

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA
NA PODLAGI TRŽNIH PRIMERJAV:**

PRIMER PODJETJA SALUS

Ljubljana, september 2010

ANDREJ CERK

IZJAVA

Študent Andrej Cerk izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Marka Hočevarja, in dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 21.9.2010

Podpis: _____

KAZALO

Uvod	1
1 Elementi in izhodišča za vrednotenje	2
2 Metodologija in načini ocenjevanja vrednosti podjetij	3
2.1 Na sredstvih zasnovani način	3
2.2 Na donosu zasnovani način	4
2.2.1 Metoda diskontiranega denarnega toka.....	4
2.2.2 Metoda uglavničenja (kapitalizacije).....	5
2.3 Način tržnih primerjav	6
3 Preučevane metode	6
3.1 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi	7
3.1.1 Postopek ocenjevanja vrednosti po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo.....	7
3.1.2 Odločitev o izbiri mnogokratnikov (EBITDA, EBIT, prodaja, P/E ali P/B).....	15
3.1.3 Prednosti in slabosti.....	17
3.2 Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij	17
3.2.1 Razpoložljivost podatkov.....	18
3.2.2 Postopek ocenjevanja vrednosti po metodi primerljivih kupoprodaj podjetij ...	18
3.2.3 Prednosti in slabosti.....	21
4 Vrednotenje družbe Salus, d. d.	22
4.1 Analiza tržnega okolja in konkurence	22
4.1.1 Makroekonomska analiza.....	22
4.1.2 Analiza trga in konkurence.....	23
4.2 Analiza poslovanja družbe	25
4.2.1 Analiza izkaza poslovnega izida.....	25
4.2.2 Analiza bilance stanja.....	27
4.3 Normalizacija poslovanja za potrebe vrednotenja na podlagi tržnih primerjav	28
4.3.1 Prilagoditev izkaza poslovnega izida.....	28
4.3.2 Prilagoditev obratnega kapitala.....	29
4.4 Izračun vrednosti družbe na podlagi načina tržnih primerjav	31
4.4.1 Metoda primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij.....	31

4.4.1.1	Določitev skupine primerljivih podjetij in merila izbora.....	31
4.4.1.2	Primerljivost ključnih lastnosti družbe Salus in izbranih primerljivih podjetij	32
4.4.1.3	Izračun tržnih mnogokratnikov izbranih primerljivih podjetij	32
4.4.1.4	Izračun vrednosti.....	33
4.4.2	<i>Metoda primerljivih kupoprodaj</i>	34
4.4.2.1	Določitev skupine primerljivih kupoprodaj in merila izbora ter prikaz mnogokratnikov	34
4.4.2.2	Izračun vrednosti.....	35
4.5	<i>Sklep izračuna vrednosti</i>	36
	Sklep	37
	Literatura in viri	39
	Priloge	

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Izračun prilagojenih mnogokratnikov	12
Tabela 2:	Vzorčni primer izračuna prilagoditve za rast, tveganje in velikost.....	13
Tabela 3:	Vzorčni primer izračuna prilagoditve za maržo	14
Tabela 4:	Makroekonomski podatki za Republiko Slovenijo	23
Tabela 5:	Analiza konkurence na slovenskem trgu v letu 2008.....	25
Tabela 6:	Poslovni odhodki družbe Salus, d. d.	27
Tabela 7:	Analiza bilance stanja na dan 31. 12. 2009	27
Tabela 8:	Finančne naložbe družbe Salus, d. d.	28
Tabela 9:	Prilagojen izkaz poslovnega izida družbe Salus, d. d.	29
Tabela 10:	Analiza obratnega kapitala družbe Salus, d. d.	30
Tabela 11:	Seznam primerljivih podjetij	31
Tabela 12:	Ključni finančni in operativni podatki primerljivih družb	32
Tabela 13:	Izračun prilagojenih tržnih mnogokratnikov na dan 31. 12. 2009	33
Tabela 14:	Izračun vrednosti celotnega kapitala družbe Salus, d. d., na dan 31. 12. 2009	34
Tabela 15:	Vnesite primerljive kupoprodaje s pripadajočimi mnogokratniki.....	35
Tabela 16:	Izračun vrednosti celotnega kapitala družbe Salus, d. d., na dan 31. 12. 2009.....	36

KAZALO SLIK

Slika 1: Analiza finančne uspešnosti konkurenčnih podjetij v letu 2008	24
Slika 2: Čisti prihodki od prodaje po posameznih izdelkih družbe Salus, d. d.....	25
Slika 3: Kosmati poslovni izid od prodaje (donosnost prodaje) družbe Salus.....	26
Slika 4: Sklep o oceni vrednosti (EUR/delnico)	37

Uvod

V današnjem svetu ima vsako sredstvo svojo vrednost. Vendar pa je vrednost sama po sebi relativen pojem, saj jo je treba gledati iz več perspektiv, kar nam daje različno predstavo o vrednosti. Tako imamo, na primer, perspektivo s strani kupca in s strani prodajalca. Razumljivo je namreč, da bo kupec pričakoval nižjo vrednost sredstva kot prodajalec. Omeniti velja, da je na splošno zelo razširjena trditev, da je vsako ceno mogoče upravičiti, če so na trgu kupci oz. vlagatelji, ki bi bili pripravljeni kupovati po taki ceni.

Prav z namenom določanja prave vrednosti podjetij uporabljamo ocenjevanje vrednosti podjetij. Kot navaja Damadoran (2002, str. 2), samo ocenjevanje vrednosti podjetij ni znanost, kot trdijo nekateri zagovorniki ocenjevanja, niti ne objektivno iskanje prave vrednosti. Modeli vrednotenja, ki so v rabi, so sicer objektivni, vendar pa so podatki, uporabljeni v modelu, subjektivne narave in so odvisni predvsem od cenilca vrednosti. Tako je končna vrednost, ki jo dobimo z uporabo omenjenih modelov, obarvana s predsodki, ki temeljijo na subjektivnih odločitvah cenilcev.

Analitiki so si enotni, da je vrednost podjetja v njegovih prihodnjih denarnih tokovih; tako je metoda diskontiranih denarnih tokov bistvo teorije vrednotenja. Vendar pa trenutni tržni finančni podatki zagotavljajo prepričljive empirične dokaze o vrednosti podjetij. Tako je uporaba metode primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, vodnik za ocenjevanje vrednosti podjetij. Tržni pristop k ocenjevanju vrednosti je predvsem pragmatičen način ocenjevanja vrednosti, ki ga pogosto uporabljajo kupci, prodajalci, investicijske banke, borzni posredniki in ocenjevalci vrednosti podjetij. Poleg tega ima ocenjevanje vrednosti podjetij na podlagi tržnih primerjav visoko stopnjo sprejemljivosti na sodiščih. Prav pri uporabi te metode za potrebe sodnih obravnav zaznamo prve težave pri izvedbi te metode. Tržni način vrednotenja je namreč pogosto zavržen, saj mnogi ocenjevalci vrednosti podjetij nimajo dovolj veččin in praktičnega znanja, da bi oceno vrednosti na podlagi tržnih primerjav izvedli pravilno.

Namen diplomskega dela je prikaz pravilne uporabe vrednotenja podjetij na podlagi tržnih primerjav na teoretični ravni, pa tudi na praktičnem primeru. Predstavil bom celoten potek vrednotenja na podlagi tržnih primerjav in izpostavil težave, s katerimi se soočajo ocenjevalci vrednosti pri izvedbi te metode. Poleg izbire samega vzorca primerljivih podjetij se bom posebej osredotočil na uporabo prilagoditev mnogokratnikov primerljivih podjetij. Glavni cilj je prikazati problematiko ocenjevanja vrednosti podjetij na podlagi tržnih primerjav in prikazati rešitve, kako delo opraviti čim uspešneje in preveriti tržno vrednost ocenjevane družbe s pomočjo vrednotenja na podlagi tržnih primerjav.

V uvodu je prikazana teza diplomskega dela, v nadaljevanju pa je podrobno prikazan postopek vrednotenja na podlagi primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, ter po metodi primerljivih kupoprodaj. V tem delu so podrobno prikazane in razčlenjene tudi prilagoditve

mnogokratnikov primerljivih podjetij. Temu sledi še uporaba obeh omenjenih metod na praktičnem primeru.

Na koncu sem v sklepu povzel glavne ugotovitve diplomskega dela ter se posebej osredotočil na izpostavo problema subjektivnosti pri uporabi metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, ter metode primerljivih kupoprodaj.

1 Elementi in izhodišča za vrednotenje

Na splošni teoretični ravni je vrednost kapitala, vloženega v podjetje, definirana kot vsota pričakovanih prihodnjih koristi, ki pripadajo njegovemu lastniku, pri čemer je vrednost koristi diskontirana na sedanjo vrednost z uporabo ustrezne diskontne stopnje. Uporaba te definicije v praksi zahteva kvantifikacijo projekcije ustreznih bodočih koristi (donosov, ki so lahko bruto ali čisti dobiček, denarni tok, dividende ali kako drugače izraženi donosi) in določitev ustrezne pripadajoče diskontne stopnje. Posledično je tako v praksi nastala vrsta različnih načinov ocenjevanja vrednosti, metod ocenjevanja vrednosti in postopkov ocenjevanja vrednosti.

Analitiki se pri izboru metode vrednotenja odločajo predvsem med naslednjimi načini ocenjevanja vrednosti (Pratt, 2000, str. 45):

- na sredstvih zasnovan način (ang. *asset-based approach*),
- na donosu zasnovan način (ang. *income approach*) in
- način tržnih primerjav (ang. *market approach*).

Pred vsakim ocenjevanjem vrednosti je treba opredeliti elemente, ki so ključni za vsako ocenjevanje vrednosti podjetij. Ti elementi so:

Predmet ocenjevanja vrednosti – Jasno in nedvoumno je treba opredeliti naziv in sedež ocenjevanega podjetja ter lastniški delež, katerega se ocenjuje.

Podlaga ocenjevanja vrednosti – Pri določanju podlage ocenjevanja vrednosti je treba izhajati iz določil Mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti, namena ocenjevanja vrednosti, zakonskih določil, morebitnih usmeritev sodišča in drugih posebnih okoliščin ocenjevanja vrednosti. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti določajo dve vrsti podlage vrednosti (2007, str. 45–56):

- tržna vrednost kot podlaga ocenjevanja vrednosti in
- podlage, ki niso tržne vrednosti.

Datum ocenjevanja vrednosti – Datum ocenjevanja vrednosti je eden ključnih elementov ocenjevanja vrednosti, saj je vrednost, pridobljena pri ocenjevanju vrednosti, vedno določena z datumom. Tako je pri ocenjevanju vrednosti z metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na

borzo, treba primerjati cene delnic na borzi le glede na datum ocenjevanja vrednosti in ne na kateri koli drug dan.

Namen ocenjevanja vrednosti – Po navadi določa standard vrednosti, ki ga bomo uporabili za ocenjevanje vrednosti. Nekaj primerov namena ocenjevanja vrednosti:

- računovodsko poročanje,
- izstop družbenika,
- likvidacije in stečaji,
- ocena stvarnega vložka,
- nakup ali prodaja podjetja (ali deleža podjetja),
- notranji odkup podjetja,
- pridobitev novega vira financiranja podjetja itn.

2 Metodologija in načini ocenjevanja vrednosti podjetij

Kot sem že omenil, poznamo tri (glavne) načine ocenjevanja vrednosti, ki se nadalje delijo na metode in postopke ocenjevanja vrednosti:

- na sredstvih zasnovani način
 - metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti,
 - metoda presežnih donosov;
- na donosu zasnovani način
 - metoda diskontiranega denarnega toka,
 - metoda uglavničenja;
- način tržnih primerjav
 - metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi,
 - metoda primerljivih transakcij.

2.1 Na sredstvih zasnovani način

Na sredstvih zasnovani način je eden od splošnih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij ali lastniških deležev, pri katerem je v rabi ena ali več metod, ki temeljijo na vrednosti sredstev, zmanjšanih za vrednost obveznosti.

Številni avtorji navajajo štiri pogoje za uporabo na sredstvih zasnovanega načina vrednotenja:

- družba izkazuje vrednostno veliko materialno aktivo,
- družba ima nepomemben obseg nematerialne aktive,
- bilanca stanja odraža vsa materialna sredstva družbe,
- obstaja malo dodane vrednosti proizvodom ali storitvam s strani dejavnikov dela.

Na sredstvih zasnovan način se pretežno uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značilnosti holdingov in finančnih družb ali za podjetja, kjer je vprašljivo načelo

časovne neomejenosti delovanja in v katerem ocenjujemo obvladujoči delež v lastniškem kapitalu.

Na sredstvih zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti praviloma ne uporabljamo za ocenjevanje vrednosti poslujočega proizvodnega ali storitvenega podjetja. Prav tako ga navadno ne uporabljamo, kadar ocenjujemo manjšinski delež v lastniškem kapitalu takega podjetja.

V okviru na sredstvih zasnovanega načina se uporabljata naslednji metodi ocenjevanja vrednosti:

- metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti (ang. *asset accumulation method*),
- metoda presežnih donosov (ang. *the capitalized excess earnings method*).

2.2 Na donosu zasnovani način

Na donosu zasnovani način vrednotenja podjetij je najbližje splošno sprejeti teoriji vrednosti podjetja, na podlagi katere je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti vsote vseh prihodnjih pričakovanih donosov. Pri tem se prihodnji donosi diskontirajo z diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in tveganje, povezano z ustvarjanjem donosov lastnikov podjetja.

Različno obravnavo tveganja lahko upoštevamo v diskontni stopnji ali v pričakovanih donosih. Na podlagi različnega obravnavanja tveganja znotraj na donosu zasnovanega načina vrednotenja podjetij uporabljamo dve metodi:

- metodo diskontiranega denarnega toka in
- metodo uglavničanja.

2.2.1 Metoda diskontiranega denarnega toka

Metoda diskontiranega denarnega toka temelji na teoretični predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja.

Na splošno donosnost velja za najpomembnejši dejavnik pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala. Po definiciji predstavlja donos "prosti denarni tok", ki je lastnikom na voljo po izločitvi tistega dela denarnega toka, ki ga je treba reinvestirati v podjetje za zagotovitev načrtovanega poslovanja in rasti podjetja. Prosti denarni tok je tako lahko definiran kot denarni tok, ki ga je mogoče razdeliti lastnikom, ne da bi bilo oškodovana načrtovano poslovanje in rast podjetja.

Večina naložb v lastniški kapital se obravnava, kot da trajajo v teoretično neskončnost (predpostavka časovne neomejenosti delovanja). Zato je smiselno, da se za večino naložb pripravi napoved denarnega toka za omejeno obdobje v prihodnosti, ponavadi je to za obdobje

petih let. Sedanja vrednost pričakovanih donosov prek tako opredeljenega obdobja napovedi pa se ponavadi določi z izračunom preostale vrednosti. Ob koncu načrtovanega obdobja se tako pri izračunu preostale vrednosti predvideva, da se bodo čisti dobički in posledično pripadajoči denarni tokovi, ki jih bo ustvarila družba, nadaljevali časovno neomejeno. Najpogostejši pristop k izračunu preostale vrednosti je uporaba metode uglavničenja (kapitalizacije) z uporabo Gordonovega modela rasti (The Gordon growth model).

Sedanja vrednost prihodnjega čistega denarnega toka je izračunana na podlagi naslednje formule:

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \frac{NDT_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n} + \frac{NDT_n \times (1+g)}{(d-g)(1+d)^n} \quad (1)$$

pri čemer je:

PV = sedanja vrednost

NDT₁...NDT_n = čisti denarni tok v obdobju napovedi od 1 do n

d = diskontna mera (zahtevana stopnja donosa)

g = pričakovana dolgoročna konstantna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka

Obravnavana metoda omogoča uporabo diskontiranja za lastniški ali celotni kapital (poleg lastniškega kapitala vključuje tudi dolg podjetja). V primeru ocenjevanja lastniškega kapitala moramo napovedi donosov opredeliti tako, da opredeljuje le tiste donose, ki so namenjeni lastnikom navadnih delnic. Diskontna mera obsega strošek lastniškega kapitala. Če pa to metodo uporabljamo za oceno celotnega kapitala, mora biti napoved donosov opredeljena tako, da opredeljuje le tiste donose, ki so namenjeni lastnikom navadnih delnic pa tudi drugim naložbenikom v podjetju (imetniki prednostnih delnic, obveznic in posojilodajalci). V tem primeru je diskontna mera rezultat tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) (Praznik, 2004, str. 70).

