tržna premija. Damodaran On-line. [URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html], 25.3.2005.
16. Zakon o gospodarskih družbah- ZGD (Uradni list RS 15/2005).

PRILOGE

PRILOGA A: Nerevidirana bilanca stanja podjetja iGV, d.o.o., Einspielerjeva 6, za leti 2004 in 2003

PRILOGA B: Nerevidiran izkaz uspeha podjetja iGV, d.o.o., Einspielerjeva 6, za leti 2004 in 2003

PRILOGA C: Izračun potrebnih podatkov za izračun PDT za podjetje iGV, d.o.o., na podlagi nerevidiranih izkazov za družbo eGV, d.o.o. za leto 2002

PRILOGA Č: Izračun napovedanih bilanc stanja in izkazov poslovnega uspeha za obdobje 2005-2011 ter obrazložitve postopka pridobitve podatkov

PRILOGA A: Nerevidirana bilanca stanja podjetja iGV, d.o.o. za leti 2004 in 2003

Postavka		Znesek (v 000 SIT)		Indeks
		Leto 2004	Leto 2003	
	SREDSTVA	100.006	63.477	157,55
A.	STALNA SREDSTVA	44.331	30.257	146,51
I.	Neopredmetena dolgoročna sredstva	22.332	22.102	101,04
II.	Opredmetena osnovna sredstva	20.697	8.155	253,80
1.	Zemljišča in Zgradbe	0	0	
3.	Oprema in druga opredmetena sredstva	20.697	8.155	
III.	Dolgoročne finančne naložbe	1.302	0	
B.	GIBLJIVA SREDSTVA	54.918	32.549	168,72
I.	Zaloge	0	0	
II.	Poslovne terjatve	38.197	30.722	124,33
a)	Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	
b)	Kratkoročne poslovne terjatve	38.197	30.722	124,33
III.	Kratkoročne finančne naložbe	16.300	1.000	1.630,00
IV.	Dobroimetja pri bankah, čeki in gotovina	421	827	50,91
C.	AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	757	671	112,82
	Zabilančna sredstva	0	0	
	OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	100.006	63.477	157,55
A.	KAPITAL	29.052	5.226	555,91
I.	Vpoklicani kapital	2.100	2.100	100,00
1.	Osnovni kapital	2.100	2.100	100,00
2.	Nevpoklicani kapital (kot odbitna postavka)	0	0	
II.	Kapitalske rezerve	0	0	
III.	Rezerve iz dobička	210	156	134,62
IV.	Preneseni čisti poslovni izid	2.970	0	
VI.	Čisti poslovni izid poslovnega leta	23.772	2.970	800,40
VIII.	Prevrednotovalni popravki kapitala	0	0	
B.	REZERVACIJE	0	0	
C.	FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI	35.447	33.242	106,63
a)	Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	0	0	
b)	Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	35.447	33.242	106,63
1.	Kratkoročne obveznosti na podlagi obveznic	0	0	
2.	Kratkoročne finančne obveznosti do bank	0	0	
3.	Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	8.085	1.571	514,64
4.	Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti do podjetij v skupini	5.294	15.714	33,69
5.	Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti do pridruženih podjetij	0	0	
6.	Druge kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	22.068	15.957	138,30
D.	PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	35.507	25.009	141,98
	Zabilančne obveznosti	0	0	

Vir: Interni podatki podjetja iGV, d.o.o., 2005.

