

**UNIVERZA V LJUBLJANI**  
**EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**VREDNOTENJE NAJMANJŠE DENAR USTVARJAJOČE**  
**ENOTE V TRGOVINI NA DROBNO V SKLADU Z MSRP**  
**(donosnostni način)**

**Ljubljana, maj 2006**

**JERNEJ ČESEN**

## **IZJAVA**

Študent Jernej Česen izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Slavke Kavčič, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_





## KAZALO

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2. OPREDELITEV DENAR USTVARJAJOČE ENOTE V TRGOVINI NA DROBNO</b> .....	<b>3</b>
2.1. Opredelitev denar ustvarjajoče enote .....	3
2.1.1 Opredelitev opredmetenih osnovnih sredstev .....	4
2.1.2 Nadomestljiva vrednost denar ustvarjajoče enote .....	5
2.1.3 Izguba zaradi oslabitve pri denar ustvarjajoči enoti .....	8
2.1.4 Odprava izgube zaradi oslabitve .....	8
2.1.5 Spremljanje vrednosti denar ustvarjajoče enote .....	9
2.2. Denar ustvarjajoča enota v trgovini na drobno .....	10
2.2.1 Trgovina na drobno .....	10
2.2.2 Opredmetena osnovna sredstva v trgovini na drobno .....	11
2.2.3 Najmanjša denar ustvarjajoča enota v trgovini na drobno .....	12
<b>3. VREDNOTENJE NAJMANJŠE DENAR USTVARJAJOČE ENOTE V TRGOVINI NA DROBNO</b> .....	<b>13</b>
3.1. Določila, ki jih je treba upoštevati pri vrednotenju najmanjše denar ustvarjajoče enote .....	14
3.1.1. Poštena vrednost.....	15
3.2. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti.....	17
3.3. Metode ocenjevanja vrednosti.....	18
3.3.1. Na donosu zasnovana metoda vrednotenja .....	21
3.3.2. Metoda diskontiranih bodočih denarnih tokov.....	21
3.3.3. Povezava metode diskontiranega denarnega toka z računovodskimi standardi ....	22
3.3.4. Predstavitev poteka vrednotenja na donosu zasnovanega načina: metoda diskontiranja .....	23
3.3.4.1. Potek vrednotenja z uporabo donosnostne metode .....	23
3.3.4.2. Opredelitev diskontne stopnje .....	25
<b>4. OPREDELITEV IN VREDNOTENJE NAJMANJŠE DENAR USTVARJAJOČE ENOTE V SKUPINI MERCATOR</b> .....	<b>28</b>
4.1. Predstavitev Skupine Mercator .....	28
4.2. Najmanjša denar ustvarjajoča enota v Mercatorju, d. d. ....	30
4.3. Vrednotenje najmanjše denar ustvarjajoče enote v Skupini Mercator z uporabo donosnostnega načina.....	30
4.3.1. Oblika podatkov .....	30
4.3.2. Določitev diskontne stopnje .....	31
4.3.3. Vrednotenje najmanjše denar ustvarjajoče enote z uporabo donosnostne metode .....	34
4.4. Vrednotenje najmanjše denar ustvarjajoče enote v Skupini Mercator, kot ga je izvedla revizijska družba .....	36
<b>5. SKLEP</b> .....	<b>40</b>
<b>LITERATURA</b> .....	<b>42</b>
<b>VIRI</b> .....	<b>44</b>
<b>PRILOGE</b> .....	<b>1</b>

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Poslovni obračun organizacijske enote .....	31
Tabela 2: Poslovni izid denar ustvarjajoče enote XXXX .....	35

Tabela 3: Gibanje posameznih kategorij .....	35
Tabela 4: Izračun poštene vrednosti denar ustvarjajoče enote z uporabo donosnostne metode .....	36
Tabela 5: Prikaz izračuna poštenih vrednosti denar ustvarjajočih enot z uporabo modela revizijske družbe .....	39

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Prikaz bilance stanja, uporabljene za določitev skupne vrednosti poslovnih objektov in opreme v uporabi.....	37
---	----

## 1. UVOD

Skoraj dnevno nas obkrožajo novice o prevzemih raznih podjetij, ceni prevzemov, prevzemnih pogojih. Nemalokrat nas ob številkah, ki jih slišimo, prešine misel: »Kaj, samo tako malo je podjetje vredno?! Kako je to mogoče, pa saj ima tako veliko število poslovalnic?!« oziroma »Kaj, toliko bodo plačali za to podjetje? Pa saj ima le eno poslovalnico!« Kako prevzemniki določajo prevzemno ceno? Kakšna je dejanska vrednost podjetja? Koliko so vredne poslovalnice podjetja? To je le nekaj vprašanj, ki se pojavijo ob takšnih situacijah.

Razvoj globalnega gospodarstva, s tem povezanih povezovanj in prevzemov podjetij ter na drugi strani pomembni svetovni finančni škandali (Enron, Parmalat...) so botrovali zahtevi po poštenem in resničnem računovodskem poročanju. Sodobno računovodstvo teži k izkazovanju poštenih vrednosti gospodarskih kategorij; tako k razkrivanju verjetnih ali dokazljivih okrepljenih vrednosti kakor tudi k izkazovanju oslabljenih in "ogroženih" vrednosti zaradi zunanjih, notranjih, subjektivnih ali objektivnih razlogov (Korošec, 2004, str. 25).

Vrednost podjetja temelji na njegovih računovodskih izkazih. Le-ti morajo podajati resničen in pošten prikaz finančnega in poslovnega izida po Slovenskih računovodskih standardih oziroma Mednarodnih standardih računovodskega poročanja, odvisno od posameznega podjetja. Standardi morajo resnično in pošteno izkazovati premoženje in obveznosti podjetja ter njegov poslovni izid. Izhajajoč iz teh rezultatov, lahko investitorji predvidevajo nadaljnje poslovanje podjetja, njegovo prihodnje finančno stanje in pričakovane denarne tokove, izhajajoče iz morebitne naložbe vanj.

Računovodski izkazi so v svoji osnovi le zbir mnogih postavk, ki združene v celoto predstavljajo poslovanje podjetja. In če želimo, da prikazujejo resnično in pošteno sliko finančnega, premoženjskega in poslovnega stanja podjetja, morajo biti tudi posamezne postavke računovodskih izkazov prikazane po pošteni vrednosti. Pri vsem tem je treba navesti, da tudi poštena vrednost ni poštena v absolutnem smislu, temveč glede na to, kako jo v povezavi s posameznimi postavkami računovodskih izkazov opredeljuje okvir računovodskega poročanja (Duhovnik, 2004, str. 1).

Premoženje podjetja je v računovodskih izkazih prikazano v bilanci stanja, natančneje: na aktivni bilanci stanja. Znotraj aktivne bilance stanja v večini podjetij predstavljajo največji del opredmetena osnovna sredstva. Računovodski standardi določajo, da je treba njihovo vrednost izkazovati po pošteni vrednosti.

Med podjetja, katerih opredmetena osnovna sredstva predstavljajo večji del aktivne bilance stanja, lahko uvrstimo tudi trgovinska podjetja. Ta za svoje poslovanje potrebujejo velike prodajne površine. Večje kot je podjetje, večje prodajne površine in s tem poslovne enote – trgovine – si lasti. Prikazovanje poštene vrednosti tako velike količine opredmetenih osnovnih

sredstev predstavlja za podjetje resen problem. Mar to pomeni, da je treba vsako osnovno sredstvo, za katerega se izkaže, da nakazuje zahtevo po prevrednotenju na pošteno vrednost, oceniti? Zaradi dejanske nezmožnosti izvedbe ocenitve vseh sredstev se podjetja ponavadi odločajo le za cenitev poštene vrednosti nepremičnine in zemljišča posamezne poslovne enote – trgovine.

Glavna tema mojega diplomskega dela je ugotavljanje poštene vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev, ki skupaj tvorijo poslovno enoto trgovinskega podjetja. Ta je v nadaljevanju opredeljena kot najmanjša denar ustvarjajoča enota v trgovinskem podjetju.

Ocena poštene vrednosti denar ustvarjajoče enote ni pomembna samo z vidika računovodskega poročanja. Poštena vrednost poslovne enote nosi veliko podatkovno težo tudi za poslovodstvo podjetja. Le-to lahko z njeno uporabo izdeluje primerjave med podobnimi poslovalnicami, ugotavlja trende na določenih poslovnih območjih, spremlja poslovni razvoj poslovalnic, nadzoruje vrednost poslovalnic glede na začetno investicijo in nazadnje lahko njena vrednost predstavlja podlago za nadaljnje investicije.

Pojavlja se vprašanje, na kakšen način oceniti pošteno vrednost denar ustvarjajoče enote, da bi odražala informacije, uporabne tako za namene računovodstva kot za potrebe poslovodstva. Menim, da je najprimernejša uporaba metode, ki temelji na upoštevanju prostih denarnih tokov, ki jih posamezna enota realizira, saj le-ti odražajo dejansko finančno in poslovno vrednost ter sposobnost nadaljnjega poslovnega razvoja enote.

Diplomsko delo je razdeljeno na tri poglavja. V uvodu predstavljam strokovno področje, ki je predmet nadaljnje obravnave dela, in oris nadaljnjih poglavij. V prvem poglavju predstavim denar ustvarjajočo enoto, kako je ta opredeljena v literaturi, kaj njena opredelitev predstavlja za podjetje. Pri tem se opiram predvsem na Mednarodne standarde računovodskega poročanja, ki vsebujejo vse Mednarodne standarde računovodskega poročanja, Mednarodne računovodske standarde ter pripadajoča pojasnila IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee) in SOP oziroma S/C (Vezjak, 2004, str. 10), obenem pa vlečem določene vzporednice s Slovenskimi računovodskimi standardi. Drugi del prvega poglavja je namenjen predstavitvi denar ustvarjajoče enote v trgovini na drobno in trgovinske panoge. Drugo poglavje predstavlja vrednotenje denar ustvarjajoče enote. Predstavljeni so Mednarodni standardi vrednotenja in njihova določila glede vrednotenja denar ustvarjajoče enote. Poseben del je namenjen predstavitvi metod vrednotenja, kjer je največ pozornosti namenjene donosnostni metodi. V tretjem delu je na podatkih podjetja Mercator predstavljeno vrednotenje najmanjše denar ustvarjajoče enote tega podjetja. Prikazana sta dva pristopa k vrednotenju denar ustvarjajočih enot po donosnostni metodi. V zaključku podajam ugotovitve in misli, ki na kratko povzemajo obravnavano tematiko.

Cilj mojega diplomskega dela je predstaviti denar ustvarjajočo enoto in ugotoviti njeno pošteno vrednost v trgovinskem podjetju z uporabo donosnostne metode, z namenom, da bi

imele pridobljene informacije o denar ustvarjajoči enoti čim večjo informacijsko vrednost pri nadaljnjem poslovanju posamezne enote ter pri oblikovanju in razvoju novih enot.

## **2. OPREDELITEV DENAR USTVARJAJOČE ENOTE V TRGOVINI NA DROBNO**

### **2.1. Opredelitev denar ustvarjajoče enote**

Kot sem že v uvodu zapisal, se bom v diplomskem delu osredotočil predvsem na merjenje poštene vrednosti denar ustvarjajoče enote.

Zaradi dokaj novega termina »denar ustvarjajoča enota« se je v podjetjih pojavilo vprašanje glede opredelitve tega termina. Podjetja so postavljena pred dejstvo, da morajo sama določiti, kaj jim predstavlja denar ustvarjajočo enoto in katera sredstva spadajo vanjo (Kolenc, 2002, [www.relacije.com](http://www.relacije.com)).

V Slovenskih računovodskih standardih (v nadaljevanju SRS) je denar ustvarjajoča enota opredeljena kot najmanjša določljiva skupina sredstev, katerih nenehna uporaba je vir denarnih prejemkov, večinoma neodvisnih od denarnih prejemkov iz drugih sredstev ali skupin sredstev (Računovodski in nekateri drugi predpisi, 2006, 1.163), medtem ko je v Mednarodnih računovodskih standardih (v nadaljevanju MRS) denar ustvarjajoča enota opredeljena na nekoliko drugačen način. Njena opredelitev je zajeta v Mednarodnem računovodskem standardu 36 – Oslabitev sredstev (v nadaljevanju MRS 36), ki opredeljuje denar ustvarjajočo enoto kot najmanjšo določljivo skupino sredstev, ki ustvarjajo denarne pritoke, v veliki meri neodvisne od denarnih pritokov iz drugih sredstev ali skupin sredstev (MSRP, Uradni list Evropske unije, 2004, L 392/86).

MRS v nasprotju s SRS veliko natančneje opredeljujejo, opisujejo in določajo procese, ki so vezani na delovanje in obstoj denar ustvarjajoče enote. Medtem ko SRS govorijo o denar ustvarjajoči enoti v standardu 1 – Opredmetena osnovna sredstva, je denar ustvarjajoča enota v MRS zajeta v standardu 36 – Oslabitev sredstev. V tem standardu ji je namenjeno celo poglavje. V nadaljevanju se bom osredotočil predvsem na denar ustvarjajočo enoto, kot jo opredeljujejo MRS.

MRS 36 v 65.–95. členu navaja zahteve po prepoznavanju denar ustvarjajoče enote, ki ji pripada sredstvo, ugotavljanju knjigovodske vrednosti denar ustvarjajočih enot in prepoznavanju njihovih izgub zaradi oslabitve.

Pripoznavanje denar ustvarjajoče enote sredstva vključuje presojanje. Če nadomestljive vrednosti ni mogoče ugotoviti za posamezno sredstvo, ugotovi podjetje najmanjši skupek sredstev, ki ustvarja v veliki meri neodvisne denarne pritoke iz trajne uporabe. V MRS 36 je podan primer prepoznavanja denar ustvarjajoče enote.

### *Primer 1:*

Avtobusno podjetje opravlja storitve po pogodbi z mestno občino, ki zahteva najmanjši obseg storitev na vsaki od petih prog posebej. Sredstva, namenjena vsaki progi, in denarne tokove iz posameznih prog je mogoče izločiti. Ena izmed prog prinaša pomembno izgubo.

Ker podjetje ne more okrniti nobene avtobusne proge, so najnižja raven prepoznavnih denarnih pritokov, v veliki meri neodvisnih od denarnih pritokov drugih sredstev ali skupin sredstev, denarni pritoki, ki jih ustvarja pet prog skupaj. Denar ustvarjajoča enota za vsako prog je avtobusno podjetje kot celota.

V MRS 36.69 so denarni pritoki iz trajne uporabe opredeljeni kot pritoki denarja in denarnih ustreznikov, dobljenih od strank zunaj porajajočega podjetja. Pri pripoznavanju, ali so denarni pritoki iz sredstva ali iz skupine sredstev v veliki meri neodvisni od denarnih pritokov od drugih sredstev ali skupin sredstev, upošteva podjetje med drugim tudi to, kako poslovodstvo spremlja poslovanje podjetja (po skupinah proizvodov, področjih, posameznih razmestitvah, okoliših, območjih ali kako drugače).

Ravno tako se da denar ustvarjajočo enoto ugotavljati tudi pri sredstvih, ki proizvajajo proizvode na vmesni stopnji proizvodnje, kar pomeni, da se učinki porabijo znotraj podjetja. Tako sredstvo ali skupina sredstev se pripozna kot denar ustvarjajoča enota, če obstaja delujoči trg za te učinke, če podjetje lahko proda te učinke na delujočem trgu.

Denar ustvarjajoče enote se morajo pripoznavati dosledno iz obdobja v obdobje za isto sredstvo ali skupino sredstev, razen če je sprememba upravičena (MRS 36.72). Zahteva je smiselna, saj je le na ta način možno dosledno spremljanje in primerjanje računovodskih podatkov iz obdobja v obdobje. Obenem je na ta način onemogočeno prilagajanje poslovnega izida iz tega naslova. Če pride do spremembe denar ustvarjajoče enote, je treba spremembo dodatno razkriti v računovodskih izkazih.

Denar ustvarjajoča enota je v podjetju na eni strani organska struktura s svojimi stroški in prihodki, na drugi pa še vedno le sredstvo oziroma zaključena skupina sredstev. Kot tako je deležno enakih določil, kot jih zajemajo ostala opredmetena osnovna sredstva.