2.2.2 Metoda uglavničenja (kapitalizacije)

Metoda uglavničenja (kapitalizacije) je v bistvu skrajšana različica metode diskontiranja. Namesto da ocenjevanje vrednosti temelji na projekcijah vsakoletnih donosov, pri metodi uglavničenja (kapitalizacije) ocenjevanje vrednosti temelji na normaliziranem letnem donosu, ki se bo večal ali manjšal po neki povprečni stopnji v teoretično neskončnost (Praznik, 2004, str. 77).

Temeljna formula za izračun sedanje vrednosti, ki izraža rast donosa v metodi uglavničenja (kapitalizacije), je formula Gordonovega modela rasti:

$$PV = \frac{NDT_0 (1+g)}{d-g} \quad (2)$$

pri čemer je:

NDT_0 = normaliziran čisti denarni tok v obdobju, ki je neposredno pred datumom ocenjevanja

d = diskontna mera

g = pričakovana dolgoročna konstantna stopnja rasti čistega denarnega toka

2.3 Način tržnih primerjav

Pristop, ki temelji na tržnih primerjavah, je zasnovan na predpostavki, da nakupi oziroma prodaje (ocenjevanemu podjetju podobnih) podjetij dajejo zadovoljive informacije za vrednotenje podjetja (Pratt, 2000, str. 226).

Tržni način ocenjevanja vrednosti podjetij je poleg na donosu in na sredstvih zasnovanega načina eden od treh načinov ocenjevanja vrednosti podjetij. Temelji na predpostavki, da dajejo kupoprodaje podobnih premoženj, kot je ocenjevano, empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega premoženja. Pri tem je pomembno, da se morajo kupoprodaje nanašati na transakcije med nepovezanimi osebami (Lušnic, 2006, str. 42).

Način tržnih primerjav temelji na tržnih podatkih in služi za določanje vrednosti podjetja na osnovi primerjave konkretnega podjetja s:

- primerljivimi podjetji, uvrščenimi na organiziranem trgu kapitala (metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi),
- primerljivimi podjetji, ki so bila kupljena ali prodana pred relativno kratkim obdobjem (metoda primerljivih kupoprodaj podjetij).

V primeru ocenjevanja vrednosti podjetja z uporabo obeh metod se najprej izbere vzorec primerljivih podjetij. Idealna primerljiva podjetja so tista, ki so iz iste panoge kot ocenjevano podjetje in imajo primerljive značilnosti, kot na primer enake značilnosti trga in proizvodov, geografsko območje delovanja, velikost, primerljive prejšnje podatke in druge dejavnike.

Pri obeh metodah ocenjujemo vrednost podjetja tako, da določimo tržne mnogokratnike, s katerimi pomnožimo izbrane finančne kategorije ocenjevanega podjetja. V primeru metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, temeljijo tržni mnogokratniki na borznih kotacijah teh podjetij, v primeru primerljivih kupoprodaj podjetij pa na cenah realiziranih pri nakupih manjšinskih ali večinskih deležev podjetij (Lušnic, 2006, str. 42).

3 Preučevane metode

V diplomskem delu sem se osredotočil na uporabo načina tržnih primerjav za ocenjevanje podjetja. V nadaljevanju bom tako podrobneje raziskal samo uporabo metod, pa tudi pasti, ki nas čakajo ob uporabi le-teh.

3.1 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, je v svetu zelo razširjena. Večina tržnih raziskav (izračuni lastniškega kapitala) in ocene vrednosti za potrebe prevzemov podjetij temeljijo na mnogokratnikih, kot sta, npr., mnogokratnika P/E in MVIC/EBITDA oz. na primerjavi s primerljivimi podjetji. Podjetja, ki delujejo v isti industriji (opravljajo enako dejavnost) kot ocenjevano podjetje, veljajo kot primerljiva podjetja. Vendar pa velja omeniti, da samo opravljanje enake dejavnosti še ni pogoj, da podjetje lahko izberemo za »primerljivo podjetje« (Damadoran, 2002, str. 453).

Vzrokov za zelo razširjeno uporabo te metode je več:

- vrednotenje na podlagi mnogokratnikov primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, je lahko končano mnogo hitreje in z mnogo manj omejitvenimi predpostavkami kot metoda diskontiranih denarnih tokov;
- metoda je preprosta za razumevanje in lažja za predstavitev naročnikom (strankam) kot metoda diskontiranih denarnih tokov;
- metoda natančneje odraža trenutno stanje trga, ker poskuša vrednotiti relativno (tržno) vrednost podjetja in ne notranje vrednosti.

Način tržnih primerjav temelji na predpostavki, da dajejo kupoprodaje podobnih premoženj, kot je ocenjevano, empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega premoženja. Pri tem je bistveno, da so kupoprodaje med nepovezanimi osebami (ang. *Arm's length transactions*). S tem načinom je mogoče neposredno spremljati mere uglavničenja (kapitalizacije) na borzi uvrščenih podjetij (Praznik, 2004, str. 85).

Z izrazom primerljiva podjetja, uvrščena na borzo (ang. *guideline public companies*), mislimo predvsem na podjetja, ki so primerljiva (so podobna) ocenjevanemu podjetju, njihove delnice pa trgujejo na organiziranem aktivnem in likvidnem trgu kapitala na dnevni bazi.

V bistvu s to metodo ugotovimo vrednost za manjšinskega lastnika (na eno delnico) na popolnoma tržljivi osnovi, vendar pa je metoda primerna za ocenjevanje vrednosti manjšinskega in obvladujočega deleža. V primeru ocenjevanja obvladujočega deleža se v stroki ocenjevanja vrednosti uporablja pribitek za obvladovanje (premija za kontrolo) in po potrebi odbitek za pomanjkanje tržljivosti (v primeru, da družba ne kotira na borzi ali pa je lastniško zaprta). V primeru ocenjevanja manjšinskega deleža pa se uporablja le odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

3.1.1 Postopek ocenjevanja vrednosti po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo

Postopek ocenjevanja vrednosti po tej metodi poteka po korakih, ki jih bom opisal v nadaljevanju.

1. korak: Določitev skupine primerljivih podjetij, ki izpolnjujejo merila izbora

Določitev skupine primerljivih podjetij je zelo zapletena, saj prenekateri ocenjevalec vrednosti podjetij prehitro in premalo natančno opredeli vzorec podjetij, ki bo tvoril jedro za ocenjevanje družbe po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo.

Pravzaprav je izbor podobnih (primerljivih) družb bolj kompleksen, kot si ponavadi predstavljamo, saj je v praksi nemogoče najti primerljivo družbo, ki bi bila identična ocenjevani družbi. Prav tako se tudi družbe v enaki panogi, če že ne po velikosti med seboj razlikujejo tudi po dejavniku tveganja, potencialu rasti in denarnih tokovih. Tako je prav vprašanje, kako kontrolirati razlike, ko primerjamo mnogokratnike teh družb, ključnega pomena.

Postopek izbire primerljivih podjetij vključuje:

- določitev merila izbora (po navadi so najpomembnejše značilnosti za izbor primerljivih podjetij trg, proizvodi in storitve, geografsko območje delovanja, velikost, primerljivi prejšnji podatki, potencial rasti, finančno tveganje);
- določitev skupine podjetij, iz katere bomo izbrali vzorec primerljivih podjetij (večinoma izberemo več podjetij, ki jih štejemo kot potencialno primerljiva podjetja) in
- izbiro podjetij iz določene skupine, ki izpolnjujejo merila izbora (izmed vseh potencialno primerljivih podjetij izberemo podjetja, ki so najbolj primerljiva ocenjevanemu podjetju. Taka podjetja tvorijo vzorec za ocenjevanje vrednosti po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo). Število izbranih primerljivih podjetij določajo naslednji dejavniki (Praznik, 2004, str. 86):
 1. če je primerljivost boljša, v vzorcu potrebujemo manj podjetij;
 2. tri primerljiva podjetja utegnejo zadostovati, če imajo podobne značilnosti kot ocenjevano podjetje;
 3. najboljši vzorec je pet do sedem podjetij;
 4. bolje je imeti eno primerljivo podjetje kot nobenega, vendar pa v tem primeru metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, ni primerna za oblikovanje sklepov o vrednosti.

Kot sem že omenil, je po tej metodi največja omejitev ocenjevanja vrednosti zahteva, da so nam na voljo finančni podatki za mednarodna podjetja, uvrščena na borzo, pa tudi njihove tržne cene. Velika večina podatkov, ki bi jih potrebovali za izračun vrednosti, je na voljo le v obliki plačljivega dostopa. Tako največ podatkov o primerljivih družbah lahko najdemo na naslednjih podatkovnih bazah, ki na enem mestu ponujajo podatke o borznih cenah, vseh mednarodnih podjetij (uvrščenih na borzo), pa tudi obsežen sklop finančnih in opisnih podatkov:

- Capital IQ;
- Bloomberg in
- Reuters.

Vendar pa je za samo analizo primerljivih podjetij in normalizacijo podatkov primerljivih podjetij priporočljiva uporaba spletnih strani podjetij (kjer so po navadi tudi letna poročila), s pomočjo katere lahko izločimo enkratne in neponovljive dogodke iz finančnih izkazov primerljivih podjetij.

2. korak: Izbira in izračun mnogokratnikov

Mnogokratniki so kvocienti, ki primerjajo finančne kategorije na borzi uvrščenih podjetij s tržno kotacijo/ceno posameznega podjetja. Primer izračuna mnogokratnika (M) cena/dobiček je lahko (Lušnic, 2006, str. 56):

$$M = \frac{\text{Cena delnice primerljivega podjetja na borzi na dan 31.12.2009}}{\text{Dobiček na delnico primerljivega podjetja na dan 31.12.2009}} \quad (3)$$

Pri izračunu na podlagi mnogokratnikov je treba biti pozoren na dve stvari:

- cena oz. borzna kotacija primerljivega podjetja se mora vedno nanašati na datum ocenjevanja vrednosti našega (ocenjevanega) podjetja. Tako moramo v primeru ocenjevanja vrednosti podjetja na dan 31. 12. 2009 poiskati cene v borznih kotacijah na dan 31. 12. 2009 oziroma na datum, ki je čim bližje datumu ocenjevanja vrednosti (v primeru, da na ta dan iz kakršnih koli razlogov ni bilo trgovanja),
- pri vrednotenju je pomemben dejavnik datum finančnih podatkov (npr. prihodki, EBIT, EBITDA, čisti dobiček itn.) primerljivih podjetij, ki so vključena v izračun mnogokratnikov. V tem primeru se lahko omenjeni datum borzne cene delnice (31. 12. 2009) lahko razlikuje od datuma finančnih podatkov primerljivega podjetja (npr. 30. 6. 2009). Zaželeno pa je, da ta kljub temu ni preveč oddaljen od datuma ocenjevanja podjetja.

Glede na to, katere finančne kategorije uporabimo za izračun mnogokratnikov, izračunamo, bodisi mnogokratnike celotnega kapitala ali mnogokratnike lastniškega kapitala (Lušnic, 2006, str. 41). Ponavadi mnogokratnike celotnega kapitala uporabimo takrat, kadar se primerljiva podjetja pomembno razlikujejo po sestavi sredstev in kapitala. Ker z uporabo mnogokratnikov izračunamo vrednost celotnega kapitala, moramo pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala od dobljene vrednosti odšteti tržno vrednost neto dolga in prednostnih delnic.

Mnogokratniki lastniškega kapitala:

- cena/donos (ang. *price/earnings*; P/E ratio),
- cena/bruto denarni tok (ang. *price/gross cash flow*),
- cena/dobiček pred obdavčitvijo (ang. *price/pretax income*),
- cena/prodaja (ang. *price/sales*),
- cena/knjigovodska vrednost kapitala (ang. *price/book value*; P/B ratio).

Mnogokratniki celotnega kapitala:

- celotni kapital (MVIC)/EBITDA,
- MVIC/EBIT,
- MVIC/prodaja (prihodki),
- MVIC/knjigovodska vrednost celotnega kapitala.

Najpogostejši tržni mnogokratniki, ki se uporabljajo za ocenjevanje podjetja, so mnogokratniki celotnega kapitala prodaje, EBITDA, EBIT, ter mnogokratnik lastniškega kapitala, P/E. Posamezni mnogokratniki imajo določene prednosti in pomanjkljivosti, odvisno od namena in značilnosti ocenjevanja vrednosti, zato jih bom podrobneje predstavil v nadaljevanju.

Značilnosti posameznih mnogokratnikov je več.

- MVIC/prodaja (tudi EV/prodaja) – Mnogokratniki prodaje imajo prednost pri primerjavah z mednarodno skupino sorodnih podjetij zaradi zgolj majhnega vpliva različnih računovodskih načel na prihodke. Vendar pa se z mnogokratniki prodaje ne zazna razlik v kapitalskih ali stroškovnih strukturah ter v donosnosti. Ponavadi se uporabljajo za storitvena podjetja.
- MVIC/EBITDA (tudi EV/EBITDA) – Mnogokratniki, ki izhajajo iz EBITDA, lahko izkrivijo različne računovodske politike ali načela, ki se nanašajo na donosnost in stroške. Vseeno pa najbolje odražajo stanje podjetja glede na denarni tok ter se štejejo za najprimernejše na zrelih trgih s podobnimi (enakomernimi) naložbami v osnovna sredstva in podobno amortizacijsko politiko.
- MVIC/EBIT (tudi EV/EBIT) – Mnogokratniki, ki izhajajo iz EBIT, so v primerjavi z mnogokratniki, ki izhajajo iz EBITDA, še dodatno občutljivi za razlike v računovodskih politikah in načelih, ki se nanašajo na amortizacijo. Poleg tega se z njimi še vedno ne zazna posebnosti podjetij glede na kapitalsko strukturo.
- P/E (tudi Market cap./PAT) – Mnogokratniki čistega dobička se v bistvu osredotočajo na tisto, kar je najpomembnejše za delničarje. Vendar pa jih v mednarodnem kontekstu lahko zelo izkrivijo razlike v računovodskih politikah in načelih, davčni predpisi, pa tudi politika zadrževanja dobička.

Izbrati je treba med mnogokratniki, za katere so ustrezni in zanesljivi podatki. Po navadi dajemo največjo težo tistim mnogokratnikom, ki imajo najmanjši statistični odklon od povprečja (najnižji koeficient variacije). Kot sem že omenil, moramo pri izračunu mnogokratnikov uporabiti tržno ceno, ki je najbližje datumu ocenjevanja vrednosti.

Pred izračunom mnogokratnikov je treba računovodske izkaze primerljivih podjetij analizirati in jih po potrebi prilagoditi izkazom poslovanja ocenjevanega podjetja; izločiti je treba izredne ali izjemne podatke (dogodke) ter jih prilagoditi za morebitne razlike pri obračunavanju zalog, če ocenjevano in primerljiva podjetja ne uporabljajo enakih načinov obračunavanja zalog.