PRILOGA B: Nerevidiran izkaz uspeha podjetja iGV, d.o.o. za leti 2004 in 2003

Postavka	Znesek (v 000 SIT)		Indeks
	Leto 2004	Leto 2003	
A. Čisti prihodki od prodaje	278.828	244.209	114,18
I. Čisti prihodki od prodaje proiz.in stor. na domačem trgu	277.525	244.069	113,71
II. Čisti prihodki od prodaje blaga in mat. na domačem trgu	0	0	
III. Čisti prihodki od prodaje proiz. in stor. na tujem trgu	1.303	140	930,71
IV. Čisti prihodki od prodaje blaga in mat. na tujem trgu	0	0	
B. Sprememba vrednosti zalog proiz. in nedok.proiz.	0	0	
C. Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0	0	
Č. Drugi poslovni prihodki	585	510	114,71
D. Kosmati donos od poslovanja	279.413	244.719	114,18
E. Poslovni odhodki	248.080	241.398	102,77
I. Stroški blaga, materiala in storitev	124.889	125.113	99,82
1. Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	0	0	
2. Stroški porabljenega materiala	1.845	0	
a) stroški materiala	0	0	
b) stroški energije	603	0	
c) drugi stroški materiala	1.242	1.221	101,72
3. Stroški storitev	123.044	123.892	99,32
a) transportne storitve	0	0	
b) najemnine	14.702	17.676	83,17
c) povračila stroškov zaposlencem v zvezi z delom	2.445	5.806	42,11
d) drugi stroški storitev	105.897	100.410	105,46
II. Stroški dela	107.528	109.619	98,09
1. Stroški plač	75.398	80.165	94,05
2. Stroški pokojninskih zavarovanj	7.666	7.874	97,36
3. Stroški drugih zavarovanj	5.614	6.256	89,74
4. Drugi stroški dela	18.850	15.324	123,01
III. Odpisi vrednosti	14.928	6.240	239,23
1. Amort. Neop.dolg. sredstev in opred. OS	14.822	5.762	257,24
2. Prevr. Posl.odh. pri neop. Dolg.sred. in opred. OS	0	0	
3. Prevr.poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	106	478	22,18
IV. Drugi poslovni odhodki	735	426	172,54
F. POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA	31.333	3.321	943,48
G. FINANČNI PRIHODKI	868	385	225,45
I. Finančni prihodki iz deležev	0	0	
II. Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev	0	0	
III. Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev	868	385	225,45
<i>Finančni prihodki od obresti (upoštevano že v II. in III.)</i>	861	374	230,21
H. FINANČNI ODHODKI	105	580	18,10
I. Prevrednotovalni finančni odhodki	0	0	
II. Finančni odhodki za obresti in iz drugih Obv.	105	580	18,10
<i>Finančni odhodki od obresti (upoštevano že v II.)</i>	95	577	16,46
I. Davek iz dobička iz rednega delovanja	0	0	
J. Čisti poslovni izid iz rednega delovanja	32.096	3.126	1026,74
K. Izredni prihodki	0	0	
L. Izredni odhodki	0	0	
M. Poslovni izid zunaj rednega delovanja	0	0	
N. Davek iz dobička zunaj rednega delovanja	8.270	0	
O. Drugi davki	0	0	
P. Celotni poslovni izid	32.096	3.126	1026,74
R. Davki skupaj	8.270	0	
S. Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	23.826	3.126	762,19
Povprečno število zaposlencev	15	14	103,04

Vir: Interni podatki podjetja iGV, d.o.o., 2005.

PRILOGA C: Izračun potrebnih podatkov za izračun PDT za podjetje iGV, d.o.o., na podlagi nerevidiranih izkazov za družbo eGV, d.o.o. za leto 2002 (v 000 SIT)

Tabela 1: Izračun potrebnih podatkov za izračun PDT za podjetje iGV, d.o.o. za leto 2003 (zneski so v 000 SIT)

	iGV, d.o.o. (1)	eGV, d.o.o. (2)	eGV, d.o.o. (3)	Skupaj iGV+eGV 2003 (4)	Delež iGV v skupnem izkazu (5)=(1)/(4)	iGV predpostavljeno 2002 (6)=(5)*(3)
Leto	2003	2003	2002	2003	2003	2002
Sredstva	63.477	43.205	81.164	106.682	59,5 %	48.293
Stalna sred.	30.257	9.745	29.684	40.002	75,6 %	22.453
Gibljava sred.	32.549	32.533	51.313	65.082	50 %	25.663
KFN	1.000	0	0	0	0 %	0
AČR	671	927	167	1.598	42 %	70

Vir: Interni podatki podjetja iGV, d.o.o., računovodski izkazi podjetja eGV, d.o.o. ter lastni izračuni 2005.