### **2.1.1 Opredelitev opredmetenih osnovnih sredstev**

Denar ustvarjajoča enota je sestavljena iz skupine sredstev, zato so v nadaljevanju opredeljeni osnovni pojmi, povezani z osnovnimi sredstvi.

Za obstoj, delovanje in prihodnost podjetja so opredmetena osnovna sredstva ključnega pomena. Ta sredstva lahko podjetje financira s kapitalom ali dolgovi in imajo obliko stvari, ki jih podjetje obvladuje in iz njih pričakuje gospodarske koristi. Razvrščamo jih po dveh dejavnikih: glede na ročnost med dolgoročna sredstva, glede na njihovo sodelovanje v

poslovnem procesu pa med stalna. Osnovna sredstva naj bi se v podjetju praviloma uporabljala več let. Zaradi pričakovane uporabe v daljšem časovnem obdobju se evidentirajo kot sredstvo in ne kot strošek v obdobju njihove pridobitve (Weygandt, Kieso, 1995, str. 93).

Opredmetena osnovna sredstva spadajo v širšo kategorijo bilance stanja, imenovano sredstva. Tako MRS kot SRS opredeljujejo sredstva, prikazana v bilanci stanja, na naslednji način: »Sredstvo se v bilanci stanja pripozna, če je verjetno, da bodo v prihodnosti nastale ekonomske koristi od uporabe tega sredstva, in če se da njegovo vrednost zanesljivo izmeriti.« (Uvod v MRS in Uvod v SRS.) Prihodnje gospodarske koristi, ki jih omogoča posamezno sredstvo, lahko pritekajo v podjetje na več načinov:

- podjetje lahko uporablja sredstvo samo zase ali v povezavi z drugimi sredstvi pri proizvodnji proizvodov ali opravljanju storitev, ki jih prodaja;
- lahko zamenja sredstvo za druga sredstva;
- lahko uporabi sredstvo za poravnavo svojega dolga;
- lahko razdeli sredstvo med svoje lastnike.

Opredmetena osnovna sredstva se delijo v naslednje glavne skupine:

- nepremičnine, ki se delijo naprej v zemljišča in zgradbe;
- stroje in naprave;
- opremo;
- posebno skupino opredmetenih osnovnih sredstev predstavlja skupina sredstev, ki jih ima podjetje v finančnem najemu.

Področje sredstev v bilanci stanja urejajo naslednji računovodski standardi:

- MRS 16 – Opredmetena osnovna sredstva (nepremičnine, naprave in oprema),
- MRS 36 – Oslabitev sredstev,
- MRS 23 – Stroški izposojanja,
- MRS 3 – Poslovne združitve,<sup>1</sup>
- SRS 1 – Opredmetena osnovna sredstva,
- SRS 13 – Amortizacija.

### **2.1.2. Nadomestljiva vrednost denar ustvarjajoče enote**

Definicija nadomestljive vrednosti denar ustvarjajoče enote je enaka kot pri posameznem sredstvu; je večja izmed dveh možnosti, in sicer od čiste prodajne cene denar ustvarjajoče enote ali od vrednosti v uporabi. Kako pa je s knjigovodsko vrednostjo denar ustvarjajoče enote? V MRS 36 je zapisano, da je treba knjigovodsko vrednost denar ustvarjajoče enote ugotoviti na dosledno enaki podlagi, kot je bila ugotovljena nadomestljiva vrednost denar ustvarjajoče enote. Kljub temu se lahko dogodi, da nadomestitvena in knjigovodska vrednost denar ustvarjajoče enote nista enaki. Da bi bila njuna primerjava smiselna, je treba pri

---

<sup>1</sup> Pomemben v povezavi z vrednotenjem sredstev prevzetega podjetja.

ugotavljanju vrednosti v uporabi in knjigovodske denar ustvarjajoče enote od dobljene vrednosti odšteti knjigovodsko vrednost obveznosti, saj se lahko ob prodaji denar ustvarjajoče enote dogodi, da kupec ob nakupu enote prevzame tudi pripoznane obveznosti. V takšnem primeru je poštena vrednost, zmanjšana za stroške prodaje denar ustvarjajoče enote, seštevek ocenjenih prodajnih cen za sredstva enote in obveznosti, zmanjšane za stroške odtujitve (MSRP, Uradni list Evropske unije, 2004, L 392/99).

Tudi za denar ustvarjajočo enoto je potrebna slabitev v primeru, ko je nadomestljiva vrednost nižja od knjigovodske. Pri določanju vrednosti denar ustvarjajoče enote pa je treba paziti na naslednje stvari:

- Vključiti je treba knjigovodsko vrednost samo tistih sredstev, ki jih je mogoče neposredno pripisati denar ustvarjajoči enoti ali jih nanjo razporediti in ki bodo v prihodnosti prinašala denarne tokove.
- Knjigovodska vrednost denar ustvarjajoče enote ne vključuje nobene obveznosti, ki je že bila pripoznana v računovodskih izkazih.

Podjetje mora samo presoditi, ali obstaja kakšno znamenje, da utegne biti sredstvo oslABLJENO. Pri ocenjevanju nadomestljive vrednosti mora upoštevati znamenja iz zunanjih in notranjih virov informacij ter načelo bistvenosti. Znamenja morebitnega prevrednotenja sredstev so zelo različna in velikokrat tudi enkratna. Pri presoji moramo ločevati kratkoročne vplive in nihanja vrednosti sredstev, spremembe kratkoročnega značaja od sprememb dolgoročnega značaja, ki zahtevajo prevrednotenje. Izogibati se je treba prenačlenim odločitvam in upoštevati dobro mero zdrave pameti (Torkar, 2002, str. 16).

V nekaterih primerih pa določenih sredstev, kljub temu da bodo prinašala bodoče denarne tokove, ni mogoče utemeljeno in dosledno razporediti na denar ustvarjajočo enoto.

Razlika med navadnimi sredstvi in denar ustvarjajočo enoto je tudi ta, da se na denar ustvarjajočo enoto da razporediti del dobrega imena.

***Kako pripisati dobro ime na denar ustvarjajočo enoto:*** Dobro ime (ang. Goodwill) je opredeljeno kot presežek nabavne vrednosti prevzetega podjetja nad določljivo pošteno vrednostjo pridobljenih opredeljivih sredstev, dolgov in pogojnih obveznosti prevzetega podjetja (MRS 3). Dobro ime se ob nastanku razporedi na prepoznavna sredstva podjetja, preostanek pa se evidentira kot neopredmeteno dolgoročno sredstvo. Za dobro ime je značilno, da ne ustvarja denarnih tokov neodvisno od drugih sredstev ali skupin sredstev, zato ni mogoče ugotoviti njegove nadomestljive vrednosti, kot se jo lahko ugotovi za posamezno sredstvo. Vsa znamenja, ki kažejo na morebitno spremembo vrednosti dobrega imena, se zato izkažejo na vrednosti denar ustvarjajoče enote, ki ji sredstvo pripada. Če obstajajo znamenja, da je dobro ime oslABLJENO, je treba ugotoviti nadomestljivo vrednost za denar ustvarjajočo enoto, ki ji dobro ime pripada. Ugotovljen znesek se nato primerja s knjigovodsko vrednostjo denar ustvarjajoče enote.

V MRS 36.80 je opredeljeno, da mora podjetje pri preizkušanju, ali je denar ustvarjajoča enota oslABLJENA, ugotoviti, ali je dobro ime, ki se nanaša na to denar ustvarjajočo enoto, pripoznano v računovodskih izkazih. V nasprotnem primeru mora izvesti tako imenovan preizkus »od spodaj navzgor«, oziroma če s tem preizkusom ne more dosledno razporediti knjigovodske vrednosti dobrega imena na denar ustvarjajočo enoto, še poizkus »od zgoraj navzdol«.

Preizkus »od spodaj navzgor« pomeni, da je treba ugotoviti, ali je knjigovodska vrednost dobrega imena mogoče utemeljeno in dosledno razporediti na proučevano denar ustvarjajočo enoto. Nato je treba primerjati nadomestljivo vrednost denar ustvarjajoče enote z njeno knjigovodsko vrednostjo, vključno s knjigovodsko vrednostjo morebitnega razporejenega dobrega imena, in pripoznati vsako izgubo zaradi slabitve.

Preizkus »od zgoraj navzdol« pomeni, da mora podjetje prepoznati širšo denar ustvarjajočo enoto, to je najmanjšo denar ustvarjajočo enoto, na katero se lahko utemeljeno in dosledno razporedi knjigovodska vrednost dobrega imena. Nato je treba primerjati nadomestljivo vrednost večje denar ustvarjajoče enote z njeno knjigovodsko vrednostjo (tudi knjigovodsko vrednostjo razporejenega dobrega imena) in pripoznati vsako izgubo.

***Kako razporediti skupna sredstva na denar ustvarjajoče enote:*** Skupna sredstva so skupinska ali oddelčna sredstva, kot so zgradbe sedeža ali oddelka podjetja, oprema za računalniško obdelovanje podatkov ali raziskovalno središče. Za skupna sredstva je značilno, da ne ustvarjajo denarnih pritokov neodvisno od drugih sredstev ali skupin sredstev in njihove knjigovodske vrednosti ni mogoče v celoti pripisati proučevani denar ustvarjajoči enoti. Ravno zaradi te lastnosti skupnih sredstev, da ne ustvarjajo ločenih denarnih tokov, ni mogoče ugotoviti nadomestljive vrednosti posameznega skupnega sredstva. Če obstaja kako znamenje, da utegne biti skupno sredstvo oslABLJENO, se nadomestljiva vrednost ugotovi za denar ustvarjajočo enoto, ki ji to sredstvo pripada. Vsaka izguba, ki nastane kot posledica primerjave med knjigovodsko in nadomestljivo vrednostjo, se pripozna kot izguba zaradi oslabitve (MRS 36.100 in MRS 36.101).

Postopek ugotavljanja oslABLJENOSTI denar ustvarjajoče enote, ki ji pripada skupno sredstvo, je podoben kot pri ugotavljanju oslABLJENOSTI dobrega imena. Podjetje mora najprej določiti vsa skupna sredstva, ki pripadajo proučevani denar ustvarjajoči enoti. Za skupno sredstvo mora opraviti preizkus:

- »od spodaj navzgor«, s katerim ugotovi, ali je knjigovodska vrednost skupnega sredstva mogoče utemeljeno razporediti na proučevano denar ustvarjajočo enoto;
- »od spodaj navzgor« in »od zgoraj navzdol«, če knjigovodske vrednosti skupnega sredstva ni mogoče utemeljeno in dosledno razporediti na proučevano denar ustvarjajočo enoto.

### **2.1.3. Izguba zaradi oslabitve pri denar ustvarjajoči enoti**

MRS 36.104 opredeljuje, da se izguba zaradi oslabitve pri denar ustvarjajoči enoti pripozna, kadar je njena nadomestljiva vrednost manjša od njene knjigovodske vrednosti. Izguba zaradi oslabitve pomeni, da se vrednost denar ustvarjajoče enote zmanjša, pri tem pa je treba izgubo razporediti po naslednjem vrstnem redu:

- najprej se zmanjša morebitno dobro ime, ki je bilo razporejeno na sredstva, ki sestavljajo denar ustvarjajočo enoto;
- nato se sorazmerno zmanjšajo druga sredstva enote, skladno s knjigovodsko vrednostjo vsakega sredstva v enoti.

Izguba zaradi oslabitve se pripozna v izkazu poslovnega izida v obdobju, v katerem je bila ugotovljena. V MRS 36.105 je določeno, da se pri razporejanju izgube zaradi oslabitve knjigovodska vrednost posameznega sredstva ne sme zmanjšati pod največjo od:

- njegove poštene vrednosti, zmanjšane za stroške prodaje (če je določljiva);
- njegove vrednosti pri uporabi (če je ugotovljiva);
- nič.

Znesek izgube, ki bi bil razporejen na sredstvo, je treba sorazmerno razporediti na druga sredstva enote.

Če nadomestljive vrednosti vsakega posameznega sredstva denar ustvarjajoče enote ni mogoče zanesljivo izmeriti, je treba izgubo zaradi slabitve poljubno razporediti na sredstva takšne enote, razen na dobro ime. V primerih, ko nadomestljive vrednosti posameznega sredstva ni mogoče ugotoviti, se izguba zaradi slabitve pripozna ali pa tudi ne:

- pripozna se, če je knjigovodska vrednost sredstva večja od večje izmed čiste prodajne vrednosti ali izidov razporejanja, ki so bili predhodno opisani;
- pripozna se, če ustrezna denar ustvarjajoča enota v splošnem ni oslABLJENA; to velja tudi, če je čista prodajna vrednost sredstva manjša od njegove knjigovodske vrednosti.

Če je podjetje določilo denar ustvarjajočo enoto in ugotovilo njeno nadomestljivo vrednost ter izračunalo njeno slabitev, se pojavi vprašanje, kako to vrednost oslabitve razporediti na posamezna osnovna sredstva. Ponuja se več rešitev, od sorazmerne razdelitve do izdelanih meril razdelitve zneska ugotovljene slabitve denar ustvarjajoče enote po posameznih osnovnih sredstvih. Možno je tudi, da se ugotovljeni znesek slabitve ne bi razporejal na posamezna sredstva, ki sestavljajo denar ustvarjajočo enoto. V tem primeru je potrebno letno ugotavljanje oslabitve denar ustvarjajoče enote (Odar, 2002, str. 66).

### **2.1.4. Odprava izgube zaradi oslabitve**

Slabitev je v primerjavi z okrepitevijo obvezna, vendar to ne pomeni, da je dokončna. V določenem obdobju lahko pride do tega, da izgube, pripoznane v prejšnjih letih, zaradi slabitve kakega sredstva ni več ali pa se je zmanjšala. MRS 36.95 zahteva, da mora podjetje

na dan vsake bilance oceniti, ali obstaja kako znamenje, da je do tega prišlo. Če tako znamenje obstaja, mora podjetje ugotoviti nadomestljivo vrednost tega sredstva. Pri tem se opira na zunanje in notranje vire informacij.

Znamenja zunanjih virov informacij:

- v obdobju se je tržna vrednost sredstva pomembno povečala;
- pojavile so se oziroma se bodo pomembne spremembe v tehnološkem, tržnem, gospodarskem ali pravnem okolju, v katerem podjetje deluje, ali na trgu, ki mu je sredstvo namenjeno, z ugodnim vplivom na podjetje;
- zmanjšale so se tržne obrestne mere ali druge tržne mere donosnosti naložb; zmanjšanja bodo vplivala na diskontno mero, uporabljeno pri izračunu vrednosti pri uporabi, in na ta način se bo bistveno povečala nadomestljiva vrednost sredstva.

Znamenja notranjih virov informacij:

- v obdobju so se pojavile ali se v bližnji prihodnosti pričakujejo pomembne spremembe obsega in načina sedanje ali pričakovane uporabe sredstva z ugodnim vplivom na podjetje;
- iz notranjega poročanja so na voljo dokazi, ki kažejo, da je ali bo gospodarska uspešnost sredstva večja, kot je bilo pričakovano.

Izgube zaradi oslabitve ni treba razveljaviti, kadar – in zgolj kadar – se je spremenila ocena, uporabljena za ugotovitev nadomestljive vrednosti sredstva, potem ko je bila pripoznana zadnja izguba zaradi oslabitve. V tem primeru je treba knjigovodsko vrednost sredstva povečati na njegovo nadomestljivo vrednost.

Pripoznavanje odprave izgube zaradi oslabitve je treba obravnavati za posamezno sredstvo, denar ustvarjajočo enoto in dobro ime.

### **2.1.5. Spremljanje vrednosti denar ustvarjajoče enote**

Spremljanje vrednosti sredstev in vključno s tem denar ustvarjajoče enote na eni strani dejansko pomeni sprejetje izraza prevrednotenje. Izraz pojasnjuje, kaj počnemo, kadar na novo vrednotimo ali prevrednotimo gospodarske kategorije v računovodskih izkazih in računovodskih razvidih (Kolenc, 2002, [www.relacije.com](http://www.relacije.com)).