3. korak: Ocena vrednosti

Temeljne finančne spremenljivke podjetja pomnožimo z mnogokratniki na borzi uvrščenih podjetij (npr. neto dobiček, dobiček pred obdavčitvijo, bruto denarni tok, EBIT, prodaja). Tržne mnogokratnike moramo uporabiti na ocenjevanem podjetju na enaki finančni spremenljivki (tako po vsebini kot po času), kot je tista pri primerljivem podjetju, na temelju katere smo opredelili mnogokratnik. Primer izračuna:

$$M = \frac{\text{vrednost (celotnega) kapitala}}{\text{finančna spremenljivka}} \quad (4)$$

$$V_{\text{družbe}} = M \times \text{finančna spremenljivka} \quad (5)$$

pri čemer je:

M = mnogokratnik

$V_{\text{družbe}}$ = ocena vrednosti ocenjevane družbe

Celotni kapital (MVIC) = celotni kapital je opredeljen kot vsota lastniškega kapitala in celotnega obrestovanega dolga podjetja. Vrednost celotnega kapitala se uporabi, če se mnogokratniki uporabijo na naslednje finančne spremenljivke: na prodajo, EBITDA, EBIT ali proste denarne tokove (FCF za celotni investirani kapital). Vrednost lastniškega kapitala bo izračunana, če se mnogokratniki uporabijo za naslednje finančne kategorije, na primer dobiček po obdavčitvi ali proste denarne tokove za lastnika (FCF za lastnika).

Finančna spremenljivka = finančna spremenljivka podjetja, na primer: prihodki, EBIT, EBITDA, čisti dobiček, prosti denarni tok, knjigovodska vrednost kapitala itn.

4. korak: Prilagoditev mnogokratnikov

Na mnogokratnike vplivata velikost in tveganje posamezne družbe, prav tako pa tudi potencial rasti družbe. Tako bi v primeru, da je vse ostalo enako, večji potencial rasti, manjše tveganje ali večja velikost družbe vodili v višje mnogokratnike (Glass, 2002, str. 23). Prav zato je treba na podlagi razlik med ocenjevano družbo in primerljivimi družbami prilagoditi izračunane mnogokratnike. Prilagoditve se nanašajo na razlike v:

- tveganju (deželno tveganje, velikost družbe, specifična tveganja),
- pričakovani rasti ocenjevane družbe v primerjavi s primerljivimi podjetji, uvrščenimi na borzi,
- faktorju marže pri mnogokratniku celotnega kapitala prodaje.

Od primera do primera pa je odvisno, ali poleg naštetih prilagoditev uporabimo tudi druge prilagoditve (npr. za zadolženost in ROIC), ki bi vodile v ustreznejši izračun ocene vrednosti.

V sklopu prilagoditev se bom osredotočil na mnogokratnike, omenjene v drugem koraku, ki so v najširši uporabi. Opredelitev prilagoditev po posameznih mnogokratnikih je naslednja (Glass, 2002, str. 23–24):

- **Mnogokratnika EBIT in EBITDA:**
 - na mnogokratnika ne vpliva zadolženost, zato prilagoditev za zadolženost ni potrebna,
 - v teoriji na mnogokratnika ne bi smela vplivati profitna marža (ang. *profit margin*) ali ROIC. Višja profitna marža ali ROIC bi vodila v višjo vrednost mnogokratnika, vendar pa je povečana dobičkonosnost/donos že upoštevana v višjem EBIT/EBITDA,
 - mnogokratnika prilagajamo za faktor »rasti, tveganja in velikosti«.
- **Mnogokratnik prodaje:**
 - na mnogokratnik ne vpliva zadolženost, zato prilagoditev za zadolženost ni potrebna,
 - na mnogokratnik poleg rasti, tveganja in velikosti podjetja vpliva tudi marža EBITDA (EBIT). V primeru, da je vse ostalo enako, bi posameznik plačal več za družbo z maržo EBIT 20 % kot za družbo, ki ustvarja maržo EBIT 10 %,
 - mnogokratnik prilagajamo za faktor »rasti, tveganja in velikosti« in faktor »marže«.
- **Mnogokratnik P/E:**
 - na mnogokratnik poleg rasti, tveganja in velikosti podjetja vpliva tudi zadolženost družbe. V primeru, da je vse ostalo enako, bi višja zadolženost zmanjšala vrednost mnogokratnika P/E zaradi večjega finančnega tveganja delničarjev, povezanega z večjo zadolženostjo,
 - mnogokratnik prilagajamo za faktor »rasti, tveganja in velikosti« in po potrebi za zadolženost.

Tabela 1: Izračun prilagojenih mnogokratnikov

	Mnogokratniki celotnega kapitala			Mnogokratnik	Potencialne prilagoditve	
	Prodaja [2]	EBITDA [1]	EBIT [1]	lastniškega kapitala P/E [1]	Rast, tveganje in velikost [3]	Faktor marže [4]
Neprilagojeni mnogokratniki						
CoCo 1	0,7x	10,9x	14,6x	24,6x	64,1%	260,0%
CoCo 2	1,4x	6,5x	7,5x	14,1x	70,9%	77,9%
CoCo 3	0,9x	7,9x	10,4x	14,3x	74,8%	147,0%
CoCo 4	2,5x	10,6x	13,0x	19,5x	60,1%	72,5%
CoCo 5	2,0x	10,3x	13,3x	23,2x	38,8%	87,1%
Mediana	1,4x	10,3x	13,0x	19,5x	64,1%	87,1%
Prilagojeni mnogokratniki						
CoCo 1	1,2x	7,0x	9,4x	15,8x		
CoCo 2	0,8x	4,6x	5,3x	10,0x		
CoCo 3	1,0x	5,9x	7,8x	10,7x		
CoCo 4	1,1x	6,4x	7,8x	11,7x		
CoCo 5	0,7x	4,0x	5,2x	9,0x		
Mediana	1,0x	5,9x	7,8x	10,7x		
Izračunana prilagoditev	29,3%	42,6%	40,2%	45,1%		

Opombe: (1) prilagojen mnogokratnik = neprilagojen mn. x RT&V faktor

(2) prilagojen mnogokratnik = neprilagojen mn. x RT&V faktor x faktor marže

(3) faktor rasti, tveganja in velikosti (RT&V) bo pojasnjen v nadaljevanju

(4) faktor marže = marža EBITDA ocenjevane družbe/ marža EBITDA primerljive družbe

(5) predstavljeni mnogokratniki temeljijo na izmišljenih podatkih

(6) mnogokratniki so prilagojeni za »rast, tveganje in velikost« ter profitno maržo

Vir: S.H. Glass, Multiples Magic: Use & Abuse Of The Rabbit, 2002, str. 27.

Glavni namen prilagoditve za rast, tveganje in velikost je ugotoviti, koliko bi bili mnogokratniki primerljivih družb višji ali nižji, če bi bili rast, tveganje in velikost primerljivih družb enaki kot v ocenjevani družbi.

Tabela 2: Vzorčni primer izračuna prilagoditve za rast, tveganje in velikost

CoCo 1				Ocenjevana družba			
Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost [1]	Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost [2]
		1,00				1,00	
1	18,6%	1,19	1,13	1	15,0%	1,15	1,09
2	18,6%	1,41	1,22	2	15,0%	1,32	1,12
3	18,6%	1,67	1,31	3	15,0%	1,52	1,14
4	18,6%	1,98	1,41	4	15,0%	1,75	1,18
5	18,6%	2,35	1,51	5	15,0%	2,01	1,21
6	16,0%	2,72	1,59	6	13,0%	2,27	1,22
7	13,4%	3,09	1,64	7	11,0%	2,52	1,21
8	10,8%	3,42	1,65	8	9,0%	2,75	1,17
9	8,2%	3,70	1,62	9	7,0%	2,94	1,12
10	5,6%	3,91	1,55	10	5,0%	3,09	1,05
g	3,0%		22,00	g	3,0%		11,97
NSV			36,61 [4]	NSV			23,46 [4]

Faktor prilagoditve [3] 64,1%

Opombe: (1) sedanja vrednost je diskontirana s faktorjem WACC (10,2 %); medletni način diskontiranja

(2) sedanja vrednost je diskontirana s faktorjem WACC (12,0 %); medletni način diskontiranja

(3) faktor prilagoditve = $NSV_{(ocenjevane\ družbe)} / NSV_{(CoCo\ 1)}$

(4) izračun preostale vrednosti: preostala vrednost (22,00) = $1,55 \times (1+g) / (WACC-g)$

Vir: S.H. Glass, *Multiples Magic: Use & Abuse Of The Rabbit*, 2002, str. 29.

Če na podlagi zgornjega izračuna predpostavljamo, da NSV primerljivega podjetja znaša 36,61 mio EUR, ocenjevanega pa 23,46 mio EUR, lahko ob vseh preostalih enakih predpostavkah pričakujemo, da bo kupec podjetja pripravljen plačati 35,9 % manj (za 1 EUR EBIT ali EBITDA) za ocenjevano družbo kot za primerljivo družbo, kar bi pomenilo, da mnogokratnik EBIT (ali EBITDA) ocenjevane družbe znaša 64,1 % mnogokratnika primerljive družbe. Zato je potrebna prilagoditev mnogokratnikov za rast, tveganje in velikost v višini 64,1 %.

Neto sedanjo vrednost v primeru prilagoditev po navadi izračunamo s pomočjo diskontnega faktorja WACC tako, da seštejemo sedanje vrednosti. Sedanjo vrednosti izračunamo na podlagi naslednje formule:

$$PV = \frac{DT}{(1+d)^{(n/2)}} \quad (6)$$

pri čemer je:

PV = sedanja vrednost

- DT = denarni tok
d = diskontni faktor (WACC)
n/2 = faktor medletnega diskontiranja, v prvem letu uporabimo faktor 1/2, v drugem 3/2 itn.

Diskontna mera WACC je ocenjena na podlagi naslednje formule:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} \quad (7)$$

pri čemer je:

- K_e = strošek lastniškega kapitala
E = tržna vrednost lastniškega kapitala
 K_d = strošek dolgov
D = tržna vrednost dolgov
T = davčna stopnja

Poleg prilagoditve za rast, tveganje in velikost, je smiselna uporaba še prilagoditev za faktor marže. Preden uporabimo to prilagoditev, se je smiselno vprašati, koliko višji ali nižji bi bil primerljiv mnogokratnik prodaje, če bi bila marža EBITDA (ali EBIT) primerljivih družb enaka kot marža ocenjevane družbe. S prilagoditvijo za faktor marže tako izničimo vpliv različne donosnosti primerljivih družb in ocenjevane družbe. Faktor marže izračunamo na naslednji način:

$$\text{Faktor marže} = \frac{\text{marža EBITDA (ocenjevane družbe)}}{\text{marža EBITDA (primerljive družbe)}} \quad (8)$$

Tabela 3: Vzorčni primer izračuna prilagoditve za maržo

	EBITDA marža	Faktor marže
CoCo 1	6,5%	260,0%
CoCo 2	21,7%	77,9%
CoCo 3	11,5%	147,0%
CoCo 4	23,3%	72,5%
CoCo 5	19,4%	87,1%
Ocenjevano podjetje	16,9%	

Vir: S.H. Glass, *Multiples Magic: Use & Abuse Of The Rabbit*, 2002, str. 29.

Na podlagi uporabe prilagoditve za faktor marže dobimo enako vrednost podjetja z uporabo mnogokratnika MVIC/prodaja in MVIC/EBITDA.

Pred samo uporabo prilagoditev pa se je treba zavedati, da imajo prilagoditve mnogokratnikov primerljivih družb svoje prednosti pa tudi veliko omejitev, na katere je treba biti pozoren pri sami uporabi.

Prednosti uporabe prilagoditve mnogokratnikov primerljivih družb (Glass, 2002, str. 40):

- zagotavlja razumno objektivno podlago za ocenjevanje vpliva rasti, tveganja, velikosti, donosnosti in zadolženosti,
- lahko so bolj sprejete kot prilagoditve, ki temeljijo izključno na ocenjevalčevem mnenju ali oceni. Kot take zagotavljajo razumno zagovarjanje prilagoditev,
- uporabnikom cenitev pomagajo razumeti razlike med tržnimi mnogokratniki primerljivih družb in mnogokratniki, uporabljenimi pri izračunu vrednosti ocenjevanega podjetja.

Omejitve uporabe prilagoditve mnogokratnikov primerljivih družb (Glass, 2002, str. 40):

- treba se je izogniti slepemu zaupanju v prilagoditve. Pred njihovo uporabo se je treba vedno prepričati o smiselnosti uporabe, predvsem v luči drugih kazalcev vrednosti,
- pri sami uporabi prilagoditve za rast, tveganje in velikost je treba upoštevati naslednje omejitve:
 - povprečno pričakovano rast primerljivih družb je treba primerjati z napovedmi (ocenami) prihajajočih gospodarskih gibanj (rast inflacije, BDP itn.),
 - velja domneva, da je velikost podjetja v celoti (ali v zadostni meri) izražena skozi premijo za velikost (v izračunu WACCa),
 - uporaba drugih ocen v izračunu WACCa za primerljive družbe (ne poznamo vseh dejavnikov tveganja teh družb),
 - prilagoditev ne upošteva različnih stroškov rasti. V praksi to pomeni predpostavko, da so potrebne investicije (v rast, vzdrževanje itn.), ki podpirajo pričakovano rast primerljivih družb, enake za vse primerljive družbe.
- Podobne (prej našteje) omejitve ne veljajo za druge prilagoditve (profitne marže, donosnosti in zadolženosti), saj temeljijo na matematičnih razmerjih med mnogokratniki.

5. korak: Prilagoditve vrednosti, dobljene z metodo primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij

S to metodo ugotovimo vrednost popolnoma tržljivega manjšinskega deleža. Če ocenjujemo lastniško zaprto podjetje, je v nadaljevanju treba razmisliti o uporabi odbitka za pomanjkanje tržljivosti. Prav tako je treba razmisliti o uporabi odbitka za neobvladljivost ali pribitka za obvladovanje, ki ga moramo obravnavati specifično od primera do primera in upoštevati, v kolikšni meri je lahko manjšinski delničar lastniško zaprtega podjetja v slabšem položaju od manjšinskega delničarja v podjetju, uvrščenem na borzi, ter kaj lahko naredi obvladujoči lastnik, da bo vrednost njegovega deleža višja (npr. izboljša menedžment).

3.1.2 Odločitev o izbiri mnogokratnikov (EBITDA, EBIT, prodaja, P/E ali P/B)

Preden se lotimo izračuna vrednosti z uporabo mnogokratnikov primerljivih družb, uvrščenih na borzi, pa je treba vedeti, kateri mnogokratnik nam pove največ oz. na podlagi katerega mnogokratnika bo izračun najustreznejši.

Pregled posameznih mnogokratnikov (Glass, 2002, str. 43)

- Mnogokratnik prodaje: Razlike med mnogokratniki prodaje primerljivih družb in ocenjevano družbo lahko v popolnosti pripišemo razlikam med profitnimi maržami. Mnogokratniki prodaje ne nudijo nobene dodatne informacije, ki ne bi bila že izražena z EBITDA (mnogokratnik EBITDA \times marža EBITDA = mnogokratnik prodaje) ali mnogokratnikom EBIT, razen če:
 - je EBIT oz. EBITDA negativen;
 - tipični kupec ne bi upošteval obstoječe strukture stroškov (npr. nov portfelj produktov).
- Mnogokratnik P/B: Razlike med mnogokratniki P/B primerljivih družb in ocenjevano družbo lahko v popolnosti pripišemo razlikam med ROIC ali ROE. Mnogokratniki P/B ne nudijo nobene dodatne informacije, ki ne bi bila že izražena z mnogokratniki EBITDA, EBIT ali P/E, razen če:
 - vrednotimo družbo v panogi, kjer neopredmetena sredstva igrajo pomembno vlogo. V takem primeru je vrednotenje omejeno z mnogokratnikom P/B,
 - v primerih, kjer trgovanje oz. transakcije v večini potekajo prek mnogokratnika P/B.
- Mnogokratnik P/E: Razen ene izjeme lahko razlike med razmerji P/E primerljivih podjetjih in ocenjevanega podjetja v popolnosti pripišemo razlikam med zadolženostjo, različnimi obrestnimi merami in (ali) drugimi prihodki/odhodki, ki so vključeni v neto dobiček, hkrati pa izvzeti iz EBITDA in EBIT. Mnogokratnik P/E ne nudi nobene dodatne informacije, ki ne bi bila že izražena z mnogokratnikom EBITDA ali EBIT, razen če:
 - vrednotimo družbo v panogi, kjer so investicije in dolg tesneje povezani s samimi operacijami kot zgolj s finančnimi aktivnostmi (to so finančne institucije (banke, zavarovalnice itn.)). V takem primeru sta mnogokratnika EBITDA in EBIT manj ustrezna,
 - vrednotimo družbo v panogi, kjer se po navadi uporablja mnogokratnik P/E,
 - upoštevamo različne davke (kar je edina izjema, omenjena prej).
- Mnogokratnika EBITDA in EBIT: Mnogokratnika EBITDA in EBIT sta najbolj relevantni meri, če izvzamemo našete primere uporab specifičnih mnogokratnikov v posameznih panogah. Mnogokratnika namreč že upoštevata vpliv dobičkonosnosti in nista odvisna (vplivana) od zadolženosti družbe. Vendar pa je treba poudariti, da mnogokratnika EBITDA in EBIT temeljita na vrednostih pred obdavčitvijo in kot taka ne upoštevata razlike v davčnih stopnjah med ocenjevano družbo in primerljivimi družbami. Same razlike v davčnih stopnjah pa lahko vplivajo na oceno vrednosti družbe. Če primerjamo mnogokratnika med seboj, ugotovimo, da se obravnavana mnogokratnika med seboj vseeno razlikujeta po uporabnosti. Tako se v primeru, da je amortizacija ocenjevane družbe na relativni ravni nižja kot amortizacija primerljivih družb v vzorcu, to odraža kot višja vrednost podjetja, izračunana na podlagi mnogokratnika EBIT (in obratno v primeru relativno višje amortizacije). V ocenjevalski stroki velja nepisano pravilo, da je mnogokratnik EBITDA najustreznejši, saj se najbolj približa čistemu denarnemu toku.