PRILOGA Č: Izračun napovedanih bilanc stanja in izkazov poslovnega uspeha za obdobje 2005-2011 in obrazložitve pridobljenih podatkov

Tabela 2: Napoved bilanc stanja za obdobje 2005-2011 (zneski so v 000 SIT)

Leto	Doseženo 2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011
Sredstva	100.006	136.342	177.241	219.185	260.044	304.647	351.652	392.926
Stalna sredstva	44.331	60.811	82.930	106.176	130.989	171.352	207.987	215.682
<i>DFN</i>	1.302	4.910	10.259	18.970	26.342	45.775	69.852	72.436
Gibljiva sredstva	54.918	74.675	93.344	111.916	127.821	131.901	142.089	175.609
<i>Kratk.posl.terj</i>	38.197	55.036	69.407	83.462	88.308	86.126	84.938	116.343
<i>KFN</i>	16.300	19.639	23.937	28.454	39.513	45.775	57.151	59.266
AČR	757	855	967	1.092	1.234	1.395	1.576	1.634
Obveznosti	100.006	136.341	177.241	219.185	260.044	304.647	351.652	392.926
Kapital	29.052	48.834	72.316	98.662	128.918	161.953	196.334	230.335
Krat.obveznosti	35.447	37.797	40.303	42.975	45.824	48.863	52.102	55.557
PČR	35.507	49.710	64.623	77.547	85.302	93.832	103.215	107.034

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Tabela 3: Napoved izkazov poslovnega izida za obdobje 2005-2011 (zneski so v 000 SIT)

Leto	Doseženo 2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009	Napoved 2010	Napoved 2011
Donos iz posl.	279.413	321.325	353.457	385.269	416.090	445.216	471.929	489.391
Str.mat.in storit.	124.889	133.631	142.985	152.994	162.174	171.905	182.219	188.961
Str.dela	107.528	118.281	130.109	143.120	153.138	163.858	175.328	181.815
Odpisi vred.	14.928	15.973	17.091	18.287	19.568	20.937	22.403	23.232
Drugi odh.	735	786	842	900	954	1.012	1.072	1.112
EBITDA	46.155	68.626	79.522	88.254	99.823	108.442	113.310	117.503
EBIT	31.333	52.654	62.431	69.967	80.256	87.505	90.907	94.271
Posl.izid iz posl.	31.333	52.654	62.431	69.967	80.256	87.505	90.907	94.271
Fin.prihodki	868	1.055	1.373	1.978	2.767	4.119	5.906	6.124
Fin.odhodki	105	112	120	129	138	147	158	163
Davki	8.270	13.399	15.921	17.954	20.721	22.869	24.164	25.058
Čisti dobiček	23.826	40.198	47.763	53.862	62.164	68.608	72.491	75.174

Vir: Lastni izračuni, 2005.

Obrazložitve izračunov napovedanih izkazov:

Napovedan izkaz poslovnega izida:

Prihodki iz poslovanja so napovedani glede na napovedi poslovodstva: leta 2005 naj bi narasli za 15%, leta 2006 za 10%, do leta 2010 pa je predpostavljeno letno naraščanje po stopnji rasti, ki je nižja od predhodnega leta za eno odstotno točko, tako da je leta 2010 stopnja rasti le še 5%, leta 2011 pa je kot za ostale postavke v tem letu predpostavljena letna stopnja rasti 3,7%, enako kot naj bi v prihodnost raslo slovensko gospodarstvo. Stroški materiala, blaga in storitev so za obdobje 2005-2007 napovedani po stopnji rasti 7%, za leta do 2010 pa po 6% letno. Za stroške dela gre pričakovati višjo stopnjo rasti, saj je predvideno z večanjem obsega poslovanja novo zaposlovanje. V obdobju 2005-2007 je predpostavljena letna stopnja rasti 10%, za ostala

leta do leta 2010 pa 7% letno. Letna stopnja rasti za amortizacijo je postavljena pri 7% letno za celotno obdobje do leta 2010, enako velja tudi za ostale odhodke. Za finančne prihodke je za obdobje od leta 2005 do leta 2007 predpostavljena stopnja rasti 15% letno, po letu 2007 pa je predpostavljen prihodek v višini 3% kratkoročnih finančnih naložb preteklega leta. V finančne prihodke je vključen donos tudi na dolgoročne finančne naložbe, kateri naj bi bil v letu 2005 4%, 5% leta 2006, vnaprej pa 6%. Za finančne odhodke je predpostavljena stopnja rasti 7% vsako leto. Finančni prihodki naj bi naraščali po višji stopnji kot finančni odhodki, katerih podjetje ima v zelo omejenem obsegu in v takem so tudi predpostavljeni v naprej, medtem ko bodo finančni prihodki naraščali v skladu z večanjem dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb podjetja skozi leta.