Ko se podjetje enkrat odloči, da bo evidentiralo vrednost denar ustvarjajoče enote po pošteni vrednosti, mora to vrednost redno ugotavljati. Pogostost ocenjevanja vrednosti in prevrednotenja je odvisna od poštenih vrednosti posameznih sredstev, denar ustvarjajočih enot, ki se prevrednotijo. Če se vrednost spreminja precej in neenakomerno, je potrebno prevrednotenje na letni ravni. Pri nepomembnem spreminjanju poštene vrednosti letna prevrednotenja niso potrebna. Namesto tega zadostuje prevrednotenje vsaka tri, štiri ali pet let (Strošički, 2002, str. 96).

Podjetje izbrano rešitev evidentiranja opredmetenih osnovnih sredstev in s tem tudi denar ustvarjajočih enot dosledno uporablja iz obdobja v obdobje. Slabitev vrednosti sredstev je obvezna, medtem ko je krepitev vrednosti dovoljena. Če se podjetje odloči za krepitev vrednosti sredstev na pošteno vrednost, pride v podjetju do spremembe računovodske politike, z normne na drugačno rešitev. Od sprejetja takšne odločitve mora podjetje upoštevati izbrano politiko in ustrezno prevrednotiti sredstvo tako pogosto, kot je potrebno. Spremljati mora pošteno vrednost sredstva. Če se ta pomembno poveča, mora sredstvo ponovno prevrednotiti.

Pri popolnem upoštevanju načela poštene vrednosti bi se vsi učinki prevrednotenja upoštevali in poračunali v poslovnem izidu. Pomembno je poudariti dejstvo, da enostransko priznani prihodki, izvirajoči iz prevrednotenja sredstev, niso kakovostno enakovredni in se ne morejo enačiti s prihodki, ki jih pripoznajo partnerji podjetja v obligacijskem, dvostransko sprejetem dogovoru oziroma poslu. V trenutku prevrednotenja sredstev in dolgov posledično ne pride do denarnih tokov; ti se bodo pojavili šele nekoč v prihodnosti. Ob prevrednotenju sredstev ne moremo govoriti o že realiziranem poslu in posledično je tudi negotovost uresničitve tega posla večja kakor pri klasičnem dvostranskem obligacijskem poslu (Odar, 2000, str. 28).

## **2.2. Denar ustvarjajoča enota v trgovini na drobno**

### **2.2.1. Trgovina na drobno**

Po Mednarodni standardni klasifikaciji industrijskih panog – ISIC (International Standard Industrial Classification of all Economic Activities) spada trgovina na drobno v področje G standardne klasifikacije, in sicer natančneje v skupino 52 ([www.ilo.org](http://www.ilo.org)). Področje G standardne klasifikacije dejavnosti opredeljuje trgovino na drobno takole: »Trgovina na drobno je preprodaja (prodaja brez preoblikovanja) novih in rabljenih izdelkov kupcem za osebno ali gospodinjstvo rabo v trgovinah, veleblagovnicah, na stojnicah, po pošti ali internetu, od vrat do vrat, na dražbah itd. Večina trgovcev ima lastninsko pravico do blaga, ki ga prodajajo, nekateri pa delajo kot zastopniki principala in prodajajo na osnovi konsignacije ali komisijske prodaje.«

»Trgovsko podjetje je organizacijskoppravna oblika podjetja, ki se ukvarja z menjavo blaga« (Potočnik, 1992, str. 213). Temeljna dejavnost trgovinskih podjetij je posredovanje proizvodov med proizvajalci in porabniki, s katerimi se uresničuje posredniška funkcija, ki je podlaga za oblikovanje temeljnih poslovnih funkcij, ki so nabava, skladiščenje in prodaja. Iz spoznanj o potrebah porabnikov in možnostih prodaje oblikuje trgovinsko podjetje svojo nabavno, prodajno in skladiščno poslovanje. V svoji trgovinski mreži ustvarja s prodajo blaga prihodek in dobiček, z nabavo in skladiščenjem pa zagotavlja, da poteka prodaja nemoteno ter da zadovoljuje povpraševanje kupcev na določenem kraju in v določenem času ter na način, ki je najbolj prilagojen njihovim potrebam. Poleg posredovanja opravlja trgovina tudi številne druge dejavnosti, kot so skladiščenje, čuvanje, sortiranje, embaliranje, odprema in prevoz (Potočnik, 2000, str. 26–27).

Zakon o trgovini (1993) opredeljuje, da se lahko trgovinska dejavnost opravlja kot:

- trgovina na debelo,
- trgovina na drobno,
- trgovinske storitve.

V nadaljevanju je natančneje predstavljena dejavnost trgovine na drobno.

Kotler (1996, str. 558) definira trgovino na drobno na naslednji način: »Trgovina na drobno zajema vse dejavnosti prodaje blaga in storitev neposredno končnemu porabniku za njegovo osebno, neposlovno uporabo, pri tem pa ni pomembno, kako se prodaja blago ali storitve, niti kje se blago prodaja.«

V blagovnem prometu trgovinska podjetja na drobno delujejo kot posredniki med trgovinskimi podjetji na debelo oziroma proizvodnimi podjetji na eni in končnimi porabniki na drugi strani. Trgovci na drobno nabavljeno blago prodajajo končnim potrošnikom praviloma v manjših količinah, zato se do končnih porabnikov pojavljajo kot nekakšni predstavniki proizvajalcev, hkrati pa do proizvodnih in trgovinskih podjetij na debelo kot zastopniki porabnikov. Za izvajanje svoje posredniške dejavnosti morajo trgovinska podjetja na drobno razpolagati z ustreznimi prodajnimi in skladiščnimi prostori, potrebno zalogo blaga in strokovno usposobljenimi prodajalci (Potočnik, 2000, str. 59–60).

Trgovina na drobno je eden izmed temeljnih sektorjev vsakega gospodarstva, saj ima pomemben položaj v nacionalni ekonomiji, ker se prav v trgovini na drobno pojavijo prvi znaki sprememb v končnem povpraševanju. Vendar pomen trgovine na drobno ni samo ekonomski, temveč širši družbeni, politični in kulturni. Vpliv trgovine na drobno na stabilnost gospodarstva se kaže v njeni usposobljenosti in finančni zmožnosti, da zagotovi ustrezen obseg in strukturo ponudbe na dostopnih lokacijah, pravočasno in po cenah, ki so usklajene z dejansko vrednostjo izdelkov in storitev (Potočnik, 2000, str. 37).

Pri prodaji blaga na drobno gre predvsem za prodajo blaga v prodajalnah. Prodajne objekte lahko predstavljajo samopostrežne prodajalne, diskontne prodajalne, specializirane prodajalne, blagovne hiše, supermarketi, veleblagovnice, kioski. Prodajalci lahko izdelke zunaj prodajaln prodajajo na drobno po pošti, računalniških povezavah – internet, televiziji, na stojnicah, s prodajnimi avtomati, od vrat do vrat, priložnostno na sejmih in prireditvah.

### **2.2.2. Opredmetena osnovna sredstva v trgovini na drobno**

Osnovna sredstva predstavljajo največji del stalnih sredstev, ki so v uporabi v trgovinskih podjetjih. Zaradi problema, ki se pojavi, ker nabave blaga in njegove prodaje ni mogoče časovno uskladiti, morajo trgovinska podjetja razpolagati z ustreznimi prostori za skladiščenje blaga.

V trgovini na drobno so skladišča organizirana dvostopenjsko, in sicer centralna skladišča za nabavo celotnega prodajnega asortimenta in priročna skladišča vsake prodajalne. Večja trgovinska podjetja s prodajo na debelo imajo skladišča organizirana tristopenjsko. S tem je omogočeno boljše oskrbovanje posameznih tržnih območji, kot bi bilo to izvedeno, če bi se vsa dobava blaga izvajala iz enega centralnega skladišča.

Prodaja na drobno poteka v prodajalnah. Te so ponavadi razporejene na celotnem gospodarskem prostoru. S tem je omogočena primerna oskrba celotnega področja. Razlikujemo več tipov prodajaln:

- hipermarketi,
- supermarketi,
- marketi,
- prodajni centri.<sup>2</sup>

Naslednjo skupino opredmetenih osnovnih sredstev predstavljajo prevozna sredstva, kot so kamioni, vagoni, viličarji, kontejnerji. Večina trgovinskih podjetij opravlja za večje količine nabavljenega blaga prevoz le-tega do kupcev, trgovinska podjetja na drobno pa morajo dnevno oskrbovati svoje prodajalne z blagom iz skladišč.

Pomembno postavko osnovnih sredstev predstavlja tudi poslovni inventar: oprema, blagajne, prodajne police, računalniki itd. Ta sredstva so pomembna iz več razlogov; če izpostavimo računalnike: le-ti omogočajo spremljanje blagovnih tokov in pridobivanje natančnih informacij o prodaji s pomočjo skeniranja kodiranih izdelkov na prodajnih mestih.

Poleg naštetega pomemben del osnovnih sredstev predstavlja tudi režijski center podjetja z vso svojo opremo.

### **2.2.3. Najmanjša denar ustvarjajoča enota v trgovini na drobno**

Kot je bilo opisano že v predhodnem besedilu, je najmanjša denar ustvarjajoča enota opredeljena kot »najmanjša določljiva skupina sredstev, katerih nenehna uporaba je vir denarnih prejemkov iz drugih sredstev ali skupin sredstev«.

Kako je potem opredeljena najmanjša denar ustvarjajoča enota v trgovini na drobno? Odgovor sem našel na spletni strani revizijske hiše Price Water House Coopers. Pod naslovom »IFRS Transition: Crunch Time for the Retail and Consumer Sector« in podnaslovom »Loss making stores and closures« (Price Water House Coopers, [www.pwc.com](http://www.pwc.com)) podaja naslednje ugotovitve:

- MRS 36 zahteva določitev oslabitve opredmetenih in neopredmetenih sredstev, opredeljenih na bazi denar ustvarjajočih enot;

---

<sup>2</sup> Spadajo v posebno skupino, saj se poleg prodajalne lastnika objekta v njem nahajajo še prodajalne najemnikov. Lastnik od njih prejema plačilo najemnine.

- v skladu z določitvijo slabitve sredstev je najbolj relevantna opredelitev denar ustvarjajoče enote v trgovinskem sektorju – posamezna prodajalna ali veriga prodajaln.

*Primer 1:*

Trgovina x pripada verigi trgovin na drobno M. X kupuje na drobno v nakupovalnem središču M. O postavljanju cen, trženju, oglaševanju in kadrovskih rešitvah določa M. M je tudi lastnik petih drugih trgovin v istem mestu. Poslovanje je v vseh trgovinah enako kot v X-u. Vse M-ove trgovine so v različnih soseskah. X in ostale štiri trgovine so bile kupljene pred petimi leti, pri čemer je bilo prepoznano dobro ime.

Pri prepoznavanju denar ustvarjajoče enote za X podjetje npr. upošteva:

- ali je notranje poročanje za poslovanje organizirano za merjenje dosežkov po trgovinah in
- ali poslovanje temelji na dobičku po trgovinah ali po območjih/mestih.

Ker so vse M-ove trgovine v različnih soseskah in imajo verjetno različne odjemalce, povzroča X denarne pritoke, ki so precej neodvisni od tistih v drugih M-ovih trgovinah. Zato je verjetno, da je X denar ustvarjajoča enota.

Navedeno pomeni, da mora trgovinsko podjetje voditi zelo natančne podatke prihodkov, stroškov, investicij in ostalih sprememb po posameznih prodajalnah, kar pa za podjetje predstavlja veliko obremenitev in izziv obenem. Realno je pričakovati, da se bodo za tak način vodenja osnovnih sredstev odločala predvsem večja podjetja, ki jim bo poleg osnovne uporabnosti predstavljalo tudi pomemben vir podatkov za nadaljnje investiranje, poslovanje in širjenje svoje dejavnosti.

### **3. VREDNOTENJE NAJMANJŠE DENAR USTVARJAJOČE ENOTE V TRGOVINI NA DROBNO**

Vsakršno vrednotenje oziroma prevrednotenje sredstev je izpostavljeno dejavniku tveganja. Podjetje pri poslih s sredstvi ali dolgovi prenese nase ali na drugo podjetje eno ali več finančnih in drugih tveganj. Vsa poslovna tveganja so posredno tudi finančna tveganja, saj vplivajo na plačilno sposobnost oziroma na spremembo poštene vrednosti sredstev in dolgov z uporabo prevrednotenja. Preoblikovanje nedenarnih sredstev v denarna (npr. terjatev v denar) je izpostavljeno vsem poslovnim tveganjem. Ta tveganja določajo, ali bodo nedenarna sredstva v celoti in pravočasno preoblikovana v denarna. Plačilna sposobnost podjetja pa je osnovni pogoj za njegov obstoj in donosno poslovanje. Pri prevrednotenju sredstev in dolgov moramo torej upoštevati dejavnik tveganja in trdimo lahko, da je tveganje tisti dejavnik, ki neposredno in posredno določa način ter zgornjo in spodnjo mejo prevrednotenja sredstev in dolgov (Odar, 2000, str. 26).

### **3.1. Določila, ki jih je treba upoštevati pri vrednotenju najmanjše denar ustvarjajoče enote**

Podjetje se lahko odloči, da bo samo ocenilo pošteno vrednost svojih sredstev, denar ustvarjajočih enot, vendar se ob tem seznanja s težavo, na kakšen način oceniti neko sredstvo, kakšne podlage uporabljati, ali ugotovljena vrednost dejansko odraža pošteno vrednost vrednotenega sredstva, denar ustvarjajoče enote. Podjetja se soočajo s problemom nepristranskosti. Zato se v vedno večjem številu obračajo in zanašajo na pomoč ocenjevalcev vrednosti. Eno temeljnih etičnih pravil, ki jih mora spoštovati ocenjevalec, je namreč načelo nepristranskosti (Praznik, 2004, str. 19).

V Sloveniji so pooblaščen ocenjevalci vrednosti združeni pod okriljem Slovenskega inštituta za revizijo v sekciji ocenjevalcev vrednosti ([www.si-revizija.si](http://www.si-revizija.si)). Ocenjevalci vrednosti so »posebna vrsta« računovodij, finančnikov in drugih strokovnjakov za gradbeništvo in druga področja, ki dajejo dobro podlago za določanje pošteno vrednosti ocenjevanih sredstev (Koller, 2005, str. 22).

Ocenjevalec se lahko pri naročniku znajde v dveh vlogah:

- kot ocenjevalec, ki mora predložiti neodvisno mnenje o oceni vrednosti, upoštevajoč standarde ocenjevanja vrednosti;
- kot svetovalec, ki opredeli vrednost, najbolj ustrezno naročniku.

V prvem primeru ocenjevalec opravlja neodvisno nalogo vrednotenja sredstev, medtem ko je vloga ocenjevalca v drugem primeru zgolj svetovalne narave.

Ko je ocenjevalec vrednosti postavljen pred nalogo določitve vrednosti premoženja, mora za svoje dejanje uporabiti enega ali več načinov ocenjevanja vrednosti. Pojem način ocenjevanja vrednosti velja za splošno sprejete metodologije ocenjevanja vrednosti, ki se v stroki običajno uporabljajo.

Ocenjevalec vrednosti mora biti pri svojem delu pozoren na več stvari:

1. Pri ocenjevanju vrednosti nepremičnin in premičnin mora ocenjevalec poznati, razumeti in pravilno uporabiti tiste metode oziroma tehnike ocenjevanja vrednosti, ki so potrebne za strokovno neoporečno ocenitev vrednosti. Pri ocenjevanju nepremičnin mora:
  - Spoznati nepremičnino, opredeliti namen ocenjevanja in način uporabe ocene vrednosti ter določiti datum, na katerega velja ocena vrednosti. Če namerava podjetje uporabiti oceno za namene računovodskega poročanja, mora biti ta namen jasno opredeljen.
  - Določiti vrsto vrednosti, ki jo ocenjuje. Če ocenjuje tržno vrednost, mora najverjetnejšo oceno izraziti v denarni obliki, v obliki pogojev financiranja ali v

drugi obliki pogojev, ki morajo biti natančno opredeljeni.