3.1.3 Prednosti in slabosti

Prednosti (Praznik, 2004, str. 44):

- + trg je najboljši razsodnik za določanje vrednosti,
- + cene delnic podjetij, uvrščenih na borzi, so na voljo za kateri koli datum ocenjevanja vrednosti,
- + metoda je posebno primerna za ocenjevanje vrednosti manjšinskega deleža, kjer ni treba uporabiti odbitka za pomanjkanje tržljivosti, medtem ko so za odbitek za pomanjkanje tržljivosti dobre statistične podlage.

Slabosti (Praznik, 2004, str. 44):

- ni razpoložljivih podatkov za posamezne panoge,
- težko je najti resnično primerljiva podjetja,
- podjetja, uvrščena na borzi, so po navadi (veliko) večja od ocenjevanega podjetja,
- v državah v tranziciji trg kapitala pogosto ni dovolj razvit za pridobivanje kakovostnih primerljivih donosov,
- če ocenjujemo obvladujoči delež, je uporaba pribitka za obvladovanje subjektivna in sporna.

3.2 Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij

Temeljna načela metode primerljivih kupoprodaj podjetij so enaka kot v primeru uporabe metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi. Največje razlike med obema metodama so posledica razlik v razpoložljivosti podatkov in v nekaterih primerih tudi struktur transakcij. Ena od največjih razlik je, da pri metodi primerljivih kupoprodaj podjetij po navadi nimamo podatkov na točno določen dan, na primer na dan ocenjevanja družbe. Tako se je treba v primeru uporabe omenjene metode odločiti, kako daleč nazaj v čas bomo segli pri izbiranju transakcij. Na podlagi tega se je treba odločiti, ali je treba prilagoditi izbrane mnogokratnike za razliko v gospodarskih razmerah in v razmerah na trgu v industriji, ki jo zastopa ocenjevano podjetje med datumom izvedbe transakcije in datumom ocenjevanja podjetja (Pratt, 2005, str. 35).

Največja težava pri izbiri metode primerljivih kupoprodaj podjetij poleg razpoložljivosti informacij so motivi, ki jih opredelitev tržne vrednosti ne upošteva in niso značilni za kupoprodaje med nepovezanimi osebami. Takšni motivi so, na primer:

- prednost, pridobljena s posedovanjem obvladujočega deleža,
- prednost, pridobljena s sinergijskimi učinki nakupa določenega podjetja.

Glede na takšne pribitke je kupec pripravljen plačati ceno s pribitki, ki presegajo običajne pribitke za obvladujoči delež.

Metoda je primernejša za ocenjevanje vrednosti za naložbenika in za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev kot za ocenjevanje manjšinskega deleža. V primeru ocenjevanja manjšinskega deleža v podjetju je namreč metoda manj primerna zaradi vključene premije za kontrolo, sinergij ter tudi diskonta za pomanjkanje tržljivosti.

3.2.1 Razpoložljivost podatkov

Čeprav je iz leta v leto zabeleženih vedno več primerov kupoprodaj podjetij, razpoložljivosti podatkov ni mogoče primerjati s številom podjetij, uvrščenih na borzo, katerih je na voljo neprimerno več. V povprečju se vsako leto zabeleži nekaj manj kot 3.000 novih kupoprodaj podjetij, ki ne kotirajo na borzi, ter nekaj 100 v javnem sektorju. Vendar pa je pričakovati, da se bo ta številka v prihodnjih letih še povečala.

Kot sem že omenil, sta pri ocenjevanju vrednosti po tej metodi največji omejitvi razpoložljivost podatkov in dejstvo, da je velika večina podatkov, ki bi jih potrebovali, na voljo le v obliki plačljivega dostopa. Največ podatkov je tako na voljo v naslednjih podatkovnih bazah:

- Capital IQ;
- Mergermarket;
- Thompson Deals;
- Alacra;
- Pratt's StatsTM;
- IBA Market Data Base;
- BIZCOMPS;
- Bloomberg; in
- Reuters.

Ob tem velja izpostaviti, da sta podatkovni bazi Bloomberg in Reuters precej bolj naklonjeni uporabi po načinu ocenjevanja vrednosti primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, kot pa po metodi primerljivih kupoprodaj, saj je glavni poudarek namenjen vsem mednarodnim podjetjem, ki so uvrščena na borzo, manj pa kupoprodajam podjetij.

Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij z zabeleženimi kupoprodajami zajema podjetja vseh velikosti, in sicer od tržne vrednosti nekaj tisoč evrov pa vse do nekaj milijard evrov, prav tako pokriva vse industrije, v katerih podjetja delujejo.

3.2.2 Postopek ocenjevanja vrednosti po metodi primerljivih kupoprodaj podjetij

Kot sem že omenil, so temeljna načela metode primerljivih kupoprodaj podjetij enaka kot v primeru uporabe metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi.

Treba je ugotoviti, ali je potekala kupoprodaja sredstev ali kapitala. Prav tako je treba preveriti, kaj je še vključeno v ceno kupoprodaje, kar ni predmet ocenjevanja vrednosti, in opraviti primerne prilagoditve.

Postopek ocenjevanja vrednosti po tej metodi poteka po naslednjih korakih:

1. korak: Izbira primerljivih kupoprodaj

Primerljive kupoprodaje iščemo prek različnih podatkovnih baz, ki sem jih že omenil v uvodu poglavja. V grobem je treba določiti enaka merila kot pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi. V praksi se ponavadi merila omili, saj je razpoložljivost informacij primerljivih kupoprodaj precej manjša kot pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi.

Postopek izbire primerljivih kupoprodaj (Praznik, 2004, str. 92):

- določimo merila izbire,
- opredelimo širši izbor primerljivih kupoprodaj,
- izberemo vse kupoprodaje, ki ustrezajo merilom.

Po navadi je število izbranih primerljivih kupoprodaj manjše od števila izbranih primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi. Teoretično bi za izračun vrednosti ustrezala le ena primerljiva kupoprodaja podjetja, ki bi bila v vseh pogledih (panoga, tržna vrednost, število zaposlenih, delež na trgu, produktivnost ...) primerljiva z ocenjevanim podjetjem, kar pa je v praksi nemogoče. V grobem lahko rečemo, da več kot imamo podatkov o primerljivi kupoprodaji (ki je primerljiva ocenjevanemu podjetju) in tem bolj so podatki zanesljivi, manj primerljivih kupoprodaj je potrebnih za izvedbo ocene vrednosti po tej metodi. Pri izbiri primerljive kupoprodaje je treba ugotoviti medsebojno neodvisnost kupca in prodajalca v kupoprodaji, ki je pogoj za uporabo kupoprodaje pri ocenjevanju tržnih vrednosti (ang. *arm's-length transaction*).

Pomemben dejavnik pri izbiri kupoprodaje je tudi datum transakcije. Glede na to, da je zelo malo verjetno, da bi bila kupoprodaja primerljivega podjetja uresničena na datum ocenjevanja vrednosti ocenjevanega podjetja, moramo izbrati časovni okvir primerljivih kupoprodaj, ki temelji na približno enakih tržnih razmerah kot glede na datum ocenjevanja vrednosti (tržne razmere so za nekatere panoge v določenem obdobju ugodnejše, v drugem manj, kar vpliva na velikost tržnih mnogokratnikov) (Praznik, 2004, str. 91). Prilagoditve za razliko v datumu transakcije in s tem povezano spremembo na trgu bom podrobneje obravnaval v 3. koraku postopka ocenjevanja po metodi primerljivih transakcij.

Več kot očitno je, da si želimo najti primerljive kupoprodaje, ki bi bile čim bližje datumu ocenjevanja vrednosti podjetja, ki ga ocenjujemo. Prav tako si želimo, da bi imeli čim več ustreznih kupoprodaj, ki bi tvorile zadosten nabor za vzorec, s katerim bi najustrezneje določili vrednost podjetja.

2. korak: Ocena vrednosti

Podobno kot pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, tudi pri tej metodi temeljne finančne spremenljivke podjetja pomnožimo z mnogokratniki primerljivih kupoprodaj (npr. EBITDA, EBIT, prodaja ...). Na ocenjevanem podjetju moramo tržne mnogokratnike uporabiti na enaki finančni spremenljivki, kot je tista pri primerljivem podjetju, na temelju katere smo opredelili mnogokratnik.

$$M = \frac{\text{vrednost (celotnega) kapitala}}{\text{finančna spremenljivka}} \quad (9)$$

$$V_{\text{družbe}} = M \times \text{finančna spremenljivka} \quad (10)$$

Pri čemer je:

M = mnogokratnik

$V_{\text{družbe}}$ = ocena vrednosti ocenjevane družbe

3. korak: Prilagoditve vrednosti, dobljene po metodi primerljivih kupoprodaj

a) Primerljive kupoprodaje niso izpolnjene na dan ocenjevanja, zato je treba vključiti določene prilagoditve zaradi časovne razlike (če kot ocenjevalec vrednosti podjetij menimo, da je to potrebno). Najobičajnejše prilagoditve so torej posledica razlik pri tržnih mnogokratnikih v panogi, ki so nastale v času od izpolnjene kupoprodaje do datuma ocenjevanja vrednosti.

Iz študije Raya Milesa (študija, izdelana na podlagi IBA Market Data Base) izhaja, da ni bistvenih dolgoročnih sprememb v mnogokratnikih znotraj posameznih panog v bazi in bi lahko uporabili podatke, stare tudi do 20 let. Vendar pa je kljub temu treba paziti na razlike med povprečnimi mnogokratniki znotraj posameznega obdobja, ki jih dolgoročno ne zaznamo. Na splošno velja, da je v obdobjih, ko so obrestne mere visoke in je vire financiranja težko pridobiti, vrednost mnogokratnikov manjša. Prav tako se stabilnost ali nestanovitnost mnogokratnikov spreminja znotraj posameznih panog (industrij), saj nekatere panoge s časom postajajo zanimivejše (so t. i. »hot targets«), medtem ko druge zamirajo in so podjetja znotraj takih panog nezanimiva za nakupe (Pratt, 2005, str. 40). Čeprav uporabljamo prilagoditve za prilagajanje vrednosti v času, pa je priporočljivo, da izberemo časovni okvir primerljivih kupoprodaj, ki ni starejši od 5 let.

Prilagoditve za razlike v industriji in gospodarskih razmerah med datumom ocenjevanja vrednosti podjetja in datumom primerljive kupoprodaje se izvede s pomočjo kazalnika P/E (ali katerega koli drugega mnogokratnika, ki ga uporabljamo). Prilagoditev temelji na razliki v povprečnem mnogokratniku P/E v panogi med datumom ocenjevanja vrednosti podjetja in datumom primerljive kupoprodaje. Vzemimo, na primer, da je znašal panožni mnogokratnik P/E v času primerljive kupoprodaje 15x, v času ocenjevanja vrednosti

podjetja pa znaša 18x. To bi pomenilo povečanje za 20 % oz. indeks povečanja 1,20. Za tak indeks prilagodimo mnogokratnik primerljive kupoprodaje. Tako bi v primeru, da znaša mnogokratnik P/E primerljive kupoprodaje 12, le-tega bilo treba prilagoditi na naslednji način: $1,20 \times 12 = 14,4x$. Vendar pa je treba biti pri vsaki taki prilagoditvi izjemno pozoren, saj so lahko kupoprodaje podjetij, ki niso uvrščena na borzo, manj spremenljive skozi čas kot pa mnogokratniki družb v dnevnem trgovanju. Prav tako trenutni slabši položaj v panogi še vedno ne pomeni dolgoročno slabega trenda.

- b) Ker so kupoprodaje po definiciji transakcije kontrolnega deleža, je vrednost, dobljena po metodi primerljivih kupoprodaj podjetij, kontrolna vrednost. Ključnega pomena je, da analitik razume, ali kontrolna vrednost izraža vrednost celotnega kapitala ali le vrednost lastniškega kapitala (Pratt, 2005, str. 41).

Kupoprodaje podjetij, ki niso uvrščena na borzo, se po navadi nanašajo na obvladujoče deleže. Tako je v primeru ocenjevanja vrednosti podjetja po metodi primerljivih kupoprodaj podjetij treba razmisliti o uporabi naslednjih pribitkov in odbitkov (Praznik, 2004, str. 93):

- v primeru ocenjevanja obvladujočega deleža:
 - navadno ne upoštevamo odbitka za obvladljivost ali pribitka za obvladovanje, saj je le-ta že upoštevan v transakciji (izračunana je kontrolna vrednost),
 - uporaba odbitka za pomanjkanje tržljivosti je odvisna od primera do primera, vendar temelji na subjektivni presoji in je lahko zato sporen. Glavni poudarek za uporabo odbitka temelji na tveganju, ali (če) je ocenjeno vrednost tudi dejansko mogoče pridobiti;
- v primeru ocenjevanja manjšinskega deleža:
 - upoštevati je treba odbitek za neobvladljivost (ki je že upoštevan v primerljivih kupoprodajah),
 - upoštevati je treba odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Hkrati pa je treba upoštevati možnost, da cene izražajo elemente vrednosti za naložbenika in ne (poštene) tržne vrednosti.

3.2.3 Prednosti in slabosti

Prednosti:

- + primerna je za ocenjevanje vrednosti obvladujočega deleža, ker ni treba uporabiti pribitka za obvladovanje,
- + v primeru vrednotenja zelo majhnega podjetja so finančni podatki primerljivih kupoprodaj dostopni za tisoče primerljivih družb, ki so veliko manjše od tistih, ki kotirajo na borzi in jih uporabimo pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi,
- + podatki, pridobljeni prek kupoprodaj podjetij, se nanašajo na kontrolni delež, zato v primeru ocenjevanja kontrolnega deleža ni treba uporabiti premije za kontrolo, ki

ponavadi temelji na subjektivni presoji ocenjevalca (seveda pa je v primeru ocenjevanja manjšinskega deleža treba uporabiti diskont za obvladovanje ter v večini primerov še diskont za pomanjkanje tržljivosti).

Slabosti (Praznik, 2004, str. 44):

- mnogokratniki, dobljeni pri metodi primerljivih kupoprodaj, lahko postanejo brezpredmetni (jih ne moremo aplicirati v vrednotenju), če ni zainteresiranih kupcev na trgu,
- razpoložljivost ustreznih podatkov je slabša kot pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo,
- kupoprodaje podjetij so po navadi opravljene v času, ki se razlikuje od datuma ocenjevanja,
- če vrednotimo manjšinski delež, sta uporaba in določitev odbitka za manjšinski delež in pomanjkanje tržljivosti sporna,
- po navadi pri kupoprodaji podjetij naložbeniki javnosti ne razkrijejo vseh pogojev kupoprodaje,
- kupoprodaje pogosto vsebujejo sinergijsko ali strateško vrednost, kar je lahko sporno, če ocenjujemo tržno vrednost in primerneje za oceno vrednosti za naložbenika.