Napovedana bilanca stanja:

Za stalna sredstva je predpostavljeno, da bodo naraščala v letih 2005 in 2006 po letni stopnji rasti 30%, takšna kot je bila rast med letoma 2003 in 2004. V letih 2007, 2008 in 2009 je predpostavljena stopnja rasti le še 20% letno, v letu 2010 pa 10%. V prvem letu po določenem obdobju napovedi, v letu 2011, je letna stopnja rasti enaka 3,7%, katera je tudi uporabljena pri rasti vseh ostalih postavk v tem letu, tako v bilanci stanja kot izkazu poslovnega izida, saj gre pričakovati v daljni prihodnosti rast poslovanja podjetja le še po napovedani stopnji rasti celotnega slovenskega gospodarstva. Večanje stalnih sredstev se zdi na prvi pogled previsoko ocenjeno in pretirano, podlaga napovedanim stopnjam rasti pa je pretekla rast in pričakovanja o vedno novih naložbah podjetja v drago strojno opremo (računalniki, strežniki) ter nakup pravic za uporabo programske opreme in novih programov, kateri predstavljajo glavno vrednost podjetja. Dolgoročne finančne naložbe (DFN) so zajete v stalna sredstva in predpostavljeno je, da bo njihov delež v prihodnosti naraščal, saj ima podjetje načrte odpiranja novih podružnic v tujini. Za kratkoročne finančne naložbe (KFN) je predpostavljeno, da se bodo še naprej povečevale, toda manj kot v letu 2004, saj naj bi podjetje del sredstev vložilo v DFN, za katere so predpostavljene višje stopnje donosa v prihodnosti. Aktivne časovne razmejitve so napovedane tako, kot da bodo naraščale v določenem obdobju napovedi po stopnji rasti 13% letno, tako kot je bilo to v letih 2004/2003.

Za kapital je predpostavljeno, da čistega dobička lastniki ne bodo v celoti reinvestirali v podjetje kot v letu 2004, ampak le 50% ustvarjenega dobička, ostalo si bodo izplačali. Kratkoročne poslovne obveznosti so napovedane po letni stopnji rasti 6,63% za vsa leta napovedi (2005-2011), tako kot so narasle v letu 2004 glede na leto 2003. Za pasivne časovne razmejitve kot zelo pomembno postavko na pasivi za analizirano podjetje, gre pričakovati naslednje letne stopnje rasti: v letu 2005 40%, 30% v letu 2006, 20% povečanje leta 2007 in le še 10% povečanje v letih 2008-2010. Za PČR je predvideno, da bodo naraščale v skladu z rastjo poslovanja podjetja (prihodkov).

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

CAPM (Capital Asset Pricing Model) - Model za določanje stroškov lastniškega kapitala

Current ratio - Kratkoročni koeficient

DCF (Discounted Cash Flow) - Diskontirani denarni tokovi

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) - Dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki

EBITDA (Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization) - Dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo

EV (Enterprise Value) - Tržna vrednost podjetja z "neto finančnim stanjem" podjetja

EVA (Economic Value Added) - Ekonomska dodana vrednost

FV (Future Value) - Prihodnja vrednost

IC (Invested Capital) - Vloženi kapital

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) - Čisti dobiček iz poslovanja po davkih

PV (Present Value) - Sedanja vrednost

ROA (Return on Assets) - Donosnost sredstev

ROE (Return on Equity) - Donosnost kapitala

ROIC (Return On Invested Capital) - Donosnost vložnega kapitala

WACC (Weighted Average Cost of Capital) - Tehtano povprečje stroškov kapitala