- Upoštevati mora vse omejitve, ki se nanašajo na nepremičnino.<sup>3</sup>
- Jasno mora opredeliti nepremičnino in jo ločiti od premičnin.
- Preučiti mora, kakšen vpliv imajo na nepremičnino veljavni predpisi o uporabi zemljišč, razmere na trgu nepremičnin, predvidene spremembe v soseski in najboljša uporaba nepremičnine.
- Oceniti vrednost zemljišča, kot če bi bilo prazno in na voljo za to, da postane kar najbolj uporabno. Vrednost vseh izboljšav na objektu se mora oceniti iz njihovega dejanskega prispevka k vrednosti zemljišča.
- Uporabiti mora ustrezno metodo ocenjevanja vrednosti.
- Upoštevati in analizirati mora vse prodajne pogodbe, opcije ali navedbe prodajne cene posesti, katere vrednost ocenjuje. Analizirati mora tudi pretekle prodaje posesti, ki jo ocenjuje.

Pri ocenjevanju premičnin mora ocenjevalec:

- opredeliti predmete, katerih vrednost ocenjuje, in navesti način opredeljevanja;
- določiti mora nameravano uporabo in namen ocene vrednosti ter opisati vse omejevalne okoliščine;
- določiti datum ceno;
- določiti vrsto vrednosti, ki mora biti v skladu z namenom ocenjevanja vrednosti;
- zbrati, preveriti, analizirati in uskladiti primerno ugotovljene in opisane podatke ter na tej podlagi oblikovati sklep o oceni vrednosti.

2. Pri poročanju ocene vrednosti nepremičnin in premičnin mora ocenjevalec prikazati vse analize, mnenja in sklepe tako, da ne zavaja. Rezultat ocenjevanja vrednosti je poročilo o ocenjevanju vrednosti. Poročilo je lahko podlaga pri vrednotenju opredmetenih sredstev za namene računovodskega poročanja.

### **3.1.1. Poštena vrednost**

Pojem poštena vrednost se pojavlja v povezavi z načelom poštene vrednosti. Po tem načelu naj bi bili vse postavke sredstev in obveznosti do njihovih virov v bilanci stanja ter poslovni in finančni izid podjetja prikazani po pošteni in resnični vrednosti.

Poštena vrednost je opredeljena kot znesek, za katerega je sredstvo mogoče zamenjati oziroma obveznost poravnati med dobro obveščena in voljnima strankama v prečiščenem poslu. Po tej opredelitvi se da trditi, da je tržna vrednost sredstva najboljši približek pošteni vrednosti. Vendar ni tako.

MRS 16.32 določa, da se poštena vrednost zemljišča in zgradbe ponavadi izmeri z uporabo tržne vrednosti, ki je običajno ugotovljena z ocenitvijo poklicno usposobljenega ocenjevalca.

---

<sup>3</sup> Prepoved uporabe, dana jamstva v obliki nepremičnin ipd.

Poštena vrednost naprav in opreme je navadno njihova tržna vrednost, ugotovljena z ocenitvijo. Če dokazov o tržni vrednosti ni (MRS 16.33), ker gre za posebna opredmetena osnovna sredstva ali ker se takšna sredstva redko prodajajo drugače kot del podjetja, ki nadaljuje poslovanje, bo moralo podjetje določiti pošteno vrednost po donosu ali zmanjšani nadomestitveni vrednosti.

Pojem poštena vrednost je širok in gotovo ni omejen le s tržno vrednostjo. Tržno vrednost sredstva se da ugotoviti le, če se s tem sredstvom trguje na dejavnem in plačilno sposobnem trgu. Poštena vrednost pa se lahko določa tudi drugače, neodvisno od trgovanja na trgu (Odar, 2000, str. 25). Pojem poštene vrednosti razlagajo Standardi ocenjevanja vrednosti. Ti pravijo, da je poštena vrednost enaka tržni vrednosti, če so izpolnjeni naslednji pogoji (Praznik, 2004, str. 5–6):

*Znesek:* Gre za ocenjen znesek, nanašajoč se na ceno, izraženo v denarju, plačljivo za premoženje, v skladu s tržnim poslom na čisti poslovni podlagi. Tržna vrednost se meri kot najverjetnejša cena, ki jo lahko razumno dobimo na trgu na dan ocenjevanja vrednosti. To je najboljša cena, ki jo prodajalec lahko razumno doseže, in najugodnejša, ki jo kupec razumno dobi. Ta ocena izključuje ocenjeno ceno, ki je umetno spremenjena zaradi posebnih pogojev in okoliščin.

*Sredstvo mogoče zamenjati oziroma obveznost poravnati:* Premoženje, ki je predmet menjave, je izraženo v ocenjeni in že vnaprej določeni vrednosti. Ocenjena tržna vrednost je vezana na določen dan. Ker se razmere na trgu spreminjajo, bi bila ocenjena vrednost v drugem času lahko napačna in neprimerna. Zagotovljeno mora biti ustrezno trženje, kar pomeni, da je premoženje izpostavljeno trgu na najprimernejši način, kar vpliva na njegovo prodajo po najugodnejši ceni, ki jo je možno doseči. Obdobje izpostavljenosti mora biti dovolj dolgo, da omogoča primernemu številu morebitnih kupcev, da izvedo za premoženje.

*Dobro obveščeni stranki:* Vsaka izmed strank ravna seznanjeno in previdno, kar pomeni, da je seznanjena o naravi in značilnostih premoženja, o njegovi dejanski in morebitni uporabi ter o razmerah na trgu na dan ocenjevanja vrednosti. Vsaka izmed strank domnevno deluje s tem znanjem iz lastnega zanimanja in je previdna pri iskanju najboljše cene za svoj položaj v poslu. Previdnost se ocenjuje kot sklicevanje na razmere na trgu na dan ocenjevanja vrednosti, in sicer brez koristi, ki bi jih prinesla spoznanja po dnevu ocenjevanja vrednosti.

*Voljni stranki:* Gre za voljnega kupca in prodajalca. Tak kupec ni prisiljen k nakupu. Je motiviran, vendar ne pretirano navdušen ali odločen, da kupi po kateri koli ceni. Zato ni pripravljen plačati višje cene, kot jo zahteva trg. Prodajalec ravno tako ni pretirano navdušen ali prisiljen prodati po kateri koli ceni, ki odstopa od razumne. Je motiviran, da proda svoje premoženje za najvišjo ceno, ki jo po ustreznem dogovoru lahko doseže na trgu.

*Premišljen posel:* Je posel na čisti poslovni podlagi med strankama, med katerima ni

določenega ali posebnega razmerja (najemodajalec in najemodajemalec, odvisno in matično podjetje itd.). Takšno razmerje bi lahko povzročilo nastanek cene, ki ni značilna za trg. Stranki sta popolnoma neodvisni.

Ugotavljanje poštene vrednosti ni problematično na trgu s popolno konkurenco, vendar je problem, da tako imenovani trgi s popolno konkurenco dejansko ne obstajajo. To je razlog, da je treba pošteno vrednost obravnavati širše in se ne zgolj ustaviti pri osnovni opredelitvi. Računovodski standardi opredelitev poštene vrednosti podrobneje razčlenjujejo in pojasnjujejo, kaj je mišljeno s pošteno vrednostjo za posamezne potrebe vrednotenja.

V praksi se nekako pojavljajo tri podlage za ugotavljanje poštene vrednosti:

- tržna cena na delujočem trgu;
- ocena, ki temelji na tržnih cenah podobnih sredstev;
- ocena, ki temelji na različnih metodah ocenjevanja.

Zamisel poštene vrednosti predpostavlja praviloma takojšnji posel, ne pa poravnavo v kakem preteklem ali prihodnjem trenutku. Pri merjenju poštene vrednosti torej iščemo ceno, po kateri bi se posel opravil v sedanosti. Podlaga zamisli o merjenju poštene vrednosti je predpostavka, da je podjetje delujoče. To pomeni, da podjetje nima namena ali potrebe, da bi prenehalo poslovati, bistveno zmanjšalo obseg svojega delovanja ali sprejelo posel pod pogoji, ki zanj niso ugodni (Duhovnik, 2004, str. 1).

Po modelu poštene vrednosti se računovodski obračuni lahko pripravijo tako, da se sestavine računovodskih izkazov opredelijo na osnovi prevrednotenih zneskov, ki predstavljajo poštene vrednosti na dan prevrednotenja. Ti zneski se kasneje prav tako zmanjšujejo za pozneje nabrane amortizacije in pozneje nabrane izgube zaradi oslabitve (Duhovnik, 2004, str. 2).

### **3.2. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti**

Vedno hitrejša globalizacija na vseh področjih, predvsem pa na področju naložbenih trgov, je ustvarila potrebo po opredelitvi standardov, ki bi sprotno in pošteno omogočali ocenitev vrednosti premoženja.

Skladno z razmerami so se člani strokovne komisije Kraljevega inštituta pooblaščenih ocenjevalcev in predstavniki organizacij, ki se v ZDA ukvarjajo z ocenjevanjem, v sedemdesetih letih začeli dogovarjati o tem področju. Plod tega dela je bila ustanovitev Mednarodnega sveta za standarde ocenjevanja vrednosti (TIAVSC) leta 1981. Leta 1994 se je svet preimenoval v Svet za Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti (IVSC – Svet za MSOV). Svet je neregistrirana zveza, ki združuje zveze s področja strokovnega ocenjevanja vrednosti z vsega sveta, ki jih zavezuje statut. Ima dva cilja (IVSC, 2003, str. 3):

- oblikovanje in izdajanje standardov ocenjevanja vrednosti za ocenjevanje vrednosti premoženja, ki so v javnem interesu, in za pospeševanje njihovega sprejetja po svetu;
- uskladitev standardov med državami, identifikacija in razkrivanje razlik v izjavah

in/ali načinih uporabe standardov.

Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti predstavljajo sprejeto ali najboljšo prakso v stroki ocenjevanja vrednosti, poznano tudi kot splošno sprejeta načela ocenjevanja vrednosti. Njihov namen je, da se skupaj z nacionalnimi standardi držav članic dopolnjujejo in vzajemno podpirajo. Njihovi cilji so:

- pospeševati mednarodne poslovne dogodke in prispevati k razvoju mednarodnih trgov premoženja s spodbujanjem preglednosti pri računovodskem poročanju in zanesljivosti ocenitev vrednosti, ki so opravljena za zavarovanje posojil in hipotek, za poslovne dogodke, ki vključujejo prenose lastništva, in za poravnave v pravnih sporih ali v davčnih zadevah;
- predstavljati strokovno normo ali kažipot za ocenjevalce vrednosti po svetu in s tem omogočati, da se lahko odzivajo na povpraševanje mednarodnega trga premoženja po zanesljivih ocenitvah vrednosti in izpolnjujejo zahteve računovodskega poročanja globalne poslovne skupnosti;
- zagotavljati standarde ocenjevanja vrednosti in računovodskega poročanja, ki izpolnjujejo potrebe porajajočih se in na novo industrializiranih držav.

Na tem mestu je treba omeniti, da imamo v Sloveniji oblikovane Slovenske poslovnofinančne standarde za ocenjevanje vrednosti, ki predstavljajo nekakšno paralelo mednarodnim standardom.

### **3.3. Metode ocenjevanja vrednosti**

Za določitev vrednosti lahko uporabimo različne ocenjevalne pristope. V nadaljevanju so predstavljeni ocenjevalni pristopi, kot jih predlagajo Slovenski poslovnofinančni standardi (v nadaljevanju SPS) in Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (v nadaljevanju MSOV).

*Slovenski poslovnofinančni standardi za ocenjevanje vrednosti (SPS) predpostavljajo dva pristopa ocenjevanja vrednosti sredstev:*

1. **Administrativni pristop:** Uporabljajo ga predvsem institucije javne uprave. Uporablja se na področju ocenjevanja vrednosti nepremičnin. Na ta način dobimo tako imenovano prometno vrednost nepremičnine.
2. **Tradicionalni pristop:** S takšno ceno dobimo pošteno tržno vrednost, investitorjevo vrednost ali pošteno vrednost.
  - *Poštena tržna vrednost:* Zanj se odločimo, ko ugotovimo, da sta prodajalec in kupec seznanjena z vsemi dejstvi, od katerih je odvisna vrednost nepremičnine, da sta oba enako motivirana, da delujeta s svojimi najboljšimi interesi, da je za izpeljavo kupčije na razpolago dovolj časa ter da na ceno ne vplivajo zunanji dejavniki. Standard poštene tržne vrednosti izberemo takrat, ko moramo oceniti vrednost sredstva, kot bi jo doseglo ob prodaji na trgu (Pšunder, 2002).
  - *Investitorjeva vrednost:* Kupec je v določenih okoliščinah posebej motiviran za nakup določenega sredstva. Takrat je za to sredstvo pripravljen plačati višjo

vrednost, kot bi jo to doseglo na trgu. V tem primeru se pri cenitvi odločimo za standard investitorjeve vrednosti. Opredelimo jo kot pošteno tržno vrednost, povečano za premijo za ugodno lokacijo in sinergijske učinke ter za sedanjo vrednost bodočih donosov zaradi takojšnje uporabe sredstva. Ta način ni primeren za ocenjevanje sredstev za namene računovodskega poročanja, ker gre pri njem vedno za znanega kupca s posebnimi željami in preferencami.

- *Poštena vrednost:* Ta standard uporabimo, kadar prej omenjena standarda ne ustrežata dejanskim okoliščinam. V poštev pride, ko je treba npr. oceniti vrednost sredstva, katerega vrednost ne izraža tržnih razmer, sredstvo pa ni namenjeno znanemu kupcu. Tudi ta standard ni primeren za namene računovodskega poročanja. Izraz poštena vrednost v ocenjevalni stroki se razlikuje od uporabe istega izraza za opredelitev vrednosti v računovodski stroki.

Računovodska opredelitev izraza poštena vrednost je najbližja standardu poštene tržne vrednosti sredstva.

Ločimo tri tradicionalne pristope k ocenjevanju vrednosti sredstev: pristop primerjave prodaj, nabavnovrednostni pristop in pristop donosa. Pristope opredeljujejo Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti.

***Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (MSOV) opredeljujejo dve podlagi za ocenjevanje vrednosti:***

- a) **Na tržnih primerjavah zasnovano ocenjevanje vrednosti:** Vključuje enega ali več načinov ocenjevanja vrednosti z uporabo načela nadomestitve skupaj s podatki, dobljenimi na trgu. Načelo določa, da preudarna oseba ne bi plačala za blago ali storitev več, kot znaša nabavna vrednost enako ustreznega nadomestnega blaga ali storitve, brez dejavnika časa, velikega tveganja ali neprijetnosti. Nižja nabavna vrednost najboljše druge možnosti, če gre za nadomestek ali original, predstavlja podlago za tržno vrednost (Msov, Ivsc, 2003). Ocenjevanje vrednosti na način tržnih primerjav vključuje:

- *Nabavnovrednostni način:* Ta način upošteva možnost, da je kot nadomestek za nakup danega premoženja možno zgraditi drugo premoženje, ki je replika originala ali pa taka, ki daje enako korist. V praksi vključuje ta način tudi oceno zmanjšanja za starejše in/ali manj funkcionalno premoženje, pri katerem ocena nabavne vrednosti nerazumno presega možno ceno, ki bi bila plačana za oceno premoženja. Ta način je najbolj natančen pokazatelj poštene tržne vrednosti sredstva in zaradi tega je ta pristop najustreznejši, kadar je namen ocenjevanja prikaz oziroma vrednotenje postavk opredmetenih osnovnih sredstev v računovodskih izkazih.
- *Način primerljivih prodaj:* Ta način upošteva prodajo podobnega ali nadomestnega premoženja s pomočjo povezanih podatkov o trgu in s

procesu, ki vključuje primerjavo, ugotavlja oceno vrednosti. V praksi se takšno premoženje, ki se ocenjuje, primerja s prodajo podobnega premoženja, ki je bilo opravljeno na prostem trgu. Pri tem se lahko upoštevajo predpisi in ponudbe.