4 Vrednotenje družbe Salus, d. d.

Družba je bila ustanovljena leta 1969 kot veledrogerija. Glavna dejavnost delniške družbe je trgovina na debelo s farmacevtskimi, medicinskimi in drugimi proizvodi. Družba z omenjenimi proizvodi oskrbuje lekarne, bolnišnice in druge kupce.

Družba Salus po klasifikaciji ZGD spada med velika podjetja, saj je imela na dan 31. 12. 2009 148 zaposlenih, ob koncu leta 2009 je vrednost sredstev znašala 89.108 T EUR, doseženi prihodki od prodaje pa 221.973 T EUR.

Družba je imela na dan 31. 12. 2009 izdanih 135.000 navadnih delnic (osnovni kapital družbe na dan 31. 12. 2009 je znašal 563 T EUR in je enak v celotnem analiziranem obdobju), od katerih so vse v celoti vplačane. Konec leta 2009 je število odkupljenih lastnih delnic znašalo 8.774 delnic (2008: 8.562 delnic), kar je 6,5 % vseh delnic.

4.1 Analiza tržnega okolja in konkurence

4.1.1 Makroekonomska analiza

Mednarodna finančna in gospodarska kriza ter v manjši meri pričakovano ciklično ohlajanje na področju investicij v infrastrukturo sta zelo znižala raven gospodarske aktivnosti v prvi polovici leta 2009. V tistem obdobju je bil bruto domači proizvod Slovenije za 8,8 % nižji kot v enakem obdobju lani. Globalna gospodarska kriza, ki bo letos po oceni IMF za dobro

desetino zmanjšala svetovno trgovino z blagom in storitvami, je obseg slovenske menjave, ki je v letu 2008 predstavljala že skoraj 70 % BDP, skrčila za dobro petino.

Tabela 4: Makroekonomski podatki za Republiko Slovenijo

Realna rast (v %)	Napoved			
	2008	2009	2010	2011
BDP	3,5	(7,3)	0,9	2,5
BDP (v mio EUR)	37.135	35.870	36.386	38.058
Invacija	2,1	1,9	2,0	2,7
Brezposlenost (ILO)	4,4	5,7	6,7	7,3
Produktivnost (BDP na zaposlenega)	0,7	(5,0)	2,5	3,4
Bruto plača na zaposlenega	2,5	1,9	0,6	1,4
Izvoz	2,9	(17,9)	4,1	6,8
Uvoz	2,9	(19,8)	1,8	4,9
Investicije v osnovna sredstva	7,7	(21,0)	(2,0)	3,0
<i>kot % BDP</i>	<i>28,9</i>	<i>23,7</i>	<i>23,2</i>	<i>23,3</i>

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj, 2009.

Glede na jesensko napoved UMAR-ja in Ekonomsko ogledalo iz oktobra 2009 bo realna rast BDP v letu 2009 negativna, in sicer bo znašala $-7,3$ %. Jesenska napoved torej napoveduje opazno večji padec, kot je bilo predvideno v spomladanski napovedi $-4,0$ %). V letu 2010 pa se postopno že pričakuje okrevanje; tako bo napovedana realna rast BDP za leto 2010 pozitivna in bo znašala $0,9$ %. Za leto 2011 se napoveduje okrepitev gospodarske rasti, ki bo znašala $2,5$ %.

Na velik padec BDP v prvi polovici 2009 so bistveno vplivali padec zunanjetrgovinskih tokov, odvisnost od zunanjih virov financiranja in finančne pomoči, pa tudi velik padec cen surovin, na katerih temelji izvoz nekaterih držav. Ključna razloga za padec gospodarske rasti v letu 2009 sta poslabšanje razmer v mednarodnem okolju in zaostreni posojilni pogoji. Zato sta precej manjši napovedi izvozne in investicijske aktivnosti, manjša pa bo tudi rast končne domače potrošnje.

4.1.2 Analiza trga in konkurence

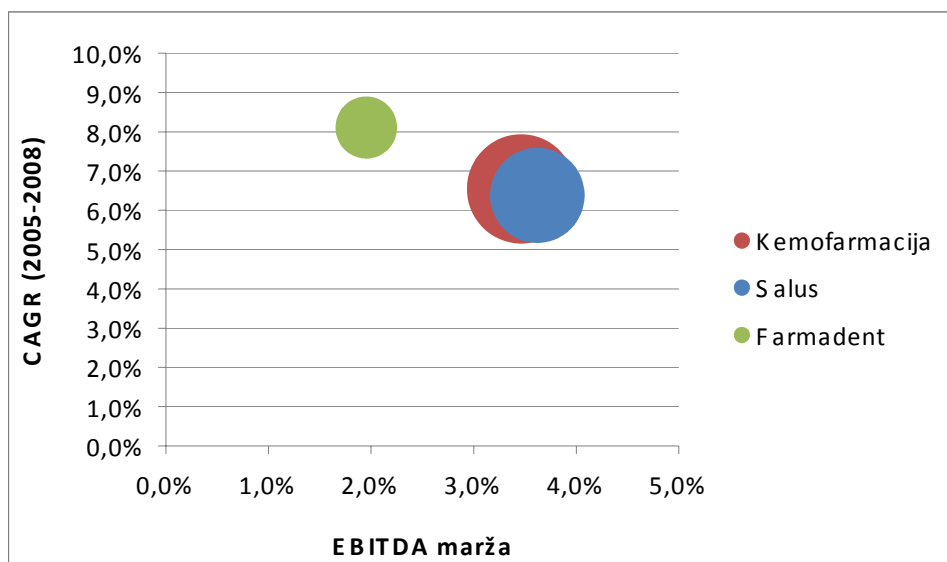
V letu 2009 se je po podatkih PharMIS trg prodaje zdravil vrednostno povečal za $4,7$ % (2008: $7,1$ %), količinsko pa le za $0,8$ % (2008: $3,8$ %). Na zmanjšanje rasti slovenskega trga zdravil v največji meri vplivajo administrativni ukrepi države za zmanjševanje izdatkov za zdravstvo. Izvajanje javnih naročil za nakup zdravil za potrebe bolnišnic in lekarniških zavodov povečuje obseg administrativnih postopkov in opravi ter povzroča mnogo dodatnega dela.

Zaradi svetovne finančne in gospodarske krize je bilo za poslovno leto 2009 značilno zaostrovanje razmer v poslovnem okolju družbe Salus. Po podatkih posloводства družbe gospodarska kriza v letu 2009 sicer še ni pomembneje vplivala na delovanje družbe, je pa pričakovati, da se bo v prihodnje v večji meri odrazila tudi na področju prodaje zdravil.

V letu 2009 se je nadaljeval trend zniževanja cen zdravil kot posledica uvedbe sistema najvišje priznane vrednosti zdravil (NPV) v letu 2003, ki se je nadaljevala z uveljavitvijo Pravilnika o določanju cen zdravil za uporabo v humani medicini konec leta 2008. Tako so se še zaostri pogoji poslovanja veletrgovalcev. V začetku leta 2009 je bil podpisan Dogovor o ceni zdravil, ki je dodatno vplival na prodajo z nadaljnjim nižanjem ravni cen v distribuciji zdravil. Na zmanjšan obseg prodaje veletrgovalcev so vplivali tudi proizvajalci zdravil z neposredno dobavo dela svoje ponudbe zdravil bolnišnicam.

Prodaja na slovenskem trgu zdravil (farmacevtski izdelki) je zelo koncentrirana, saj so največji trije distributerji zdravil v letu 2007 predstavljali 87,2 % celotne prodaje trga. Največji del prodaje je ustvarila družba Kemofarmacija z 41,2 %, družba Salus je na trgu prisotna s 33,1 %, med tem ko družba Farmadent z 12,9 % tržnim deležem že zelo zaostaja.

Slika 1: Analiza finančne uspešnosti konkurenčnih podjetij v letu 2008



Opomba: Velikost kroga predstavlja višino prihodkov od prodaje
Vir: Gvin – podatkovna baza.

Po podatkih posloводства družbe o ustvarjeni prodaji na trgu zdravil v Sloveniji za leto 2009 je družba Salus dosegla 33,43-% tržni delež, kar pomeni, da je v letu 2009 povečala svoj tržni delež za 0,04 odstotne točke glede na leto 2008.

V letu 2009 se je povečala konkurenca med dobavitelji na področju distribucije zdravil, saj so se v sistem javnih naročil zdravil vključile skoraj vse slovenske bolnišnice, pa tudi delež lekarniških zavodov, ki kupujejo zdravila prek javnih naročil je večji kot leto poprej.

Tabela 5: Analiza konkurence na slovenskem trgu v letu 2008

	Salus	Kemofarmacija	Farmadent
Čisti prihodki od prodaje (€'000)	211.002	276.916	89.390
CAGR (2005-2008)	6,4%	6,5%	8,1%
EBITDA (€'000)	7.636	9.590	1.746
EBITDA marža	3,6%	3,5%	2,0%
EBIT (€'000)	6.895	7.964	1.365
EBIT marža	3,3%	2,9%	1,5%
Sredstva (€'000)	86.508	66.737	28.232
Kapital (€'000)	56.383	21.901	7.538
Obratni kapital kot % prodaje	0,1%	2,8%	1,3%
Število zaposlenih	139	158	56
Čisti prihodki od prodaje na zaposlenega (€'000)	1.518	1.753	1.596

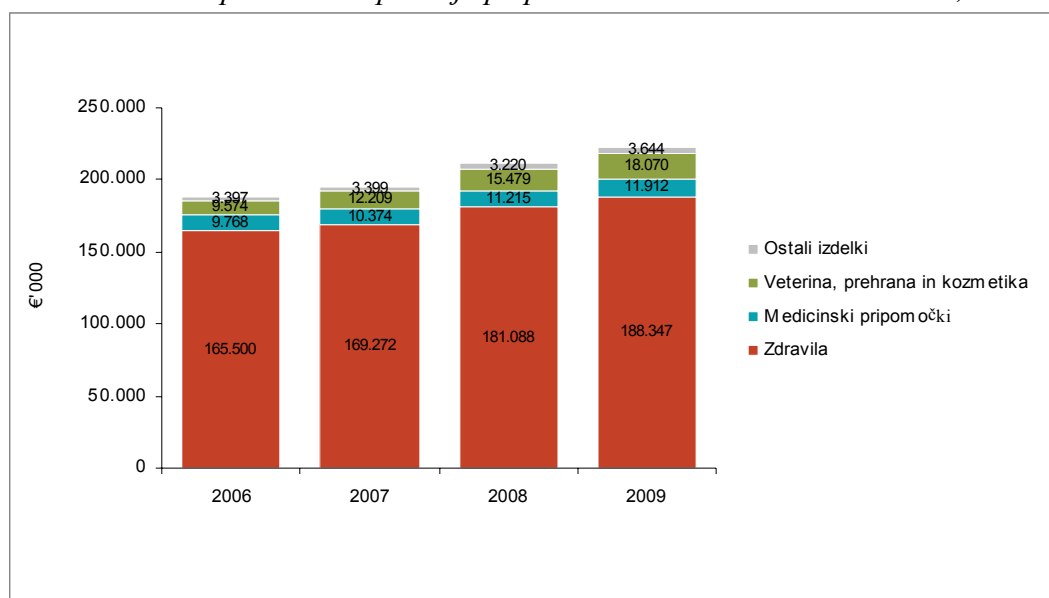
Vir: Gvin – podatkovna baza.

4.2 Analiza poslovanja družbe

4.2.1 Analiza izkaza poslovnega izida

V letu 2009 je celotna prodaja družbe Salus znašala 225.128 T EUR in je bila za 4,99 % večja kot v letu 2008. Na letoletni ravni se je dosežena prodaja praktično izenačila z načrtovano (99,9 %).

Slika 2: Čisti prihodki od prodaje po posameznih izdelkih družbe Salus, d. d.

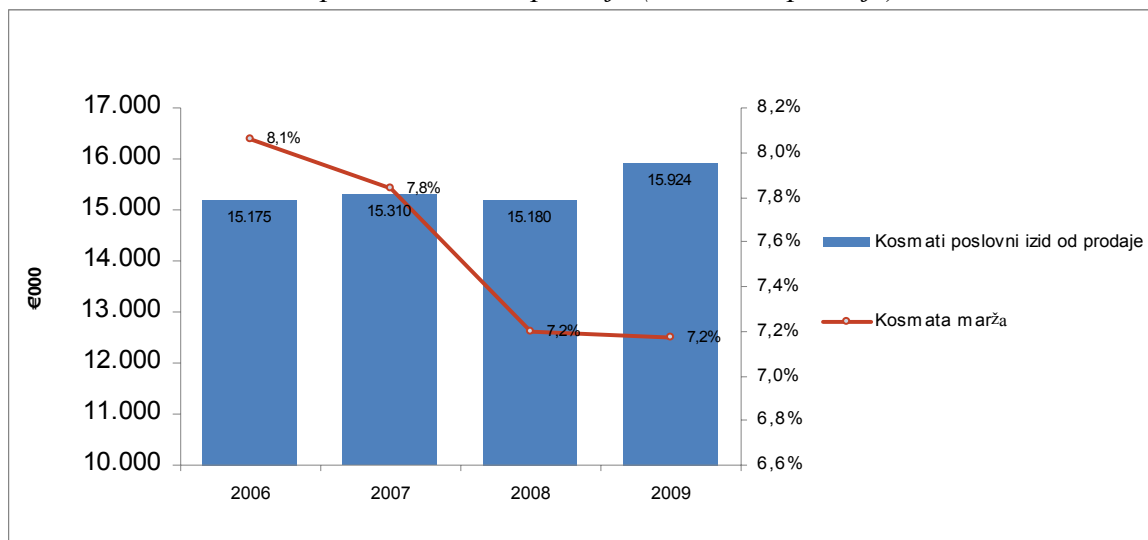


Vir: Letno poročilo družbe za leta 2006, 2007, 2008 in 2009.

Rast obsega prodaje družbe v letu 2009 se je odrazila na povečanju števila postavk pa tudi na povečanju števila realiziranih naročil, medtem ko se je število prodanih enot v primerjavi z letom 2008 nekoliko zmanjšalo. V letu 2009 se je število realiziranih naročil v primerjavi z letom 2008 povečalo za 1,4 %, medtem ko se je število prodanih enot zmanjšalo za 0,8 %, čeprav se je število postavk v letu 2009 povečalo za 7,9 %. Rast števila postavk na posamezno naročilo ob hkratnem zmanjševanju števila enot na posamezno naročilo je predvsem posledica širjenja asortimana zdravil in prilagajanja zahtevam kupcev po hitrosti in frekvenci dobav.

V analiziranem obdobju se je kosmata marža družbe konstantno zmanjševala in se je zmanjšala iz 8,1 % v letu 2006 na 7,2 % v letu 2009, medtem ko se je kosmati poslovni izid od prodaje povečal iz 15.175 Z EUR na 15.924 T EUR. Kot sem že omenil, je leto 2009 na trgu zdravil minilo v znamenju nadaljnjega nižanja ravni cen zdravil (s posegom države). Posledično se je z zniževanjem cen zdravil in drugimi omejevalnimi ukrepi države na področju zdravstva povečeval delež nabavne vrednosti prodanega blaga v strukturi kosmatega donosa.

Slika 3: Kosmati poslovni izid od prodaje (donosnost prodaje) družbe Salus



Vir: Letno poročilo družbe za leta 2006, 2007, 2008 in 2009.

V letu 2009, ko je družba Salus praznovala štirideseto obletnico ustanovitve, je k matični družbi uspešno pripojila družbo Pharmakon, d. o. o., ki jo je prevzela konec leta 2007. Postopki za pripojitev so se začeli že v letu 2008, medtem ko je bila pripojitev izpeljana v letu 2009.