- *Na donosu zasnovan način:* Pri tem načinu se upoštevajo podatki o prihodkih in odhodkih, povezanih s premoženjem, ki se ocenjuje, ter oceni vrednost s postopkom uglavičenja.<sup>4</sup> Uglavičenje povezuje donos (običajno čisti donos) in določeno vrsto vrednosti s pretvorbo zneska donosov v oceno vrednosti. Postopek lahko upošteva neposredne povezave, donos ali diskontne mere, ki izražajo mere donosa naložbe, ali oboje. Ponavadi načelo nadomestitvene vrednosti zahteva, da tok prihodkov, ki daje najvišje donose, enake dani ravni tveganja, vodi do najverjetnejše vrednosti. Na donosu zasnovan način ponuja uporabo več metod vrednotenja, med katerimi so najbolj poznane (Torkar, 2002, str. 5):

1. *metoda kapitalizacije dobička,*
2. *metoda mnogokratnikov,*
3. *metoda diskontiranja denarnih tokov.*

Metoda kapitaliziranja dobička in metoda mnogokratnikov ne upoštevata diskontiranih denarnih tokov v duhu MRS 36. Uporabljata se predvsem za ocenjevanje vrednosti nepremičnin, ki se dajejo v najem. V diplomskem delu je podrobno predstavljena metoda diskontiranih bodočih denarnih tokov.

**b) Ocenjevanje, ki ne temelji na tržnih podlagah.** Zanj je značilno, da se lahko za ocenjevanje uporabljajo podobni načini kot za ocenjevanje na tržnih podlagah, vendar vključujejo drugačne namene od ugotavljanja tržne vrednosti. Takšni primeri so lahko:

- Podjetje lahko uporablja nabavnovrednostni način za primerjavo nabavne vrednosti drugih zgradb z nabavno vrednostjo predlagane zgradbe podjetju, s tem pa potrdi kupčijo ali pribitek, ki povečuje določeno premoženje, ki je v protislovju s trgom na splošno. Predstavljena uporaba je osredotočena na posebno premoženje, ki je lahko netržna nabavna vrednost.
- Lastnik zemljišča lahko plača pribitek za sosednje premoženje. Pri uporabi načina primerljivih prodaj za določanje maksimalne cene, ki jo je lastnik pripravljen plačati za sosednje zemljišče, lahko znesek, ki ga je postavil ocenjevalec, presega njegovo tržno vrednost. Takšno vrednost lahko imenujemo posebna vrednost za kupca.
- Naložbenik lahko uporabi mero donosa, ki je netržna in posebna samo za tega naložbenika. Pri uporabi na donosu zasnovanega načina za določanje cene, ki jo je naložbenik pripravljen plačati za določeno vlaganje in ki

---

<sup>4</sup> Kapitalizacije.

temelji na naložbenikovi pričakovani meri donosa, ocenjevalec vrednosti prej izračuna oceno vrednosti za naložbenika kot pa tržno vrednost.

*Zmanjšana nadomestitvena vrednost:* ta metoda se uporablja za ugotavljanje nadomestka za tržno vrednost specializiranega premoženja. Običajno se uporablja pri ocenjevanju vrednosti situacije, ki vključuje premoženje, za katero ni nobenih takoj razpoložljivih ali drugače odvisnih tržnih podatkov, nujnih za ocenjevanje vrednosti pri opredelitvi tržne vrednosti.

### **Na sredstvih zasnovan način vrednotenja**

Na tem mestu moram omeniti tudi na sredstvih zasnovan način vrednotenja. Metoda se uporablja predvsem za ocenjevanje vrednosti podjetij, vendar menim, da ji je treba v tem diplomskem delu nameniti določeno pozornost. To pa zaradi dejstva, ker je v nadaljevanju predstavljeno vrednotenje najmanjše denar ustvarjajoče enote v trgovini na drobno, ki jo predstavlja posamezna trgovina. Ta je v večji meri vodena kot manjše podjetje.

Metoda temelji na načelu substitucije, po katerem kupec za določeno premoženje ne plača več od stroška postavitve premoženja z enako uporabnostjo. S to metodo prilagodimo vsa materialna in nematerialna sredstva in obveznosti na tržno vrednost. Razlika med ocenjenimi sredstvi in obveznostmi predstavlja vrednost lastniškega kapitala podjetja.

To metodo lahko za potrebe ocenjevanja vrednosti sredstev uporabimo na ta način, da upoštevamo le njen prvi del. Če nas zanima lastniški delež posamezne enote,<sup>5</sup> lahko uporabimo metodo v njeni celotni obliki.

#### **3.3.1. Na donosu zasnovana metoda vrednotenja**

Na donosu zasnovan pristop temelji na predpostavki, da je sredstvo vredno toliko, kolikor koristi bo prinašalo v prihodnosti (Pšunder, 2002a, str. 9). Vrednost sredstva je opredeljena kot sedanja vrednost pričakovanega bodočega niza donosov, ki bodo izvirali iz uporabe sredstva.

#### **3.3.2. Metoda diskontiranih bodočih denarnih tokov**

Čisti denarni tok denar ustvarjajoče enote lahko opredelimo kot čisti denarni tok po neposrednem načinu, ki predstavlja razliko med prejemki iz prihodkov v opazovanem obdobju in izdatki iz odhodkov v opazovanem obdobju. Če osnovno enačbo konkretiziramo, je enačba za izračun čistega denarnega toka poslovne enote naslednja (Turk, 1999, str. 478):

$$\begin{aligned} & \text{Prejemki iz prihodkov} \\ & - \text{izdatki za material} \\ & - \text{izdatki za plače} \\ & - \text{izdatki za stroške storitev} \\ & = \text{čisti denarni tok} \end{aligned}$$

---

<sup>5</sup> Če podjetje prevzema lastnino drugega podjetja.

Denarni tok denar ustvarjajoče enote, poslovne enote, kot jo vrednotim v diplomskem delu, je opredeljen kot prosti denarni tok (angl. free cash flow), ki je opredeljen kot denarni tok, ustvarjen iz osnovne dejavnosti družbe, ki je lastnica poslovne enote, zmanjšan za nujne investicije v poslovno enoto (Koller, 2005, str. 61). Natančnejši izračun prostega denarnega toka denar ustvarjajoče enote je predstavljen v poglavju 4.3., kjer je predstavljeno vrednotenje denar ustvarjajoče enote podjetja Mercator.

Metoda diskontiranja bodočih denarnih tokov se uporablja pri določanju vrednosti v uporabi, kar je v skladu z MRS 36. Vrednost v uporabi se po MRS uporablja le pri preverjanju obstoja slabitve, medtem ko se pri vrednotenju sredstev po prevrednotenih zneskih ne uporablja. MSOV opredeljujejo vrednost v uporabi kot netržno vrednost.

Metoda diskontiranega denarnega toka je tehnika finančnega modeliranja, zasnovana na jasnih predpostavkah glede na predvidene prihodke in odhodke premoženja ali podjetja (MSOV, 2003, str. 313). Te predpostavke se nanašajo na količino, kakovost, spremenljivost, časovno opredelitev ter trajanje pritokov in odtokov, ki so diskontirani na današnjo vrednost. Ocenjevanje vrednosti, zasnovano na tej podlagi, je povezano s proučevanjem dejanskih vrednosti in predpostavk o prihodnjih tržnih okoliščinah, ki vplivajo na ponudbo, povpraševanje, prihodke, odhodke in možna tveganja. Te predpostavke so temelj možnih prihodnjih donosov premoženja ali podjetja, na katere so projicirani modeli njihovih pritokov in odtokov.

### **3.3.3. Povezava metode diskontiranega denarnega toka z računovodskimi standardi**

Metoda diskontiranja bodočih denarnih tokov se uporablja za določanje vrednosti v uporabi, kar je v skladu z MRS 36. Diskontiranje je običajen postopek, ki ga uporabljajo računovodje pri obravnavanju časovne vrednosti denarja.

MRS 36 določa postopke diskontiranja bodočih denarnih tokov pri ocenjevanju vrednosti sredstva v uporabi. Po standardu 36.26 obsega ocenjevanje vrednosti dva koraka:

- ocenitev prihodnjih denarnih pritokov in odtokov, ki bodo izhajali iz nadaljnje uporabe sredstva in iz njegove končne odtujitve;
- uporabo ustrezne diskontne mere pri teh prihodnjih denarnih tokovih.

V MRS 36.48 je opredeljeno, da je diskontna mera tista mera pred obdavčitvijo, ki kaže sprotne tržne ocene časovne vrednosti denarja in tveganja, značilna za sredstvo. Vendar diskontna mera ne sme kazati tveganj, za katera so že bile prilagojene prihodnje ocene denarnega toka. Druge mere dobička ali denarnega toka je mogoče uporabljati, dokler je diskontna mera/-e ustrezno soočena s tokovi donosa/-ov. Določitev ustrezne diskontne mere je izredno zahtevna naloga.

### 3.3.4. Predstavitev poteka vrednotenja na donosu zasnovanega načina: metoda diskontiranja

V ekonomski teoriji je metoda diskontiranja najprimernejši način ocenjevanja vrednosti vsake naložbe (Praznik, 2004, str. 69).

Kot sem predstavil že v predhodnih poglavjih, so podlaga za vrednotenje prihodnji donosi, ki bodo izhajali iz sredstev-skupine sredstev. Pri tem se donose diskontira na današnje obdobje z ustrezno diskontno mero. Za uspešno modeliranje morata torej biti izpolnjeni naslednji postavki:

- treba je imeti izdelano projekcijo zneskov pričakovanih donosov v določenih časovnih intervalih;
- določiti je treba diskontno mero, ki izraža strošek kapitala.

Pri uporabi metode diskontiranja prihodnjih denarnih tokov se v praksi pojavljajo določeni problemi:

- nezanesljivost napovedanih donosov;
- odločitev o ustreznem številu let napovedi, preden se oceni preostalo vrednost;
- negotovost glede izbire osnove za ekonomski donos, ki je predmet projekcije;
- izbira diskontne mere;
- kolikokrat letno predvidevati donos.

Kot kategorijo diskontiranja uporabljamo tako imenovani ekonomski donos, to je običajno čisti denarni tok.

Za določitev vrednosti sredstev, denar ustvarjajočih enot in tudi podjetij je treba model vrednotenja razdeliti na dva dela, ki skupaj določata vrednost ocenjevanega subjekta, izhajajočo iz vrednosti prihodnjih, pričakovanih denarnih tokov, kot to ponazarja formula (Koller, 2005, str. 271):

$$\text{Vrednost vrednotene enote} = \text{Sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov v obdobju planskih let} + \text{Sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov po planiranem obdobju}$$

Prvi člen enačbe predstavlja sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov vrednotene poslovne enote, ki jih podjetje planira v prihodnjih letih. Ti denarni tokovi izvirajo iz planskih rezultatov za posamezno enoto. Drugi člen formule predstavlja pričakovani denarni tok poslovne enote, ki ga bo le-ta ustvarjala po preteku planskega obdobja. Upošteva se določena stopnja rasti denarnega toka, za isto stopnjo pa se korigira tudi diskontna stopnja.

#### 3.3.4.1. Potek vrednotenja z uporabo donosnostne metode

Neto sedanja vrednost je vsota sedanjih vrednosti diskontiranih bodočih denarnih tokov.

Izračuna se po formuli:

$$NSV = DT_n / (1+k)^n \quad [1]$$

$DT_n$ : predstavlja pričakovani denarni tok v obdobju  $n$

$k$ : predstavlja pričakovano diskontno mero

Pri oceni sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov predvidevam, da naložba traja v teoretično neskončnost. Napoved denarnega toka je izdelana za omejeno obdobje v bodočnosti, ki predstavlja možnost predvidevanja oziroma vključuje zaključen cikel podjetja (običajno od tri do deset let). Sedanjo vrednost po tem obdobju določimo z izračunom preostale vrednosti, ki jo diskontiramo upoštevajoč število let konkretne napovedi. Pri izračunu preostale vrednosti uporabim *metodo kapitalizacije*, pri čemer vse spremembe v pričakovanih bodočih donosih opredelim s stopnjo rasti normaliziranega donosa v prihodnosti in jih delim z diskontno stopnjo, ki sem ji odštel stopnjo rasti (Gordonov model).

**Metoda kapitalizacije donosov:** Glavna razlika med metodo diskontiranja in metodo kapitalizacije je v tem, da pri diskontiranju vse pričakovane bodoče donose z diskontno mero spremenimo v sedanjo vrednost denar ustvarjajoče enote, medtem ko pri metodi kapitalizacije le en normaliziran bodoči donos pomnožimo z mero kapitalizacije in tako dobimo sedanjo vrednost denar ustvarjajoče enote.

Z metodo kapitalizacije vse spremembe v pričakovanih bodočih donosih zajamemo v stopnji kapitalizacije (v imenovalcu) in ne v specifičnih napovedih donosov (v števcu), kot je to pri metodi diskontiranja. Spremembe donosov opredelimo s stopnjo rasti, ki jo odštejemo od diskontne mere (Gordonov model:  $c=k-g$ ; pri čemer je  $c$  stopnja kapitalizacije,  $k$  diskontna mera in  $g$  stopnja rasti).

Sedanjo vrednost izračunamo po formuli:

$$NSV = \frac{NDT_0(1+g)}{k-g} \quad [2]$$

$g$ : predstavlja pričakovano stopnjo rasti

**Gordonov model** najpogosteje uporabljamo v kombinaciji z metodo diskontiranja bodočih donosov, in sicer pri ocenjevanju preostale vrednosti, ko denarnega toka v bolj oddaljeni prihodnosti ni mogoče natančneje napovedati. Takrat uporabimo metodo kapitalizacije, s katero skušamo oceniti preostalo vrednost denar ustvarjajoče enote, ki jo nato diskontiramo na enak način kot denarne tokove, ki smo jih lahko ocenili bolj natančno. Formula za izračun sedanje vrednosti po tem postopku je naslednja:

$$NSV = \frac{NDT_1}{(1+k)} + \frac{NDT_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+k)^n} + \frac{NDT_n(1+g)}{(1+k)^n} \quad [3]$$

Metoda kapitalizacije je dokaj enostavna za uporabo in razumevanje, zato jo investitorji uporabljajo pogosto. Precej poenostavlja metodo diskontiranja, saj ne zahteva dolgoročnih napovedi in projekcij donosov. Predvideva namreč stabilnost poslovanja v prihodnosti, čeprav je realnost pogosto drugačna (Praznik, 2004, str. 77).

Ocenenje prihodnjih denarnih tokov je relativno enostavna, vendar se je treba zavedati, da je zelo odvisna od subjektivne ocene ocenjevalca. V veliko pomoč so lahko ocenjevalcu plani in ocene poslovanja, ki jih pripravlja podjetje za prihodnja leta. Večji problem predstavlja določitev diskontne mere. Diskontna mera mora biti ocenjena stopnja donosa, ki se pričakuje za enako tvegano naložbo na trgu in predstavlja stopnjo donosa pred obdavčitvijo. To pomeni, da je sredstvo oslABLJENO, če bo prinašalo donos, ki bo manjši od trenutnega donosa na trgu. Povečanje obrestnih mer na trgu lahko povzroči zmanjšanje vrednosti sredstev, čeprav ta ustvarjajo enake denarne tokove. Slika je obratna, če se obrestne mere na trgu znižajo. Obrestne mere lahko na trgu nihajo, diskontna mera, ki se uporablja za določanje vrednosti v uporabi, pa mora biti dolgoročnejša in stabilna. MRS 36 obenem določa, da obdobje, za katero se ocenjujejo denarni tokovi, ne sme biti daljše od petih let.

### 3.3.4.2. Opredelitev diskontne stopnje

Pri vrednotenju z uporabo donosnostne metode je zelo pomembna izbira diskontne stopnje. Zato je to poglavje v celoti namenjeno načinu določitve in izračuna diskontne mere.

Pri opredelitvi diskontne mere je MRS 36 dokaj nejasen in na nekaterih mestih celo protisloven. Pri določanju diskontne mere predlaga predvsem tržni pristop na podlagi tehtanih stroškov kapitala (WACC) primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi.<sup>6</sup> Ko se diskontne mere ne da pridobiti neposredno na trgu, MRS 36 priporoča uporabo nadomestkov:

- tehtane povprečne stroške kapitala v podjetju, ugotovljene z uporabo metod, kot je npr. model ocenjevanja dolgoročnih sredstev – model CAPM;
- mere pri dodatnem izposojanju v podjetju;
- druge tržne mere izposojanja.

V nadaljevanju je predstavljena določitev diskontne mere s pomočjo modela ocenjevanja dolgoročnih sredstev.

Strošek kapitala je pričakovana mera donosa, ki jo zahteva trg za vlaganja v določeno naložbo. Sestavljen je iz mere donosa netvegane naložbe in tveganja. Določa ga konkurenčna mera donosa, ker predstavlja oportunitetni strošek vezave denarja na trgu primerljivih naložb. Najpomembnejša komponenta primerljivosti je tveganje v povezavi z donosom. Tveganje je

<sup>6</sup> Zaradi majhnosti slovenskega trga in majhnega števila podjetij, ki kotirajo na borzi, je tak pristop za večino slovenskih podjetij neprimeren.

stopnja zanesljivosti, da bo investitor realiziral pričakovan donos v določenem času. Kadar se racionalen investitor odloča o dveh alternativnih naložbah, ki imata enako pričakovano mero donosa v prihodnosti, se bo odločil za tisto, ki ima nižjo stopnjo tveganja. Da bi se odločil za naložbo z višjim tveganjem, zahteva ustrezno višji donos. Iz tega izhaja konceptualna razčlemba zahtevane mere donosa na dva dela, in sicer na netvegano mero donosa, ki je običajno enaka donosu državnih vrednostnih papirjev, kot najbolj varne naložbene možnosti in predstavlja skupaj s pričakovano inflacijo tako imenovano časovno vrednost denarja ter na pribitek za tveganje.

Vsaka komponenta kapitalske strukture podjetja ima strošek kapitala, združeno povprečje stroškov pa je tehtani povprečni strošek celotnega kapitala (WACC). Če ocenjujemo čisti denarni tok lastniškega kapitala denar ustvarjajoče enote, je diskontna mera, s katero preračunamo denarni tok na sedanjo vrednost, strošek lastniškega kapitala, določen z modelom ocenjevanja dolgoročnih stroškov (CAPM), prilagojen za državna tveganja, majhnost podjetja in oceno posebnih tveganj podjetja, če le-ta niso že vključena v oceno čistega denarnega toka.

### **Strošek lastniškega kapitala**

Model CAPM je najpogosteje uporabljen model za določanje stroška lastniškega kapitala. Je verjetno eden izmed empirično najbolj obširno testiranih modelov in večina testov kaže, da je CAMP uporaben model, ki zadovoljivo pojasnjuje dejanske razmere na trgu (Mramor, 2000, str. 99).

Model ocenjevanja dolgoročnih stroškov (model CAPM) temelji na naslednjih ključnih predpostavkah:

- naložbeniki so nenaklonjeni tveganju (to pomeni, da za vsako povečanje tveganja pričakujejo dodatno povečan donos, da bi se odločili vlagati v bolj tvegano naložbo);
- racionalni naložbeniki težijo k popolnoma razpršenemu portfelju naložb;
- vsi naložbeniki imajo v mislih identično časovno komponento (to pomeni, da v splošnem pričakujejo neskončno časovno komponento za naložbe);
- vsi naložbeniki imajo identična in razumna pričakovanja glede pričakovanih mer donosa in kako se kreirajo diskontne mere;
- transakcijski stroški ne obstajajo (CAPM ignorira transakcijske stroške);
- davčne stopnje za individualnega naložbenika ne obstajajo (vse specifične davčne obveznosti za investitorja CAPM ignorira, upošteva le davek na dobiček podjetja);
- obrestna mera posojenega denarja je enaka strošku izposoje denarja;
- trg je popolnoma pregleden in likviden (naložbeniki lahko nemoteno kupujejo ali prodajajo kakršen koli delež želijo).

CAPM temelji na izhodišču, da investitor zahteva tem višji donos naložbe v lastniški kapital, čim višje je tveganje naložbe v primerjavi z netvegano naložbo, kot je npr. državna obveznica. CAPM meri zahtevano mero donosa z uporabo treh elementov: netvegane mere donosa, koeficienta beta in pribitka za kapitalsko tveganje.

$$R = R_f + \beta * (R_t - R_f) \quad [4]$$

R: zahtevana mera donosa lastniškega kapitala posameznega podjetja

R<sub>f</sub>: netvegana mera donosa

B: beta

R<sub>t</sub>: mera donosa lastniškega kapitala povprečnega podjetja (trga)

### **Netvegana mera donosa**

Netvegana mera donosa običajno temelji na meri donosa dolgoročnih državnih obveznic. Ti vrednostni papirji se uporabljajo zato, ker imajo zelo nizko tveganje izostanka plačil, so visoko unovčljivi in vključujejo pribitek za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Dolgoročne državne obveznice se kot osnova za določanje netvegane mere donosa uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v katerem investitorji posedujejo svoje lastniške naložbe, poleg tega pa tudi statistični izkazi pribitka za kapitalsko tveganje, ki jih prikazuje Ibbotson Associates, temeljijo na merah donosa dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev.

### **Mera tveganja – koeficient $\beta$ (beta)**

Teorija kapitalskega trga deli pribitek za tveganje na dva dela: splošno in posebno tveganje. Splošno tveganje je negotovost realizacije bodočih donosov, ki izhaja iz dejavnikov, ki učinkujejo na vsa podjetja v gospodarstvu enako (ukrepi makroekonomske politike, ciklično gibanje gospodarstva, zunanji šoki itd). Posamezen naložbenik se temu tveganju ne more izogniti z razpršitvijo svojih naložb oziroma portfelja. Posebno tveganje pa določajo dejavniki, specifični za posamezno podjetje oziroma panogo (možnosti stavk, tveganost nabavnih in prodajnih trgov, diverzificiranost proizvodnje, sposobnost vodstva itd.), ki se mu lahko naložbenik izogne tako, da razprši svoj portfelj naložb (delnic). Na tej ugotovitvi temelji CAPM, ki pokaže, da je ob določenih predpostavkah pribitek za kapitalsko tveganje funkcija splošnega tveganja, medtem ko posebno tveganje ni relevantno prav zato, ker se mu je mogoče izogniti z razpršitvijo portfelja posameznega naložbenika.

Mera splošnega tveganja v modelu CAPM je koeficient *beta*. Koeficient beta tržnega premoženja je tehtana aritmetična sredina bet posameznih tveganih naložb, ki ga sestavljajo (Mramor, 2000, str. 98). Izraža odnos med variabilnostjo mere donosnosti lastniškega kapitala posameznega podjetja in mere donosnosti lastniškega kapitala celotnega trga, izračunan pa je kot količnik kovariance med obema spremenljivkama in variance mere donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja. Če je njena vrednost večja od 1, je naložba v lastniški kapital določenega podjetja bolj tvegana kot v povprečno podjetje, in obratno, če je beta manjša od 1.

Podjetje z beto v višini 1,2 npr. lahko pričakuje, da se bo cena delnice povečala za 20 % hitreje kot cena delnic celotnega trga, vendar bo tudi padla za 20 % hitreje, ko bodo tržne cene delnic v upadanju.

Posebno tveganje se nanaša na specifične finančne in poslovne značilnosti posameznega podjetja. To tveganje delimo na poslovno in finančno. Poslovno tveganje pomeni negotovost glede doseganja pričakovanih donosov iz poslovanja (izraža se z variabilnostjo dobička iz poslovanja), finančno tveganje pa je povezano z zadolženostjo oziroma finančnim vzvodom podjetja. Finančni vzvod namreč vnaša dodatno variabilnost celotnega dobička zaradi fiksnega značaja odhodkov za obresti. Posebno tveganje v diskontni meri upoštevamo tako, da zahtevani meri donosa, določeni po CAPM, dodamo pribitek za specifično tveganje posameznega podjetja.

### **Pribitek za kapitalsko tveganje**

Izraz  $(R_t - R_f)$  (iz enačbe št. 4) pomeni pribitek za kapitalsko tveganje, ki ga zahtevajo naložbeniki za vlaganje v lastniški kapital. Pribitek za kapitalsko tveganje se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med mero donosa določene standardne košare navadnih delnic ter netvegane mere donosa. Pri tem je treba upoštevati tudi dejstvo, da se pribitek za kapitalsko tveganje nanaša na manjšinske lastniške deleže (lastnik navadne delnice nima vpliva na poslovno politiko podjetja) in da je delnico, ki kotira na borzi, v normalnih razmerah mogoče takoj prodati. Trg priznava določen pribitek za unovčljivost oziroma zahteva odbitek za pomanjkanje prodajljivosti lastniških deležev v zaprtih podjetjih v primerjavi z delnicami podjetij, ki kotirajo na borzi.

## **4. OPREDELITEV IN VREDNOTENJE NAJMANJŠE DENAR USTVARJAJOČE ENOTE V SKUPINI MERCATOR**

### **4.1. Predstavitev Skupine Mercator**

Celotno ime podjetja Mercator, d. d., je Poslovni sistem Mercator, d. d. Svojo dejavnost ima opredeljeno v dejavnosti, klasificirani pod G52.110, to je trgovina na drobno v nespecializiranih prodajalnah z živili.

31. 12. 2005 so Skupino Mercator, s katero se označuje skupina povezanih podjetij Poslovnega sistema Mercator, d. d., sestavljali:

- na domačem trgu: Mercator – SVS, d. d.; Emona Maximarket, d. d.; Alpkomerc Tolmin, d. d.; M – modna hiša, d. o. o., Savski otok, d. o. o.;
- novi trgi: Mercator – H, d. o. o., Era Tornado, d. o. o., Trgohit, d. o. o., ; Mercator – S, d. o. o., M-BH, d. o. o., Mercator Makedonija, d. o. o.;
- netrgovina: Pekarna Grosuplje, d. d.; Belpana, d. o. o.; Eta, d. d.; Mercator Emba, d. d.; Mercator Optima, d. o. o.; M hotel, d. o. o.

V letu 2005 so se matični družbi Poslovni sistem Mercator, d. d., pripojili Živila, Mercator Dolenjska in Mercator Goriška.

Skupino Mercator sestavljajo trgovinske in netrgovinske družbe v industrijski, gostinski in storitveni dejavnosti. Poslovni sistem Mercator, d. d., je obvladujoča družba povezanih podjetij in ima dvojno nalogo:

- opravlja trgovinsko dejavnost v osrednji Sloveniji, na Gorenjskem in na Obali;
- izvaja različne koncernske naloge za družbe v skupini, v katerih ima večinski lastniški delež: oblikuje centralno nabavno in prodajno politiko, izvaja strateško in produktno trženje za trgovinske družbe, skrbi za razvojne in naložbene aktivnosti, za informacijsko podporo, za izobraževanje zaposlenecv v vseh družbah v skupini ter za poenotenje poslovnih procesov.

Najpomembnejša in najobsežnejša dejavnost Skupine Mercator je trgovina na debelo in na drobno z izdelki široke porabe. Značilnost trgovinske dejavnosti je široka razvejanost prodajne mreže s številnimi prodajnimi formati, ki zajemajo nakupovalne centre, hipermarkete, supermarkete, sosedske prodajalne, prodajalne udobja, diskonte Hura, spletno trgovino in specializirane prodajalne tehničnega programa, programa tekstila, lepote in športnega programa.

Mercator, d. d., je ena največjih in najuspešnejših trgovinskih verig v jugovzhodni Evropi ter vodilna trgovinska veriga v Sloveniji, vedno bolj pa se uveljavlja tudi na trgih Hrvaške, Bosne in Hercegovine ter Srbije in Črne gore. V letu 2005 je izvedla tudi prodor na makedonski trg.

Trgovinski del Skupine Mercator sestavlja tudi družba, specializirana za prodajo tekstila – Mercator modna hiša, d. o. o. Le-ta posluje od leta 2001 dalje kot specializirana tekstilna veriga, v kateri potekata dejavnost malo- in veleprodaje s tekstilnim blagom v Sloveniji.

Skupino Mercator sestavljajo tudi netrgovinske družbe, ki opravljajo dejavnosti proizvodnje, hotelirstva in storitev. Pekarna Grosuplje, d. d., je v peki kruha in pekarskega peciva vodilna v Sloveniji, v njeni 100-odstotni lasti je Belpana, d. o. o., Zagreb, ki proizvaja kruh in pekarsko pecivo na Hrvaškem. Eta, d. d., proizvaja sterilizirane in pasterizirane vrtnine, gorčico in različne prelive, ukvarja se tudi s predelavo sadja, proizvodnjo kompotov, sadnih koncentratov in zamrznjenega programa. Mercator Emba, d. d., se ukvarja s predelavo in pakiranjem kave, proizvodnjo kakavovih instantnih izdelkov, desertnih prelivov, izdelkov iz žitaric ter pakiranjem drugih izdelkov. Mercator Optima, d. o. o., opravlja dejavnost inženiringa in projektiranja ter je tesno povezana z naložbenimi aktivnostmi Skupine Mercator. V M hotelu, d. o. o., je zajeta gostinsko-hotelirska dejavnost.

Tržni delež Mercatorja, d. d., na področju prodaje izdelkov vsakdanje rabe znaša na slovenskem trgu 45,5 %.

31. 12. 2005 je bilo v sestavi Skupine Mercator 1.216 maloprodajnih enot, od tega 165 franšiznih prodajaln.

Računovodski izkazi Mercatorja, d. d., so prikazani v prilogi št. 1. in št. 2.

#### **4.2. Najmanjša denar ustvarjajoča enota v Mercatorju, d. d.**

Mercator, d. d., pri svojem poslovanju sledi smernicam in zahtevam MSRP, kar pomeni, da ima večji del svojih sredstev oblikovanih v tako imenovane najmanjše denar ustvarjajoče enote. Pri oblikovanju le-teh se opira na dejstva, ki sem jih opisal v poglavju 2.3. Enoto mu tako predstavlja posamezna prodajalna oziroma prodajni center.

V Mercatorju se s področjem denar ustvarjajočih enot ukvarja služba za strateški kontroling, ki sodi v sektor kontrolinga. V službi se ukvarjajo s spremljanjem dogajanja na posameznih poslovnih enotah, s planiranjem na ravni prodajaln in izdelavo analiz poslovanja za posamezne skupine poslovalnic. Predstavitev modela vrednotenja z uporabo donosnostne metode v poglavju 4.3. v celoti temelji na podatkih, ki jih je posredovala služba strateškega kontrolinga.

V Mercatorju se je v zadnjem obdobju oblikovala tudi nova služba, imenovana služba za spremljanje ekonomike investicij, katere poglavitna naloga je spremljanje poslovanja že obstoječih poslovnih objektov – poslovalnic – ter izdelava investicijskih elaboratov in spremljanje izvajanja le-teh na novih investicijah.

#### **4.3. Vrednotenje najmanjše denar ustvarjajoče enote v Skupini Mercator z uporabo donosnostnega načina**

Na podlagi podatkov, pridobljenih v službi strateškega kontrolinga v sektorju kontrolinga Mercatorja, d. d., je v nadaljevanju predstavljen način vrednotenja najmanjše denar ustvarjajoče enote podjetja (to je prodajalne) z uporabo donosnostnega načina.

Po MSRP in Mednarodnih standardih vrednotenja vrednotenje temelji na diskontiranju bodočih denarnih tokov, izhajajočih iz osnovne dejavnosti enote. Projekcija je opravljena na razponu petih let, zadnje leto pa služi za projekcijo v neskončnost, z uporabo Gordonovega modela. Pri določitvi diskontnega faktorja nisem upošteval davčne stopnje, ta zahteva je namreč postavljena v MRS 36. Standard zahteva, da diskontna mera predstavlja mero pred obdavčitvijo.

Vrednotenje sem izvedel 31. 12. 2005, saj predpostavljam, da celoletni podatki poslovanja natančneje odražajo dejansko stanje poslovne enote kot podatki, zajeti med poslovnim letom.

##### **4.3.1. Oblika podatkov**

Posamezna denar ustvarjajoča enota (v nadaljevanju poslovalnica) Mercatorja, d. d., mora mesečno posredovati podatke o svojem poslovanju. Podatki se zbirajo v službi strateškega

kontrolinga z uporabo tabel, imenovanih Poslovni obračun organizacijske enote (v nadaljevanju POOE). Tabela zajema celotne podatke poslovanja posamezne poslovalnice: od prihodkov, stroškov, investicij itd. Tabela 1 prikazuje izgled POOE v nekoliko strnjeni obliki.