V letu 2009 pa je poleg manjšanja donosnosti prodaje zdravil opaziti še povečanje nekaterih stroškov, predvsem pa stroškov dela, storitev in odpisov vrednosti, ki so se povečali kot posledica prevzema družbe Pharmakon. Razlog za povečanje stroškov dela iz naslova pripojitve družbe Pharmakon je v prezaposlitvi osmih delavcev družbe Pharmakon v družbo Salus v letu 2009. Stroškov intelektualnih storitev, neposredno povezanih s pripojitvijo družbe Pharmakon, na javno dostopnih podatkih nisem uspel določiti.

Tabela 6: Poslovni odhodki družbe Salus, d. d.

€'000	2006	2007	2008	2009
Nabavna vrednost prodanega blaga	173.064	179.943	195.822	206.049
Stroški porabljenega materiala	248	252	293	308
Stroški storitev	2.340	2.531	2.708	3.395
Stroški dela	4.059	4.003	4.150	4.565
Amortizacija	700	728	741	901
Prevrednotovalni poslovni odhodki	0	25	10	296
Drugi poslovni odhodki	249	307	385	332
Skupaj	180.660	187.789	204.108	215.845

Vir: Letno poročilo družbe za leta 2006, 2007, 2008 in 2009.

4.2.2 Analiza bilance stanja

Na dan 31. 12. 2009 je bilančna vsota družbe Salus znašala 89.108 T EUR in se je v primerjavi s stanjem na dan 31. 12. 2008 povečala za 3,0 %. Povečanje je v največji meri posledica povečanja opredmetenih osnovnih sredstev, ki so se na dan 31. 12. 2009 v primerjavi s stanjem na dan 31. 12. 2008 povečala za 59,3 %, in sicer zaradi nove investicije v Poslovno-skladiščni distribucijski center Novi Salus.

Tabela 7: Analiza bilance stanja na dan 31.12.2009

€'000	Poročano	Infrastruktura	Neto dolg	Obratni kapital
Dolgoročna sredstva				
Opredmetena osn. sredstva	20.384	20.384		
Neopredmetena osn. sredstva	201	201		
Ostala sredstva	4.524		4.524	
Kratkoročna sredstva				
Zaloge	14.192			14.192
Terjatve do kupcev	13.397			13.397
Kratkoročne finančne naložbe	35.493		35.493	
Denar	623		623	
AČR	295			295
Kratkoročne obveznosti				
Finančne obveznosti	199		199	
Poslovne obveznosti	31.490			31.490
PČR	222			222
Kapital	57.198	20.584	40.441	(3.828)

Vir: Letno poročilo družbe za leto 2009.

Največji del bilančne aktive na dan 31. 12. 2009 s 44,9 % pomenijo finančne naložbe. Medtem ko se kratkoročne finančne naložbe v analiziranem obdobju povečujejo (predvsem na račun povečevanja kratkoročno danih depozitov), pa se v analiziranem obdobju zmanjšujejo dolgoročne finančne naložbe. Čeprav so se dolgoročno dana posojila drugim družbam na dan 31. 12. 2009 v primerjavi z dnem 31. 12. 2008 povečala za 2.088 T EUR, pa je glavni vzrok za zmanjšanje dolgoročnih finančnih naložb na dan 31. 12. 2009 pripojitev družbe Pharmakon k matični družbi Salus in s tem odprava dolgoročne naložbe v družbah v skupini.

Tabela 8: Finančne naložbe družbe Salus, d.d.

€000	2006	2007	2008	2009
Dolgoročne finančne naložbe				
Delnice in deleži v družbah v skupini (Pharmakon)	-	2.391	2.411	-
Delnice in deleži v pridruženih družbah	-	-	15	18
Druge delnice in deleži	3.598	2.220	851	762
Druge dolgoročne finančne naložbe	13	304	13	13
Dolgoročna posojila drugim	1.591	1.731	1.636	3.724
	5203	6646	4926	4517
Kratkoročne finančne naložbe				
Kratkoročna posojila, dana drugim	525	591	588	616
Dani kratkoročni depoziti	16.375	31.797	34.293	34.876
	16.900	32.388	34.882	35.493
Skupaj finančne naložbe	22.103	39.034	39.808	40.009

Vir: Letno poročilo družbe za leta 2006, 2007, 2008 in 2009.

V analiziranem obdobju družba Salus ne beleži dolgoročnih obveznosti.

Kazalnik D/E družbe Salus na dan 31. 12. 2009 znaša 0,3 (2008: 0,2; 2007: 0,2; 2006: 1,3), kar kaže na majhno zadolženost družbe. Na dan 31. 12. 2009 finančne obveznosti družbe predstavljajo 0,2 % bilančne vsote (199 T EUR).

4.3 Normalizacija poslovanja za potrebe vrednotenja na podlagi tržnih primerjav

Za potrebe izračuna tržne vrednosti družbe Salus, d. d., sem prilagodil finančne izkaze družbe. Največji poudarek sem namenil normalizaciji obratnega kapitala in prilagoditvi izkaza poslovnega izida.

4.3.1 Prilagoditev izkaza poslovnega izida

Za izračun vrednosti družbe Salus, d. d., sem se osredotočil na uporabo mnogokratnikov prodaje, EBIT in EBITDA, zato sem izkaz poslovnega izida za leto 2009 prilagodil le do stopnje EBITDA. Namen prilagoditve izkaza poslovnega izida je prikazati učinek poslovnih nepotrebnih in enkratnih (neponavljajočih) ter drugih nereprezentativnih poslovnih dogodkov na EBITDA, EBIT in prodajo.

Tabela 9: Prilagojen izkaz poslovnega izida družbe Salus, d.d.

€000	Enkratni 2009 dogodki	Ostale prilagoditve	Prilagojen izkaz 2009
Čisti prihodki od prodaje	221.973	-	221.973
Nabavna vrednost prodanega blaga	(206.049)	-	(206.049)
Kosmati poslovni izid od prodaje	15.924	-	15.924
<i>Kosmata marža</i>	<i>7,2%</i>		<i>7,2%</i>
Drugi poslovni prihodki	5	-	5
Stroški porabljenega materiala	(308)	-	(308)
Stroški storitev	(3.395)	-	(3.395)
Stroški dela	(4.565)	-	(4.565)
Amortizacija	(901)	-	(901)
Prevrednotovalni poslovni odhodki	(296)	296	-
Drugi poslovni odhodki	(332)	-	(332)
Izid id poslovanja (EBIT)	6.132	296	6.428
<i>EBIT marža</i>	<i>2,8%</i>		<i>2,9%</i>
EBITDA	7.033	296	7.330
<i>EBITDA marža</i>	<i>3,2%</i>		<i>3,3%</i>

Vir: Letno poročilo družbe za leto 2009.

Prevrednotovalni poslovni odhodki v letu 2009 se v višini 296 T EUR nanašajo na odpravo dobrega imena ob pripojitvi družbe Pharmakon.

Na podlagi javno dostopnih podatkov nisem uspel določiti stroškov intelektualnih storitev, ki bi bili povezani s pripojitvijo družbe Pharmakon v maju leta 2009.

4.3.2 Prilagoditev obratnega kapitala

Eden pomembnejših dejavnikov ocenjevanja vrednosti podjetja je obratni kapital družbe, ki pomeni merilo učinkovitosti družbe in njeno kratkoročno finančno »zdravje«. Obratni kapital se izračuna na podlagi naslednje formule:

$$\text{obratni kapital} = \text{kratkoročna sredstva} - \text{kratkoročne obveznosti} \quad (11)$$

Po navadi se za kratkoročna sredstva uporabi zaloge, kratkoročne poslovne terjatve in denar, za kratkoročne obveznosti pa kratkoročne poslovne obveznosti. Vendar pa je treba izpostaviti, da je od družbe do družbe odvisno, katera sredstva in obveznosti so še vključena v izračun obratnega kapitala.

Pozitivni obratni kapital družbe pomeni, da družba lahko poplača svoje kratkoročne obveznosti, medtem ko negativni obratni kapital pomeni, da podjetje trenutno ni sposobno pokriti svojih kratkoročnih obveznosti s kratkoročnimi sredstvi (izjema so družbe s prevladujočim deležem na trgu, ki si lahko privoščijo financiranje prek dobaviteljev, tako da povečujejo plačilne roke svojim dobaviteljem in krajšajo plačilne roke svojim kupcem). Prilagoditev obratnega kapitala je treba opraviti z namenom, da ugotovimo, kolikšen je potrebni obratni kapital, ki ga bomo potrebovali za nemoteno delovanje družbe.

Obratni kapital kot odstotek od prodaje družbe Salus se je v analiziranem obdobju zmanjšal iz 3,5 % na dan 31. 12. 2006 na -1,7 % na dan 31. 12. 2009. Glavni vzrok zmanjševanja obratnega kapitala kot odstotek od prodaje tiči v zmanjševanju kratkoročnih poslovnih terjatev ter povečevanju kratkoročnih poslovnih obveznosti v analiziranem obdobju. To je pripeljalo do negativnega obratnega kapitala na dan 31. 12. 2009, kar pomeni, da se je družba v letu 2009 financirala s pomočjo dobaviteljev. Potrditve za dolgoročno vzdržnost negativnega obratnega kapitala s strani družbe nisem prejel, zato sem ga v nadaljevanju prilagodil na tržno raven. Omeniti velja, da je imela družba Salus edina negativni obratni kapital kot odstotek od prodaje izmed vseh primerljivih družb.

Za namen izračuna vrednosti družbe Salus, d. d. sem prilagodil obratni kapital družbe. Glede na to, da sem izhajal iz javno dostopnih podatkov, sem za prilagoditev obratnega kapitala uspel določiti le obveznosti do dobaviteljev v višini 1.441 T EUR, ki izhajajo iz investicije v Poslovn-skladiščno distribucijski center Novi Salus in so enkratne narave. Vrednost investicije znaša približno 27 mio EUR, selitev v nove poslovne prostore pa je predvidena v začetku leta 2011.

Poleg tega sem prilagojeni obratni kapital iz leta 2009 prilagodil na tržno raven na podlagi izračuna mediane obratnega kapitala kot odstotek od prodaje konkurenčnih slovenskih podjetij Kemofarmacija in Farmadent ter nemškega podjetja Celesio AG. Omeniti velja trend zmanjševanja obratnega kapitala kot odstotek od prodaje v Sloveniji, saj se je obratni kapital družbe Kemofarmacija zmanjšal iz 3,9 % v letu 2006 na 2,8 % v letu 2008, družbe Farmadent pa v enakem obdobju iz 4,5 % na 1,3 %. Na podlagi tega sem se odločil za izbiro mediane obratnega kapitala kot odstotek od prodaje v višini 2,8 % in ne povprečne vrednosti, ki znaša 4,8 %.

Tabela 10: Analiza obratnega kapitala družbe Salus, d. d.

€'000	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	Prilagojen 09 na tržno raven
Zaloge	13.887	13.266	13.026	14.192	
Kratkoročne poslovne terjatve	18.808	19.105	16.979	13.397	
Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	198	137	189	295	
Kratkoročne poslovne obveznosti	(26.144)	(29.597)	(29.764)	(31.490)	
Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	(205)	(522)	(228)	(222)	
Obratni kapital	6.544	2.389	202	(3.828)	
<i>Obratni kapital kot % od prodaje</i>	<i>3,5%</i>	<i>1,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>(1,7%)</i>	
Prilagoditve					
Projekt Novi Salus - obveznosti do dobaviteljev	-	-	-	1.441	
Prilagojen obratni kapital	6.544	2.389	202	(2.386)	6.160
<i>Prilagojen obratni kapital kot % od prodaje</i>	<i>3,5%</i>	<i>1,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>(1,7%)</i>	<i>2,8%</i>
Primanjkljaj obratnega kapitala					8.546

Vir: Letno poročilo družbe za leta 2006, 2007, 2008 in 2009.

Za dobljeni primanjkljaj obratnega kapitala družbe sem v izračunu vrednosti družbe zmanjšal celotni kapital družbe.

4.4 Izračun vrednosti družbe na podlagi načina tržnih primerjav

Pri ocenjevanju vrednosti družbe Salus sem se omejil na uporabo načina tržnih primerjav. Na podlagi javno dostopnih podatkov sem določil podjetja oz. kupoprodaje, ki bi imela podobne elemente tveganja (podobne okoliščine ponudbe in povpraševanja, prodajne poti, načine distribucije itn.) kot ocenjevano podjetje. Pri tem je treba poudariti, da so med ocenjevano družbo in primerljivimi družbami razlike v velikosti in donosnosti poslovanja.

Ker družba Salus večino svojih prihodkov ustvari iz naslova prodaje zdravil, sem primerljiva podjetja in kupoprodaje izbral med prodajalci zdravil.

Za ocenjevanje vrednosti družbe Salus sem za podlago vrednosti uporabil tržno vrednost (»Tržna vrednost je ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala premoženje na datum ocenjevanja vrednosti v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri katerem sta stranki delovali seznanjeno, previdno in brez prisile (Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti, 2007, str. 45).«).

4.4.1 Metoda primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij

4.4.1.1 Določitev skupine primerljivih podjetij in merila izbora

Pri izbiri primerljivih podjetij je ključno, da imajo primerljive družbe podobne značilnosti kot ocenjevana, predvsem z vidika stopnje tveganja. Glede na to, da so v primerjalni panogi elementi tveganja in pogoji za rast podobni kot v ocenjevanem podjetju, sem sorodna podjetja, ki bi bila primerna za primerjavo, določil s pomočjo podatkovnih baz Onesource, Bloomberg in Capital IQ.

V bazo podatkov za izračun vrednosti družbe Salus sem izbral podjetja po naslednjih merilih:

- industrija (sektor) delovanja: Veleprodaja zdravil (Wholesale of pharmaceuticals);
- regija: svet
- EBITDA > 0

Tabela 11: Seznam primerljivih podjetij

Družba	Država	Primerljivost			
		Portfelj produktov	Geografska razpršenost	Velikost	Splošna primerljivost
Oriola-KD OYJ	Finska	3	2	4	3
Owens & Minor Inc	ZDA	4	2	3	3
Profarma Distribuidora de Produtos Farmaceuticos SA	Braziliya	4	2	4	4
Neuca SA	Poljska	4	3	4	4
Farmacol SA	Poljska	3	3	4	3
Celesio AG	Nemčija	4	2	2	2

Opomba: primerljivost: 4 – zelo primerljivo, 1 – neprimerljivo.

Vir: Bloomberg – podatkovna baza, Onesource – podatkovna baza in Capital IQ – podatkovna baza.

4.4.1.2 Primerljivost ključnih lastnosti družbe Salus in izbranih primerljivih podjetij

Pri odločanju o uporabi tržnih mnogokratnikov primerljivih družb sem ocenjevano družbo primerjal z izbranimi primerljivimi podjetji. Na podlagi primerjave sem ugotovil naslednje:

- da primerljiva podjetja opravljajo primerljive dejavnosti kot družba Salus oziroma so njihove dejavnosti prav tako usmerjene na različna področja,
- da je družba Salus manjša, in sicer po obsegu prometa pa tudi po številu zaposlenih od večine primerljivih družb,
- da družba Salus deluje le na slovenskem trgu, medtem ko izbrana primerljiva podjetja delujejo tudi na svetovnih trgih,
- da je družba Salus manj zadolžena od primerljivih podjetij,
- da je družba Salus podobno donosna kot večina primerljivih podjetij (EBIT, EBITDA).

Izbrana primerljiva podjetja s pripadajočimi ocenami posameznih analiziranih primerljivih lastnosti so delno navedena v tabeli 12.