Tabela 1: Poslovni obračun organizacijske enote

ENOTA: xxxxx	v SIT
	Obdobje: xxxx
<b>BRUTO PROMET</b>	
Prihodki od prodaje blaga in materiala brez casascntov in nak. danih popustov	
Prihodki od prodaje proizvodov in storitev brez casascntov	
Naknadna znižanja prihodkov	
<b>ČISTI PRIHODKI IZ DEJAVNOSTI</b>	
Proizvajalni stroški prodanih poslovnih učinkov	
Nabavna vrednost prodanega blaga brez casascntov in popustov	
NVPB brez kala, loma ,odpisov in inventurnih razlik	
Naknadna znižanja NVPB	
Drugi poslovni odhodki	
<b>STROŠKI PRODANIH KOLIČIN</b>	
Skupaj razlika v ceni (interna in eksterna)	
<b>KOSMATI DOBIČEK</b>	
Drugi poslovni prihodki	
<b>STROŠKI DELA</b>	
Redni stroški dela	
Izredni stroški dela	
<b>STROŠKI MATERIALA</b>	
<b>STROŠKI STORITEV</b>	
Stroški intelektual.in osebnih stor.	
Stroški drugih storitev	
<b>STROŠKI AMORTIZACIJE</b>	
<b>STROŠKI REZERVACIJ</b>	
<b>DRUGI STROŠKI</b>	
<b>PREVREDNOTOVALNI POSLOVNI ODHODKI</b>	
<b>SKUPAJ STROŠKI (BREZ STROŠKOV PRODANIH KOLIČIN)</b>	
<b>POOE IZ POSLOVANJA</b>	
<b>IZREDNI PRIHODKI</b>	
<b>IZREDNI ODHODKI</b>	
<b>POOE</b>	

Vir: Poslovni sistem Mercator, d. d.

#### 4.3.2. Določitev diskontne stopnje

O pribitku za kapitalsko tveganje, o beti primerljivih podjetij in o drugih relevantnih podatkih za izračun diskontne mere ni mogoče nikjer pridobiti tako kakovostnih podatkov kot v ZDA, ki zaradi velikosti in razvitosti trga kapitala edine zagotavljajo dovolj kakovostno osnovo ter statistične podatke in informacije za uporabo CAPM. Zato predvsem v zadnjem času ocenjevalci za izračun diskontne mere v drugih državah najprej uporabijo ameriške statistične podatke in na teh podatkih opredelijo tako imenovano temeljno diskontno mero za dejavnost, v kateri deluje podjetje, ki ga ocenjujejo, in nato opravijo potrebne uskladitve.

#### Netvegana mera donosa

Netvegana mera donosa običajno temelji na kratkoročnih (30 dni), srednjeročnih (5 let) ali

dolgoročnih (10 do 30 let) donosih do dospelja ameriških državnih obveznic. Običajno se uporabijo dolgoročni papirji, ker se skladajo z dolgoročnim značajem investicij v lastniški kapital in ker so podvrženi manjšim nihanjem kot kratkoročni vrednostni papirji. Zato sem izbral ameriško 10-letno državno obveznico, katere nominalni donos do dospelja 31. 12. 2005 je znašal 4,53 % (The Economist: Money and interest rates, december 2005, str. 97). Da bi dobil realno netvegano mero, sem upošteval napovedano inflacijo za ZDA za leto 2005, ki je bila 31. 12. 2005 ocenjena na 3,3 % (The Economist: Prices and wages, december 2005, str. 96). Tako sem prišel do realne netvegane mere donosa v višini 1,01 %.

### **Koeficient beta**

Za koeficient beta brez zadolženosti sem vzel beto brez zadolženosti trgovske panoge v ZDA iz podatkov, dosegljivih na spletni strani Damodaran Online, veljavno 31. 12. 2005 (www.damodaran.com). Beta brez zadolženosti, ponderirana glede na strukturo prodaje, znaša 0,81.<sup>7</sup> Izbrano beto brez zadolženosti sem prilagodil za stopnjo zadolženosti, tako da sem upošteval ciljno sestavo celotnega kapitala. Za izračun uporabim naslednjo formulo:

$$\beta_l = \beta_u [1 + (1 - t)(W_d / W_e)]$$

kjer je:

$\beta_l$  = beta, ki jo iščemo za naš namen

$\beta_u$  = beta brez zadolženosti (angl. unlevered) obeh panog (0,81)

t = zakonsko določena davčna stopnja (25 %), vendar jo pri izračunu ne upoštevamo

$W_d$  = odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja, upoštevajoč sestavo celotnega kapitala (14,81 %)

$W_e$  = odstotek lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja, upoštevajoč sestavo kapitala (85,19 %)

Ciljno razmerje med dolgom in kapitalom (D/E ratio) za Mercator, d. d., sem določil z uporabo podatkov publikacije Damodaran, ki za dejavnost ponderirano znaša 17,38 % (dolg/lastniški kapital) (www.damodaran.com).

Izračunana beta za Poslovni sistem Mercator, d. d., znaša 0,95 %.

### **Pribitek za kapitalno tveganje**

Najobičajnejši način določanja pribitka za kapitalno tveganje je na osnovi zgodovinskih podatkov. Pribitki po CAPM se izračunajo na zgodovinskih podatkih o razlikah med povprečnim donosom delnic S&P 500 in povprečnim donosom netveganih vrednostnih papirjev. Najbolj natančne in za najdaljše obdobje izračunane podatke o pribitkih za kapitalno tveganje najdemo v publikaciji Ibbotson Associates: Stocks, Bonds, Bills and Inflation, Valuation Edition, 2005 Yearbook (Ibbotson Associates, 2005, str. 71). Če

<sup>7</sup> Ponderirana glede na delež vele- in maloprodaje.

upoštevamo dolgoročno (obdobje 1926–2003) aritmetično povprečje donosov delnic, dobimo pribitek za kapitalsko tveganje v višini 7,17 % (www.ibbotson.com).

### **Izračun temeljne diskontne mere na osnovi CAPM**

Podatke, ki sem jih opredelil v prejšnjih korakih, vnesem v obrazec CAPM in dobim temeljno diskontno mero v višini:

$$R = 1,01 \% + 0,95 * 7,17\% = 7,82 \%$$

### **Prilagoditev temeljne diskontne mere za državne specifične dejavnike**

Na ameriških podatkih temelječa diskontna mera zahteva prilagoditve s specifičnimi dejavniki, ki veljajo za Slovenijo, kot so razlike donosov dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev, valutna tveganja in državna tveganja.

Za ugotavljanje razlik v donosih dolgoročnih vrednostnih papirjev sem primerjal donos 5-letne republiške obveznice RS 60, nominirane v evrih, na dan 31. 12. 2005, z zgoraj že omenjenim donosom 10-letne državne obveznice ZDA. Realni donos do dospelosti 31. 12. 2005 za obveznico RS 60<sup>8</sup> je znašal 1,01 %. Razlika v donosu do ameriške državne obveznice tako znaša 0,009 %.

Za določitev državnega tveganja sem uporabil Damodaran Online. Na podlagi podatkov, pridobljenih iz publikacije Damodarana, sem določil pribitek za državno tveganje v višini 1,05 % (www.damodaran.com).

Temeljno diskontno mero sem prilagodil za državne specifične dejavnike z njenim povečanjem za 1,05 % (razlika v donosu državne obveznice v višini 0,009 % plus pribitek za državno tveganje v višini 1,05 %).

Na ta način sem določil realno zahtevano mero donosa (diskontno mero) lastniškega kapitala, prilagojeno z državnim tveganjem, v višini 8,87 %.

### **Dodatni elementi tveganja**

Ker je Poslovni sistem Mercator kljub svoji velikosti v slovenskem prostoru za svetovne razmere nekoliko manjši od podjetij, ki kotirajo na velikih svetovnih borzah, sem kot dodatni element tveganja upošteval pribitek za majhnost kot razliko med donosom delnic majhnih

---

<sup>8</sup> Obveznica Ministrstva za finance z zapadlostjo pet let s kuponsko obrestno mero 3,50 %.

podjetij in donosom, predvidenim s CAPM, ki po Ibbotson Associates znaša 2,36 %<sup>9</sup> (Ibbotson Associates, 2005, str. 71).

Na ta način sem določil realno zahtevano mero donosa (diskontno mero) lastniškega kapitala v višini 11,23 %.

#### **Strošek dolžniškega kapitala**

Strošek dolžniškega kapitala za Mercator, d. d., znaša 3,62 %.<sup>10</sup>

#### **Razmerje dolg/kapital**

Koeficient ciljnega razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom, ki ga predpostavlja publikacija Value Line Investment, znaša 0,1738, kar predstavlja 14,81-odstotni delež dolga in 85,19-odstotni delež lastniškega kapitala (www.damodaran.com).

#### **Tehtano povprečje stroškov kapitala**

Obrestno mero najprej popravimo za učinek davčnega ščita tako, da jo pomnožimo z izrazom (1 - davčna stopnja). Tako je strošek dolžniškega kapitala pri izračunu tehtanega povprečja stroškov kapitala enak obrestni meri, 3,62 %, zmanjšani za davčni ščit (1 - 0,25), kar znaša 2,72 %. Zaradi zahteve MRS 36 davčne stopnje ne upoštevamo.

Tehtano povprečje stroškov kapitala izračunamo iz ciljnega 18-odstotnega deleža dolga in 82-odstotnega deleža lastniškega kapitala v celotnem kapitalu Mercatorja, d. d.

**Tako dobimo tehtano povprečje stroškov kapitala v višini 10,08 %.**

### **4.3.3. Vrednotenje najmanjše denar ustvarjajoče enote z uporabo donosnostne metode**

Na podlagi opredeljenih podatkov in diskontne stopnje je v nadaljevanju prikazano vrednotenje denar ustvarjajoče enote. Podatki so zaradi varovanja podatkov izmišljeni, vendar vseeno odražajo dejansko poslovanje denar ustvarjajoče enote.

Tabela 2 prikazuje poslovni izid denar ustvarjajoče enote XXXX v letu 2005, obenem pa prikazuje planirane rezultate poslovanja za obdobje 2006–2010.

---

<sup>9</sup> Pribitek za majhnost podjetja izhaja iz spoznanj raziskav, ki dokazujejo, da stopnja tveganja in temu ustrezen strošek kapitala naraščata z zmanjševanjem velikosti podjetja. Podatke o pribitkih za majhnost podjetja SBBI sem dobil v publikaciji Valuation Edition 2005 Yearbook. Za potrebe izračuna stroška lastniškega kapitala s CAPM moram uporabiti podatek o pribitku za majhnost podjetij, izračunan s prilagoditvijo za faktor beta. Tako znaša premija za majhnost za podjetja, katerih tržna kapitalizacija se nahaja v razponu 506,410 mio USD–746,219 mio USD, 2,36 %.

<sup>10</sup> Podatek je izmišljen zaradi varovanja poslovnih skrivnosti.

Tabela 2: Poslovni izid denar ustvarjajoče enote XXXX

v 000 SIT			PLAN			
Postavka	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Čisti prihodi iz dejavnosti	29.446	29.740	30.038	30.338	30.642	30.948
Stroški prodanih količin	25.718	25.993	26.253	26.516	26.781	27.049
<b>KOSMATI POSLOVNI IZID IZ PRODAJE</b>	<b>3.728</b>	<b>3.747</b>	<b>3.785</b>	<b>3.823</b>	<b>3.861</b>	<b>3.899</b>
Stroški dela	1.946	1.547	1.562	1.578	1.593	1.609
Amortizacija	677	684	691	698	705	712
Stroški materiala	378	357	330	334	337	329
Stroški storitev	570	501	421	364	368	382
Stroški rezervacij	0	0	0	0	0	0
Drugi stroški	11	0	0	0	0	0
Prevrednotovalni poslovni odhodki	0	0	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodi	0	0	0	0	0	0
Prevrednotovalni poslovni prihodi	0	0	0	0	0	0
<b>POOE (poslovni obračun organizacijske enote)</b>	<b>147</b>	<b>659</b>	<b>781</b>	<b>850</b>	<b>858</b>	<b>867</b>
<b>Prosti denarni tok poslovne enote</b>	<b>824</b>	<b>1.343</b>	<b>1.472</b>	<b>1.547</b>	<b>1.563</b>	<b>1.579</b>

Plan temelji na rezultatih preteklega poslovanja enote, ki jih projicira v prihodnost. Pri tem se opira na razmerja vseh kategorij glede na delež v prihodkih iz poslovanja, kar prikazuje tabela 3.

Tabela 3: Gibanje posameznih kategorij

IZKAZ USPEHA		2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Kategorija</b>	<b>Podatek</b>						
<b>Čisti prihodi iz dejavnosti</b>	% realnega porasta glede na predhodnje leto		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Marža pri blagu	%	12,66%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
<b>Stroški</b>							
Stroški dela	% prihodkov	6,6%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Amortizacija	% povečanja glede na predhodno leto		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Stroški materiala	% prihodkov	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Stroški storitev	% prihodkov	1,9%	1,7%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%
Stroški rezervacij	% prihodkov	0,0%					
Drugi stroški	% prihodkov	0,0%					

Tabele 1, 2 in 3 so bile osnova za izvedbo vrednotenja z uporabo donosnostne metode. Za preračun vrednosti denar ustvarjajoče enote na sedanjo vrednost je služil diskontni faktor, izračunan v poglavju 4.3.2. Leto 2010 predstavlja osnovo za izračun preostale vrednosti denar ustvarjajoče enote po planskem obdobju. Pri tem sem predpostavljaj 1-odstotno rast v neskončnost (zajeta je v Gordonovem modelu).

Model vključuje tudi predpostavko nujnih investicij, potrebnih za nemoteno poslovanje denar ustvarjajoče enote. Predpostavljaj sem nujne investicije, ki se vsako leto gibljejo nekje na ravni vsakoletne vrednosti stroška amortizacije. Takšni odločitvi je botrovala poslovna politika družbe, ki zahteva nenehno posodabljanje svojih poslovalnic in sledenje najvišjim trendom na področju trgovinske ponudbe.

Tabela 4 prikazuje izračun poštene vrednosti denar ustvarjajoče enote z uporabo donosnostne metode. V tabeli je prikazan izračun prostega denarnega toka za vsako plansko leto posebej in za preostalo vrednost poslovne enote po preteku planskega obdobja. Tabela obenem prikazuje tudi diskontni faktor na letni in kumulativni ravni.

Tabela 4: Izračun poštene vrednosti denar ustvarjajoče enote z uporabo donosnostne metode

v 000 SIT

	Leto 2006	Leto 2007	Leto 2008	Leto 2009	Leto 2010
Cisti prihodki iz prodaje blaga	29.740	30.038	30.338	30.642	30.948
- Stroški prodanih količin	25.993	26.253	26.516	26.781	27.049
<b>= Kosmati dobiček iz prodaje</b>	<b>3.747</b>	<b>3.785</b>	<b>3.823</b>	<b>3.861</b>	<b>3.899</b>
<b>= POOE</b>	<b>659</b>	<b>781</b>	<b>850</b>	<b>858</b>	<b>867</b>
<b>= Prosti denarni tok poslovne enote</b>	<b>1.343</b>	<b>1.472</b>	<b>1.547</b>	<b>1.563</b>	<b>1.579</b>
+ Preostala Vrednost					9.662
Nujne investicije	-600	-641	-670	-700	-710
<b>= Neto denarni tok</b>	<b>743</b>	<b>831</b>	<b>877</b>	<b>863</b>	<b>10.531</b>
Letni diskontni faktor		1,101	1,101	1,101	1,101
Kumulativni diskontni faktor	1,000	1,101	1,212	1,334	1,468
<b>Sedanja vrednost prostega denarnega toka</b>	<b>743</b>	<b>755</b>	<b>724</b>	<b>647</b>	<b>7.172</b>
<b>POSTENA VREDNOST DENAR USTVARJAJOČE ENOTE (z uporabo donosnostne metode)</b>	<b>10.041</b>				

Sedanja vrednost denar ustvarjajoče enote XXXX v Mercatorju, d. d., znaša na podlagi zgoraj navedenih predpostavk in uporabi predstavljenega modela 10.041 tisoč SIT, kar predstavlja sedanjo vrednost bodočih denarnih tokov, ki jih bo enota s svojim poslovanjem ustvarila v prihodnosti. S primerjavo dobljenega rezultata poštene vrednosti denar ustvarjajoče enote s pošteno vrednostjo primerljive enote se ugotovi, koliko je dejansko posamezna denar ustvarjajoča enota vredna in kaj se lahko pričakuje od njenega poslovanja v prihodnosti. Če na ta način ovrednotimo vse denar ustvarjajoče enote podjetja, lahko dobimo grobo sliko vrednosti podjetja pred odbitjem finančnih obveznosti.