Tabela 12: Ključni finančni in operativni podatki primerljivih družb

Družba	Datum	Valuta	Cena delnice na dan 31.12.2009			EBITDA marža (%)	EBIT marža (%)	Profitna marža	Capex / prodaja	Dolg / Tržna kapit.	Obratni kapital / prodaja	Free float
			4,4	52 w high	52 w low							
Oriola-KD OYJ	31.12.2009	EUR	4,4	4,4	1,4	4,1%	3,6%	2,9%	n/a	22,6%	n/a	n/a
Owens & Minor Inc	31.12.2009	USD	28,6	31,9	20,5	2,8%	2,5%	1,3%	0,2%	11,6%	13,3%	97,9%
Profarm a Distribuidora	31.12.2009	BRL	16,6	18,0	4,7	4,0%	3,8%	2,1%	0,5%	24,7%	5,3%	43,0%
Neuca SA	31.12.2009	PLN	73,5	76,2	30,0	1,4%	1,0%	0,7%	0,4%	95,8%	29,3%	43,7%
Farmacol SA	31.12.2009	PLN	38,0	44,0	21,2	2,2%	2,0%	1,5%	0,7%	10,4%	12,1%	48,2%
Celesio AG	31.12.2009	EUR	17,7	21,8	13,9	2,8%	2,2%	0,0%	0,7%	72,0%	11,1%	45,4%
Max						4,1%	3,8%	2,9%	0,7%	95,8%	29,3%	
Povprečje						2,9%	2,5%	1,4%	0,5%	39,5%	14,2%	
Mediana						2,8%	2,4%	1,4%	0,5%	23,7%	12,1%	
Min						1,4%	1,0%	0,0%	0,2%	10,4%	5,3%	
Salus, d.d.						3,3%	2,9%	3,0%	n/a	0,3%	(1,7%)	

Vir: Bloomberg – podatkovna baza, Onesource – podatkovna baza in Capital IQ – podatkovna baza.

4.4.1.3 Izračun tržnih mnogokratnikov izbranih primerljivih podjetij

Pri izračunu tržnih mnogokratnikov sem izhajal iz cene delnice na dan 31. 12. 2009 in rezultatov poslovanja primerljivih podjetij za leto 2009. Tržni kapitalizaciji primerljive družbe (število delnic × cena delnice na dan 31. 12. 2009) sem prištel neto dolg in tako izračunal vrednost celotnega kapitala primerljive družbe. Vrednost celotnega kapitala primerljive družbe (MVIC) sem nato delil z izbrano finančno spremenljivko (prodaja, EBITDA in EBIT) in tako izračunal želeni mnogokratnik.

Na podlagi razlik med ocenjevano družbo in primerljivimi družbami sem prilagodili izračunane mnogokratnike. Prilagoditve se nanašajo na razlike v:

- tveganju (deželno tveganje, velikost družbe, specifična tveganja),
- pričakovani rasti ocenjevane družbe v primerjavi s primerljivimi podjetji, uvrščenimi na borzi,
- donosnosti podjetij.

Tabela 13: Izračun prilagojenih tržnih mnogokratnikov na dan 31.12.2009

(Vsi podatki v milijon, razen podatkov na delnico)					Neprilagojeni mnogokratniki			Prilagoditve		Prilagojeni mnogokratniki		
Primerljiva podjetja	Valuta	Tržna kapitalizacija	Neto dolg	Celotni kapital	MVIC / Prodaja	MVIC / EBITDA	MVIC / EBIT	Faktor marže	Rast, tveganje in velikost	MVIC / Prodaja	MVIC / EBITDA	MVIC / EBIT
Oriola-KD OYJ	EUR	662,2	26,8	689,0	0,4x	9,7x	11,2x	80,0%	79,3%	0,3 x	7,7 x	8,9 x
Owens & Minor Inc	USD	1.799,3	112,3	1.911,6	0,2x	8,4x	9,5x	117,2%	74,6%	0,2 x	6,3 x	7,1 x
Profarm a Distribuidora de Produtos Far	BRL	546,6	104,5	651,1	0,3x	6,3x	6,6x	81,8%	94,4%	0,2 x	5,9 x	6,2 x
Neuca SA	PLN	324,6	295,5	620,0	0,1x	7,8x	10,4x	235,9%	90,1%	0,2 x	7,0 x	9,4 x
Farm acol SA	PLN	889,2	52,0	941,2	0,2x	8,4x	9,1x	151,1%	91,2%	0,3 x	7,6 x	8,3 x
Celesio AG	EUR	3.010,8	1.898,1	4.908,9	0,2x	8,2x	10,2x	119,1%	79,8%	0,2 x	6,6 x	8,2 x
Vsa primerljiva podjetja												
Najvišja vrednost					0,4 x	9,7 x	11,2 x			0,3 x	7,7 x	9,4 x
Povprečje					0,2 x	8,1 x	9,5 x			0,2 x	6,9 x	8,0 x
Mediana					0,2 x	8,3 x	9,9 x			0,2 x	6,8 x	8,2 x
Najnižja vrednost					0,1 x	6,3 x	6,6 x			0,2 x	5,9 x	6,2 x
Standardni odklon					0,10	1,13	1,61			0,02	0,74	1,17
Koeficient variacije					0,41	0,14	0,17			0,11	0,11	0,15
Razpon vrednosti												
Zgornja meja					0,2 x	8,3 x	9,9 x			0,2 x	6,9 x	8,2 x
Spodnja meja					0,2 x	8,1 x	9,5 x			0,2 x	6,8 x	8,0 x

Opomba: Ker za ocenjevano podjetje nisem uspel dobiti dolgoročnega načrta in s tem rasti prodaje družbe v petletnem obdobju, sem za potrebe prilagoditve za rast, tveganje in velikost za vse družbe uporabil le dolgoročno stopnjo rasti.

Vir: Bloomberg – podatkovna baza, Onesource – podatkovna baza in Capital IQ – podatkovna baza.

4.4.1.4 Izračun vrednosti

Z množenjem izbranih mnogokratnikov in finančnim podatkom družbe Salus sem izračunal vrednosti celotnega kapitala družbe. Po odštevanju neto dolga dobimo vrednost 100 % lastniškega kapitala družbe Salus. S to metodo dobimo vrednost popolnoma tržljivega manjšinskega deleža, zato pri izračunu vrednosti ene delnice nisem uporabil premije za kontrolo ter diskonta za pomanjkanje tržljivosti.

Tabela 14: Izračun vrednosti celotnega kapitala družbe Salus, d. d., na dan 31. 12. 2009

	MVIC/ Prodaja	MVIC/ EBITDA	MVIC/ EBIT
Prilagojeni kazalniki primerljivih podjetij			
Zgornja meja	0,2 x	6,9 x	8,2 x
Spodnja meja	0,2 x	6,8 x	8,0 x
Finančni podatki družbe Salus (v mio EUR)			
	222,0	7,3	6,4
Vrednost celotnega kapitala za družbo (v mio EUR)			
Zgornja meja	50,3	50,3	52,9
Spodnja meja	49,8	49,8	51,5
- Prilagojen neto dolg (v mio EUR)			
	(40,4)	(40,4)	(40,4)
+ Sprememba obratnega kapitala (v mio EUR)			
	(8,5)	(8,5)	(8,5)
Skupaj	31,9	31,9	31,9
Vrednost 100% lastniškega kapitala družbe Salus, d.d. na dan 31.12.2009 (v mio EUR)			
Zgornja meja	82,2	82,2	84,8
Spodnja meja	81,7	81,7	83,4
Število delnic brez lastnih delnic			
	126.226	126.226	126.226
Vrednost delnice (EUR)			
Zgornja meja (EUR)	651	651	672
Spodnja meja (EUR)	647	647	661

Opomba: Izračun neto dolga:

neto dolg = dolgoročne + kratkoročne finančne obveznosti - denar (in denarni ekvivalenti)

Ocenjujem, da je vrednost lastniškega kapitala družbe Salus, d. d., na delnico na dan 31. 12. 2009 na podlagi metode primerljivih na borzi uvrščenih podjetij v razponu od 647 EUR do 651 EUR na delnico. Za sklep o oceni vrednosti popolnoma tržljivega manjšinskega deleža sem se odločil na podlagi mnogokratnika MVIC/EBITDA.

4.4.2 Metoda primerljivih kupoprodaj

4.4.2.1 Določitev skupine primerljivih kupoprodaj in merila izbora ter prikaz mnogokratnikov

Za določitev skupine primerljivih kupoprodaj je tako kot pri metodi, obravnavani v prejšnjem poglavju, ključno, da ima primerljiva kupoprodaja oz. kupljeno podjetje podobne značilnosti kot ocenjevano, predvsem z vidika stopnje tveganja. Glede na to, da je v praksi praktično nemogoče dobiti povsem primerljivo kupoprodajo podjetja, sem v vzorec primerljivih kupoprodaj izbral štiri kupoprodaje, ki so po mojem mnenju najbolj primerljive z ocenjevano družbo.

Tabela 15: Primerljive kupoprodaje s pripadajočimi mnogokratniki

Prezeta družba	Država	Prezemna družba	Status nakupa	Datum najave	Delež prevzema	Sprememba kontrole	Neto vrednost transakcije (mio)	EV		
								EBIT	EBITDA	Prodaja
Prosper S.A.	Poljska	Torfarm SA	Končana	10.4.2009	Manjšinski	Ne	7	11,5x	7,5x	0,1x
K.P. Marinopoulos S.A.	Grčija	Alapis S.A.	Končana	12.12.2007	Večinski	Da	29	n/a	10,7x	0,2x
Brunel Healthcare Limited	Velika Britanija	NeutraHealth PLC	Končana	23.1.2007	Večinski	Da	7	n/a	9,7x	0,5x
Oriola-KD Corporation	Finska	n.p.	Končana	19.12.2005	n.p.	n.p.	n.p.	11,7x	7,8x	0,2x
Najvišja vrednost								11,7x	10,7x	0,5x
Povprečje								11,6x	8,9x	0,2x
Mediana								11,6x	8,7x	0,2x
Najnižja vrednost								11,5x	7,5x	0,1x

Vir: Mergermarket – podatkovna baza in Capital IQ – podatkovna baza.

4.4.2.2 Izračun vrednosti

Podobno kot pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, tudi pri uporabi metode primerljivih kupoprodaj z množenjem izbranih mnogokratnikov in finančnim podatkom družbe Salus izračunamo vrednost celotnega kapitala družbe. Če sem v primeru metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, z množenjem izračunal vrednost popolnoma tržljivega manjšinskega deleža, pa sem v primeru uporabe primerljivih kupoprodaj izračunal kontrolno vrednost podjetja. Zato sem v primeru izračuna vrednosti ene delnice uporabil odbitek za obvladljivost v višini 30,0 % ter diskont za pomanjkanje tržljivosti v višini 10,0 %. Zaradi nedostopnosti podatkov nisem uspel določiti diskonta za strateško (sinergijsko) vrednost transakcije. Prav tako nisem uspel določiti razlike za spremembo v času v panogi, saj na podlagi javno dostopnih podatkov nisem uspel izračunati spremembe panožnega mnogokratnika P/E.

Tabela 16: Izračun vrednosti celotnega kapitala družbe Salus, d. d., na dan 31.12.2009

	Vrednost za celotni kapital		
	Prodaja	EBITDA	EBIT
Mnogokratniki primerljivih transakcij			
Zgornja meja	0,2 x	8,9 x	11,6 x
Spodnja meja	0,2 x	8,7 x	11,6 x
Finančni podatki družbe Salus (v mio EUR)	222,0	7,3	6,4
Vrednost celotnega kapitala za družbo (v mio EUR)			
Zgornja meja	54,8	65,4	74,4
Spodnja meja	46,4	64,1	74,4
- Prilagojen neto dolg (v mio EUR)	(40,4)	(40,4)	(40,4)
+ Sprememba obratnega kapitala (v mio EUR)	(8,5)	(8,5)	(8,5)
Prilagojeni neto dolg (mio) + sprememba WC	31,9	31,9	31,9
(Kontrolna) Vrednost lastniškega kapitala družbe Salus (v mio EUR)			
Zgornja meja	86,6	97,3	106,3
Spodnja meja	78,3	96,0	106,3
Diskont za pomanjkanje tržljivosti	10%	10%	10%
Odbitek za neobvladljivost	30%	30%	30%
Prilagojena vrednost kapitala za 100% delež družbe Salus (v mio EUR)			
Zgornja meja	54,7	61,4	67,1
Spodnja meja	49,4	60,6	67,1
Število delnic brez lastnih delnic	126.226	126.226	126.226
Vrednost delnice (EUR)			
Zgornja meja	433	486	531
Spodnja meja	391	480	531

Opomba: Odbitek za neobvladljivost sem izračunal na podlagi median premij za kontrolo v obdobju 1998–2004 (Pratt's Control Premium Study).

Diskont za pomanjkanje tržljivosti sem ocenil na podlagi povprečne stopnje diskonta v kupoprodajah.

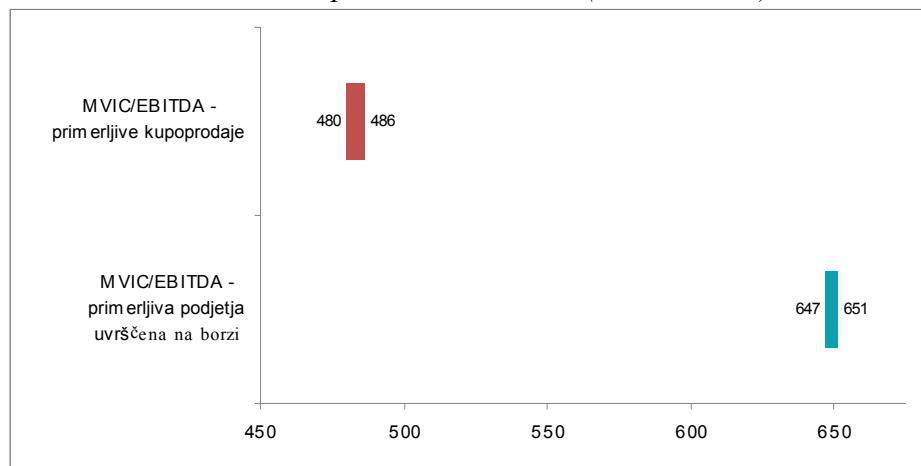
Vir: S.P. Pratt, *The Market Approach to Valuing Businesses*, 2005, str. 146.

Ocenjujem, da je bila vrednost lastniškega kapitala družbe Salus, d. d., na delnico na dan 31. 12. 2009 na podlagi metode primerljivih kupoprodaj v razponu od 480 EUR do 486 EUR na delnico. Za sklep o oceni manjšinskega deleža sem se odločil na podlagi mnogokratnika MVIC/EBITDA.

4.5 Sklep izračuna vrednosti

Pri oblikovanju zaključnega sklepa o vrednosti ene delnice družbe Salus sem izhajal iz rezultatov, ki sem jih dobil z uporabo metode primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij. Metoda primerljivih kupoprodaj je bila uporabljena zgolj kot podporna metoda, saj je primernejša za ocenjevanje vrednosti za naložbenika in za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev kot za ocenjevanje manjšinskega deleža. V primeru ocenjevanja manjšinskega deleža v podjetju je namreč metoda manj primerna zaradi vključene premije za kontrolo, sinergij ter tudi diskonta za pomanjkanje tržljivosti.

Slika 4: Sklep o oceni vrednosti (EUR/delnico)



Vir: Bloomberg – podatkovna baza, Mergermarket – podatkovna baza in Capital IQ – podatkovna baza.

Ob upoštevanju predpostavke ocenjevanja vrednosti ocenjujem, da je bila vrednost ene delnice družbe Salus na dan 31. 12. 2009 v razponu od 647 EUR do 651 EUR.

Sklep

Z diplomskim delom sem poskušal bralcu поблиže predstaviti metode ocenjevanja vrednosti podjetij na podlagi tržnih primerjav ter ga seznaniti z vsemi pastmi in težavami, s katerimi se soočamo pri ocenjevanju vrednosti podjetij na načinu tržnih primerjav. Samo vrednotenje sem prikazal na temelju praktičnega primera družbe iz lokalnega gospodarskega okolja, prek katerega sem opozoril tudi na ključna vprašanja in tveganja, s katerimi se sooča ocenjevalec vrednosti podjetij, če podjetje vrednoti glede na javno dostopne podatke. Pri svojem raziskovalnem delu so se mi porajala še številna nova vprašanja, vendar je iskanje vseh odgovorov nanje preobsežen del za to diplomsko nalogo. Tako velja izpostaviti, da bi v praktičnem primeru končno oceno vrednosti družbe lahko izračunal in preveril še na podlagi metode diskontiranih denarnih tokov, ki je bistvo teorije vrednotenja.

Znano je, da je pri ocenjevanju vrednosti podjetij velik delež subjektivnosti. In prav metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, in primerljivih kupoprodaj sta še posebno dovzetni za subjektivne ocene ocenjevalca vrednosti, ki so lahko načrtne ali pa so le posledica nepoznavanja metode. Kot navaja Damodoran, je metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, zelo razširjena, ker je preprosta za razumevanje s strani naročnikov, natančneje odraža stanje trga, po drugi strani pa jo je zaradi velikega vpliva subjektivnosti lažje zlorabiti.

In prav subjektivnost se najbolj izkaže pri iskanju primerljivih podjetij. Čeprav se na prvi pogled zdi drugače, je ocenjevanje vrednosti na podlagi tržnih primerjav zelo zahtevno. Poleg dobrega poznavanja teorije, metode primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, in primerljivih kupoprodaj je potrebno tudi dobro poznavanje ustreznih podatkovnih baz, ki so večinoma plačljive. Čeprav se velik del uporabe obeh metod nanaša na izračun, prilagoditev in uporabo

mnogokratnikov, pa so si analitiki enotni, da je ključni in najzahtevnejši del prav del, ki se nanaša na opredeljevanje in izbiranje primerljivih podjetij. Če v vzorec izberemo podjetja, ki niso primerljiva z izbranim podjetjem, nam tudi vse dobro preišljene prilagoditve ne bodo prinesle prave vrednosti tržnih mnogokratnikov in s tem ocene vrednosti podjetja. Več kot očitno je, da je utopično pričakovati, da bomo našli podjetje, ki bo popolnoma primerljivo (bo enako) kot ocenjevano podjetje. V teoriji velja, da je precejšnja podobnost že zadostna, da podjetje uporabimo kot primerljivo.

Poleg subjektivnosti je problem uporabe metode primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, na slovenskem trgu predvsem v velikosti podjetij, ki kotirajo na borzi, saj so podjetja v večini primerov veliko večja od ocenjevanega podjetja. Prav to je tudi razlog, da je omenjena metoda na slovenskem trgu v večini primerov v rabi kot podporna metoda.

Vendar pa v primeru, da vrednotenje na podlagi tržnih primerjav opravimo v skladu s pravili in uporabimo prilagoditve primerljivih družb in prilagoditve mnogokratnikov primerljivih družb, izračunamo natančno tržno vrednost, ki odraža trenutno stanje trga. Tudi zato je ta metoda izjemno priljubljena med skladi, investicijskimi bankami in borznimi posredniki.

Pri uporabi metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, in metode primerljivih kupoprodaj sem se osredotočil na izračun na podlagi mnogokratnika EBITDA (MVIC/EBITDA), saj v ocenjevalski stroki velja nepisano pravilo, da je mnogokratnik EBITDA najustreznejši, saj se najbolj približa čistemu denarnemu toku. Prav tako v večini primerov drugi mnogokratniki ne izražajo nobene dodatne informacije, ki ne bi bila že izražena prek mnogokratnika EBITDA. Dobljena tržna vrednost družbe Salus na delnico, na podlagi metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, je bila na dan 31. 12. 2009 v razponu od 647 EUR do 651 EUR in je bila višja od cene delnice na dan 30. 12. 2009 (452 EUR). Zaradi višje izračunane tržne vrednosti delnice, letne dividende v višini 40 EUR (na dan 30. 12. 2009 je bila vrednost dividende 8,9 % vrednosti delnice družbe Salus) in optimistične napovedi veččakov menim, da je delnica primerna za nakup. Končni sklep sem opredelil le na podlagi metode primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, in ne tudi na podlagi metode primerljivih kupoprodaj. Metoda primerljivih kupoprodaj je primernejša za ocenjevanje vrednosti za naložbenika in za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev kot za ocenjevanje manjšinskega deleža zaradi vključene premije za kontrolo, sinergij ter tudi diskonta za pomanjkanje tržljivosti.

Literatura in viri

1. Božeglav, T. (2005). *Vrednotenje majhnih podjetij: primer podjetja iGV, d.o.o.* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. *Bloomberg – podatkovna baza*. Uporaba računalniške baze v maju 2010.
3. Business Monitor International. (2009). *Slovenia Pharmaceuticals & Healthcare Report – Q4 2009*. B.k.: Business Monitor International.
4. *Capital IQ – podatkovna baza*. Uporaba podatkovne baze v maju 2010 na spletnem naslovu <https://www.capitaliq.com/main.asp>
5. Chamberlain, T.N., Dial, R., & Idzik, M. (2004). The Comparable Transaction Method. *Valuation Strategies*, 7(5), 20–25.
6. Črnigoj, M. (2004). *Na donosu zasnovan pristop k vrednotenju podjetij* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. Damadoran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. Upper Saddle River (New Jersey): Prentice Hall.
8. Damadoran, A. (2002). *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
9. Glass, S.H. (2002). *Multiples Magic: Use & Abuse of the Rabbit*. ASA/CICBV 5th Joint Advanced Business Valuation Conference.
10. *Gvin – podatkovna baza*. Najdeno 21. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/>
11. International Valuation Standards Committee. (2007). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti* (8 izdaja). London: International Valuation Standards Committee.
12. Lušinc, K. (2006). Uporaba metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, pri ocenjevanju vrednosti podjetij. *Zbornik referatov 9. Letne konference ocenjevalcev vrednosti*, 41–60.
13. Mavčič, V. (2009). *Ocenjevanje vrednosti podjetja z vidika malih investitorjev – primer podjetja Gorenje, d. d.* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

14. *Mergermarket* – podatkovna baza. Najdeno 21. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.mergermarket.com/home/>
15. *Onesource* – podatkovna baza. Najdeno 21. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.onesource.com/>
16. Pratt, S. P., Reilly, R.F., & Schwweihs, R.P. (2000). *Valuing a business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.
17. Pratt, S. P. (2005). *The Market Approach to Valuing Businesses* (2nd ed.). Hoboken (New Jersey): John Wiley & Sons Inc.
18. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
19. Salus, d. d. (2007). Letno poročilo delniške družbe Salus, Ljubljana, d. d., za leto 2006. Ljubljana: Salus, d. d.
20. Salus, d. d. (2008). Letno poročilo delniške družbe Salus, Ljubljana, d. d., za leto 2007. Ljubljana: Salus, d. d.
21. Salus d.d. (2009). Letno poročilo delniške družbe Salus, Ljubljana, d. d., za leto 2008. Ljubljana: Salus, d. d.
22. Salus d.d. (2010). Letno poročilo delniške družbe Salus, Ljubljana, d. d., za leto 2009. Ljubljana: Salus, d. d.
23. Slevec, M. (2007). *Vrednotenje malih podjetij z uporabo realnih opcij* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. (2009). *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2009*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
25. *ViewsVire (EIU)* – podatkovna baza. Najdeno 21. maja 2010 na spletnem naslovu <http://viewswire.eiu.com/index.html?rf=0>
26. Walker, M. M. (2009). The Comparable Transaction Method, Fair Market Value, and financial theory. *Valuation Strategies*, 12(4), 4–11.
27. Zakon o gospodarskih družbah (uradno prečiščeno besedilo) (ZGD-1-UPB3). Uradni list RS, št. 65/2009.

Priloge

PRILOGA 1: Bilanca stanja družbe Salus

PRILOGA 2: Izkaz poslovnega izida družbe Salus

PRILOGA 3: Izračun faktorja beta družbe Salus

PRILOGA 4: Izračun WACCa ocenjevane in primerljivih družb

PRILOGA 5: Izračun prilagoditev mnogokratnikov

PRILOGA 1: Izkaz poslovnega izida družbe Salus

Za obdobje/poslovno leto	2006	2007	2008	2009
€'000				
Čisti prihodki od prodaje	188.239	195.253	211.002	221.973
Nabavna vrednost prodanega blaga	(173.064)	(179.944)	(195.822)	(206.049)
Kosmati poslovni izid od prodaje	15.175	15.310	15.180	15.924
Kosmata marža	8,1%	7,8%	7,2%	7,2%
Stroški prodajanja (z amortizacijo)	(4.412)	(4.668)	(4.811)	(5.650)
Stroški splošnih dejavnosti (z amortizacijo)	(3.184)	(3.177)	(3.475)	(4.146)
Drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi poslovnimi prihodki)	17	12	1	5
Izid id poslovanja (EBIT)	7.596	7.477	6.895	6.132
EBIT marža	4,0%	3,8%	3,3%	2,8%
Finančni prihodki	972	11.237	1.889	1.920
Finančni odhodki	(72)	(13)	(16)	(6)
Drugi prihodki	7	4	0	31
Drugi odhodki	(0)	(0)	(0)	(0)
Davek iz dobička	(2.123)	(4.320)	(1.935)	(1.749)
Čisti poslovni izid	6.379	14.385	6.833	6.328
Amortizacija	(700)	(728)	(741)	(901)
EBITDA	8.296	8.204	7.636	7.033
EBITDA marža	4,4%	4,2%	3,6%	3,2%

Vir: Letno poročilo družbe za leta 2006, 2007, 2008 in 2009.

PRILOGA 2: Bilanca stanja družbe Salus

Na dan	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
€'000				
Sredstva				
Dolgoročna sredstva	17.426	18.199	17.961	25.109
Neopredmetena dolgoročna sredstva	233	254	231	201
Opredmetena osnovna sredstva	11.989	11.297	12.800	20.384
Dolgoročne finančne naložbe	5.203	6.646	4.926	4.517
Dolgoročne poslovne terjatve	2	3	5	7
Gibljava sredstva	52.845	68.856	68.358	63.705
Zaloge	13.887	13.266	13.026	14.192
Kratkoročne poslovne terjatve	18.808	19.105	16.979	13.397
Kratkoročne finančne naložbe	16.900	32.388	34.882	35.493
Denar in denarni ustrezniki	3.249	4.097	3.471	623
Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	198	137	189	295
Skupaj sredstva	70.468	87.192	86.508	89.108
Kapital in obveznosti do virov sredstev				
Kapital	43.407	56.963	56.383	57.198
Vpoklicani kapital	563	563	563	563
Kapitalske rezerve	4.994	6.179	6.179	6.179
Rezerve iz dobička	893	893	893	893
Presežek iz prevrednotenja	1.151	1.846	418	287
Preneseni čisti poslovni izid	30.610	33.097	41.989	43.036
Čisti poslovni izid poslovnega leta	5.195	14.385	6.341	6.240
Rezervacije	-	-	-	-
Dolgoročne obveznosti	-	-	-	-
Kratkoročne obveznosti	26.857	29.707	29.897	31.689
Kratkoročne finančne obveznosti	713	110	133	199
Kratkoročne poslovne obveznosti	26.144	29.597	29.764	31.490
Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	205	522	228	222
Skupaj obveznosti do virov sredstev	70.468	87.192	86.508	89.108

Vir: Letno poročilo družbe za leta 2006, 2007, 2008 in 2009.

PRILOGA 3: Izračun faktorja beta družbe Salus

Družba	Beta		Tržna kapitalizacija	Dolg/Tržna kapitalizacija	Efektivna davčna stopnja	1+(D/E x (1-tax))	Beta nezadolžena
	Dvoletne tedenske vrednosti	Finančni dolg (mio EUR)					Dvoletne tedenske vrednosti
Oriola-KD OYJ	0,71	150	662	22,6%	21,3%	1,18	0,60
Owens & Minor Inc	0,73	208	1.799	11,6%	40,6%	1,07	0,68
Profarma Distribuidora	0,82	135	547	24,7%	26,1%	1,18	0,69
Neuca SA	0,57	311	325	95,8%	12,7%	1,84	0,31
Farmacol SA	0,67	92	889	10,4%	24,1%	1,08	0,62
Celesio AG	0,73	2.168	3.011	72,0%	100,7%	0,99	0,74
Povprečje	0,70			39,5%	37,6%		0,51
Mediana	0,72			23,7%	25,1%		0,49

Vir: Bloomberg – podatkovna baza.

PRILOGA 4: Izračun WACCa ocenjevane in primerljivih družb

	Salus, d.d.	Oriola-KD OYJ	Owens & Minor Inc	Profarma Distribuidora	Neuca SA	Farmacol SA	Celesio AG
Nominalna netvegana mera donosa	4,20%	3,69%	4,20%	5,52%	3,59%	3,59%	3,39%
ERP	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Davčna stopnja	20%	22%	38%	26%	12%	24%	29%
Beta brez zadolženosti	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
D/E	63%	63%	63%	63%	63%	63%	63%
Beta	0,74	0,71	0,73	0,82	0,57	0,67	0,73
CAPM	8,6%	7,9%	8,5%	10,4%	7,0%	7,6%	7,8%
Pribitek za deželno tveganje	0,82%	0,02%	0,31%	2,89%	1,77%	1,77%	0,00%
Pribitek za majhnost	3,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%
Pribitek za druga tveganja	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	14,11%	10,61%	11,51%	15,96%	11,44%	12,04%	10,43%
Strošek dolga pred obdavitvijo	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Delež dolga v celotnem kapitalu	38,7%	38,7%	38,7%	38,7%	38,7%	38,7%	38,7%
Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu	61,3%	61,3%	61,3%	61,3%	61,3%	61,3%	61,3%
WACC	10,51%	8,32%	8,50%	11,50%	9,06%	9,15%	8,03%

Vir: Bloomberg – podatkovna baza in EIU – podatkovna baza.

PRILOGA 5: Izračun prilagoditev mnogokratnikov

Salus, d.d.
WACC 10,5%

Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost
		1,00	
1	2,8%	1,03	1,0
2	2,8%	1,06	0,9
3	2,8%	1,09	0,8
4	2,8%	1,12	0,8
5	2,8%	1,15	0,7
NPV			4,3
TV			9,8
			14,0

Oriola-KD OYJ
WACC 8,3%

Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost
		1,00	
1	2,3%	1,02	1,0
2	2,3%	1,05	0,9
3	2,3%	1,07	0,9
4	2,3%	1,10	0,8
5	2,3%	1,12	0,8
NPV			4,4
TV			13,3
			17,7
			79,3%

Owens & Minor Inc
WACC 8,5%

Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost
		1,00	
1	2,8%	1,03	1,0
2	2,8%	1,06	0,9
3	2,8%	1,09	0,9
4	2,8%	1,12	0,8
5	2,8%	1,15	0,8
NPV			4,4
TV			14,3
			18,8
			74,6%

Profarma Distribuidora
WACC 11,5%

Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost
		1,00	
1	4,1%	1,04	1,0
2	4,1%	1,08	0,9
3	4,1%	1,13	0,9
4	4,1%	1,17	0,8
5	4,1%	1,22	0,7
NPV			4,3
TV			10,5
			14,8
			94,4%

Neuca SA
WACC 9,1%

Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost
		1,00	
1	2,2%	1,02	1,0
2	2,2%	1,04	0,9
3	2,2%	1,07	0,9
4	2,2%	1,09	0,8
5	2,2%	1,11	0,8
NPV			4,3
TV			11,2
			15,6
			90,1%

Farmacol SA
WACC 9,1%

Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost
		1,00	
1	2,2%	1,02	1,0
2	2,2%	1,04	0,9
3	2,2%	1,07	0,9
4	2,2%	1,09	0,8
5	2,2%	1,11	0,8
NPV			4,3
TV			11,1
			15,4
			91,2%

Celesio AG
WACC 8,0%

Leto	Rast	Denarni tok	Sedanja vrednost
		1,00	
1	2,0%	1,02	1,0
2	2,0%	1,04	0,9
3	2,0%	1,06	0,9
4	2,0%	1,08	0,8
5	2,0%	1,10	0,8
NPV			4,4
TV			13,2
			17,6
			79,8%

Vir: Bloomberg – podatkovna baza.