#### **4.4. Vrednotenje najmanjše denar ustvarjajoče enote v Skupini Mercator, kot ga je izvedla revizijska družba**

Mercator, d. d., je najel revizijsko družbo za pomoč pri vrednotenju denar ustvarjajočih enot novoprevzetega trgovskega podjetja. Vrednotenje je bilo izvedeno po MSRP, kar pomeni, da so bile denar ustvarjajoče enote – trgovinske poslovalnice – vrednotene na pošteno vrednost. Celotno vrednotenje je temeljilo na donosnostni metodi, ki pa so jo za ta primer nekoliko prilagodili.

Vrednotenje je temeljilo na standardu netržne vrednosti, to je vrednosti v uporabi. Opredelitev standarda je sledeča: »**The value a specific property has for specific use to a specific user and therefore non-market related**«, kar pomeni: »*Vrednost posebne lastnine ima specifično vrednost za posebej določenega uporabnika in zato nima neke tržno določene vrednosti.*« (International Valuation Standards, Seventh Edition, 2005.)

V nadaljevanju bom predstavil potek vrednotenja, ki bo zaradi poslovnih skrivnosti prikazan na prilagojenih podatkih o poslovanju podjetja. Prilagojeni podatki vseeno odražajo mogočo sliko poslovanja podjetja. V nadaljevanju bo vrednoteno podjetje imenovano kot X.

#### **Podlaga za vrednotenje**

Podlaga za vrednotenje je bila bilanca stanja na dan 30. 6. 2005, izkaz poslovnega izida na

dan 30. 6. 2005 ter realizirana razlika v ceni na področju vele- in maloprodaje. Bilanca stanja je služila za določitev vrednosti poslovnih objektov podjetja X v uporabi. Celotno vrednost poslovnih objektov in opreme, ki so jih vrednotili, so dobili na naslednji način:

Aktiva podjetja X, d. d.

- denar
- finančne naložbe
- vrednost sredstev, ki niso povezana z osnovno dejavnostjo podjetja (uprava itd.)
- poštena vrednost zemljišč
- neopredmetena stalna sredstva

---

Vrednost poslovnih objektov in opreme v uporabi

Slika 1: Prikaz bilance stanja, uporabljene za določitev skupne vrednosti poslovnih objektov in opreme v uporabi

<p><b>Skupna vrednost poslovnih objektov skupaj z opremo v uporabi (denar ustvarjajočih enot)</b></p> <p><b>293.605 tisoč SIT</b></p>	<p><b>PASIVA DRUŽBE</b></p> <p><b>v vrednosti</b></p> <p><b>365.218 tisoč SIT</b></p>
<p>Poštena vrednost zemljišč</p> <p><b>39.224 tisoč SIT</b></p>	
<p>Vrednost sredstev, ki niso povezana z osnovno dejavnostjo družbe</p> <p><b>12.122 tisoč SIT</b></p>	
<p>Neopredmetena sredstva</p> <p><b>5.431 tisoč SIT</b></p>	
<p>Finančne investicije</p> <p><b>6.247 tisoč SIT</b></p>	
<p>Denar</p> <p><b>8.589 tisoč SIT</b></p>	

Ko so določili celotno vrednost denar ustvarjajočih enot, so to vrednost razdelili na posamezno denar ustvarjajočo enoto. Ponder, ki jim je omogočil razdeliti vrednost, so dobili iz izkaza poslovnega izida ter realizirane razlike v ceni v vele- in maloprodaji.

Prihodke iz prodaje posamezne prodajalne so delili s celotnimi prihodki in na ta način dobili delež, ki ga je prodajalna prispevala v prihodke iz prodaje. Delež so nato množili z realizirano razliko v ceni posamezne prodajalne. Tu so uporabljali dva deleža, in sicer 15 % za malo- in 10 % za veleprodajo. Dobljene rezultate so sešteli. Vsota je služila za določitev glavnega ponderja. Na prej opisani način so dobljeni zmnožek posamezne prodajalne delili z vsoto vseh zmnožkov in tako prišli do deleža, ki je bil lasten posamezni prodajalni. Ta delež je predstavljal ponder za razdelitev celotne vrednosti denar ustvarjajočih enot na posamezno enoto. Ponder posamezne denar ustvarjajoče enote so pomnožili s celotno vrednostjo denar ustvarjajočih enot. Rezultat predstavlja vrednost v uporabi posamezne poslovne enote, dobljeno s pomočjo donosnostne metode.

Tabela 5: Prikaz izračuna poštenih vrednosti denar ustvarjajočih enot z uporabo modela revizijske družbe

Denar ustvarjajoče enote						
Poslovna enota	Prihodki jun.05	Ponder določen na prihodkih	Ponder določen na RVC		Ponder v %	Vrednost v uporabi v tisoč SIT
<b>a) Hipermarket</b>	<b>4.976.127</b>	<b>31,4%</b>	<b>15,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>35%</b>	<b>102.221</b>
1	1.388.445	8,8%	15,0%	1,3%	10%	28.522
2	2.442.695	15,4%	15,0%	2,3%	17%	50.178
3	1.144.987	7,2%	15,0%	1,1%	8%	23.521
<b>b) Supermarket</b>	<b>2.892.489</b>	<b>18,2%</b>	<b>15,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>20%</b>	<b>59.418</b>
4	534.532	3,4%	15,0%	0,5%	4%	10.980
5	216.322	1,4%	15,0%	0,2%	2%	4.444
6	442.666	2,8%	15,0%	0,4%	3%	9.093
7	306.274	1,9%	15,0%	0,3%	2%	6.292
8	132.399	0,8%	15,0%	0,1%	1%	2.720
9	133.793	0,8%	15,0%	0,1%	1%	2.748
10	66.428	0,4%	15,0%	0,1%	0%	1.365
11	107.762	0,7%	15,0%	0,1%	1%	2.214
12	88.312	0,6%	15,0%	0,1%	1%	1.814
13	257.723	1,6%	15,0%	0,2%	2%	5.294
14	107.350	0,7%	15,0%	0,1%	1%	2.205
15	220.536	1,4%	15,0%	0,2%	2%	4.530
16	51.964	0,3%	15,0%	0,0%	0%	1.067
17	55.662	0,4%	15,0%	0,1%	0%	1.143
18	56.178	0,4%	15,0%	0,1%	0%	1.154
19	47.064	0,3%	15,0%	0,0%	0%	967
20	40.229	0,3%	15,0%	0,0%	0%	826
21	24.117	0,2%	15,0%	0,0%	0%	495
22	3.178	0,0%	15,0%	0,0%	0%	65
<b>c) Market</b>	<b>1.181.567</b>	<b>7,5%</b>	<b>15,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>8%</b>	<b>24.272</b>
23	167.072	1,1%	15,0%	0,2%	1%	3.432
24	166.715	1,1%	15,0%	0,2%	1%	3.425
25	89.662	0,6%	15,0%	0,1%	1%	1.842
26	249.957	1,6%	15,0%	0,2%	2%	5.135
27	169.894	1,1%	15,0%	0,2%	1%	3.490
28	128.175	0,8%	15,0%	0,1%	1%	2.633
29	85.537	0,5%	15,0%	0,1%	1%	1.757
30	124.555	0,8%	15,0%	0,1%	1%	2.559
<b>d) Veleprodaja</b>	<b>4.689.372</b>	<b>29,6%</b>	<b>10,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>22%</b>	<b>64.220</b>
31	3.165.471	20,0%	10,0%	2,0%	15%	43.351
32	166.210	1,0%	10,0%	0,1%	1%	2.276
33	89.356	0,6%	10,0%	0,1%	0%	1.224
34	1.268.335	8,0%	10,0%	0,8%	6%	17.370
<b>d) Tehnične prodajalne</b>	<b>1.617.093</b>	<b>10,2%</b>	<b>15,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>11%</b>	<b>33.219</b>
35	547.564	3,5%	15,0%	0,5%	4%	11.248
36	725.090	4,6%	15,0%	0,7%	5%	14.895
37	344.439	2,2%	15,0%	0,3%	2%	7.076
<b>e) Športne prodajalne</b>	<b>313.316</b>	<b>2,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2%</b>	<b>6.436</b>
38	137.340	0,9%	15,0%	0,1%	1%	2.821
39	106.230	0,7%	15,0%	0,1%	1%	2.182
40	51.371	0,3%	15,0%	0,0%	0%	1.055
41	18.375	0,1%	15,0%	0,0%	0%	377
<b>f) FRestavracije</b>	<b>176.856</b>	<b>1,1%</b>	<b>15,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1%</b>	<b>3.633</b>
42	87.897	0,6%	15,0%	0,1%	1%	1.806
43	7.225	0,0%	15,0%	0,0%	0%	148
44	65.306	0,4%	15,0%	0,1%	0%	1.342
45	16.429	0,1%	15,0%	0,0%	0%	337
<b>g) Drugo</b>	<b>9.041</b>	<b>0,1%</b>	<b>15,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0%</b>	<b>186</b>
46	9.041	0,1%	15,0%	0,0%	0%	186
<b>SKUPAJ</b>	<b>15.855.861</b>	<b>100,0%</b>		<b>13,5%</b>	<b>100%</b>	<b>293.605</b>

## 5. SKLEP

Novosti na področju računovodskih predpisov mnogim predstavljajo predvsem možnost ustvarjalnejšega računovodstva v smislu prilagajanja računovodskih izkazov dejanskemu ali želenemu stanju. Naj izpostavim prevrednotenje, ki omogoča znižanje davčne osnove za davek iz dobička pravnih oseb. Do znižanja lahko pride pri slabitvi sredstev, vendar pa pot do znižanja vrednosti sredstev ni enostavna; vezana je na ugotavljanje nadomestitvene vrednosti (to je "čiste prodajne vrednosti" oziroma "vrednosti pri uporabi"), ki je v mnogih primerih povezana z ocenjevanjem vrednosti tako sredstev kot tudi podjetij.

Podjetja so se v preteklosti že soočala s terminom »prevrednotenje«, vendar v povezavi z revalorizacijo. Prevrednotenje ekonomskih kategorij, kot ga predpostavljajo trenutno veljavni računovodski standardi, pa od podjetja zahteva posamičen in poglobljen pristop, ki je bistveno odvisen od okoliščin in postavk, ki se vrednotijo. Spremljanje poštene vrednosti sredstev podjetij je za podjetja zahtevna naloga. To je verjetno tudi eden izmed razlogov, da so Mednarodni računovodski standardi in prenovljeni Slovenski računovodski standardi v poslovanje podjetij vpeljali nekatere nove termine. Med njih spada tudi termin denar ustvarjajoča enota. S tem so ponudili podjetjem novo možnost spremljanja vrednosti njihovih sredstev.

Podjetja imajo pri določitvi, kaj jim predstavlja denar ustvarjajočo enoto, prosto pot, saj je leta v standardu opredeljena kot skupina sredstev, ki ustvarjajo denarne pritoke, v veliki meri neodvisne od denarnih pritokov iz drugih sredstev ali skupin sredstev. Menim, da lahko podjetja z upoštevanjem standarda in uvedbo denar ustvarjajočih enot v svoje poslovanje veliko pridobijo. Otresti se morajo mišljenja, da je upoštevanje standardov le nujno zlo, ki mu je treba zadostiti. Iz računovodskih navodil morajo povleči pozitivne vzporednice za svoje poslovanje. Oblikovanje denar ustvarjajočih enot lahko pomeni za podjetje preoblikovanje njegove mikroorganizacijske strukture. Svoje poslovanje lahko z globalnega vidika prenesejo na manjše organizacijske enote, ki jim predstavljajo denar ustvarjajoče enote.

Ugotavljanje poštene vrednosti denar ustvarjajočih enot predstavlja za podjetja izziv, zato je pri tem največkrat potrebno tesno sodelovanje računovodij, revizorjev in ocenjevalcev vrednosti. Vrednost denar ustvarjajoče enote se lahko določa z uporabo več metod, vendar se v praksi uporablja predvsem donosnostna. Ta metoda predpostavlja ugotavljanje poštene vrednosti denar ustvarjajoče enote z uporabo diskontiranih bodočih denarnih tokov, izhajajočih iz uporabe – delovanja enote. To rešitev predpostavlja tudi MRS 36. Na tem mestu bi izpostavil tudi poglobljen problem, ki sem ga zasledil pri vrednotenju z uporabo donosnostne metode, to je diskontna stopnja. Kot je v diplomskem delu predstavljeno v poglavju 3.3.4.2., je diskontna stopnja sestavljena iz več spremenljivk. Nekatere med njimi lahko opredelim kot konstanto, saj so določene od zunanjih finančnih inštitucij in naj se v osnovi ne bi spreminjale. Spet druge, če izpostavim npr. državno tveganje, puščajo odprtih veliko možnosti. To spremenljivko opredeljujejo finančne inštitucije, vendar jo lahko

podjetje prilagaja glede na svoje specifične lastnosti. Če podam primer, ki izhaja iz podjetja Mercator. Naložba na srbski trg je s stališča državnega tveganja za Mercator manj tvegana kot za kakšno drugo podjetje, ki na tem trgu še ni prisotno ter zato ne pozna dovolj natančno družbenega, političnega in gospodarskega okolja.

V diplomskem delu sem prikazal vrednotenje denar ustvarjajoče enote v Mercatorju, d. d. Leta pri pripravi računovodskih izkazov upošteva določila Mednarodnih računovodskih standardov. Denar ustvarjajočo enoto mu predstavlja posamezna poslovna enota, to je trgovina. Zelo pozitivna je ugotovitev, da nima oblikovanih denar ustvarjajočih enot le zaradi zadostitve zahtevam računovodskih standardov, ampak mu takšna ureditev omogoča pridobiti dodatne pozitivne informacije o poslovanju enot. Na ta način lahko natančno spremlja poslovanje posamezne poslovne enote. Rezultati mu predstavljajo podlago za nadaljnje planiranje poslovanja in za izvajanje raznih poslovnih analiz. Obenem predstavlja tak način spremljanja poslovnih enot – denar ustvarjajočih enot – izvrstno podlago za analiziranje morebitnih bodočih investicij.

Menim, da je ugotavljanje poštenih vrednosti sredstev in s tem povezanih denar ustvarjajočih enot zelo zahtevno področje računovodstva, ki pušča odprtih še veliko možnosti. Oblikovanje denar ustvarjajočih enot lahko podjetju veliko doprinese, kar potrjujejo tudi predhodno navedene ugotovitve. Treba pa se je zavedati dejstva, da je oblikovanje takšnih enot verjetno smiselno le za večja podjetja, saj njihovo oblikovanje prinese poleg pozitivnih učinkov tudi dodatne stroške. Podjetja morajo sama presoditi smiselnost oblikovanja denar ustvarjajočih enot: ali jih oblikujejo le zato, da brezglavo izpolnjujejo vse, kar je zapisano v računovodskih standardih, oziroma, ker menijo, da bo njihovo oblikovanje prispevalo bistvene pozitivne učinke v njihovo poslovanje, ki jim bodo predstavljali pomembno konkurenčno prednost.

## LITERATURA

1. Aswath Damodaran: Investment Valuation, Tools & Tehniques for Determing the Value of Any Asset. Second Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2002. 992 str.
2. Čuček Renata: Prehod od načela previdnosti k načelu poštene vrednosti. Revizor, Ljubljana, 2001,1, str. 28–43.
3. Duhovnik Meta, Praznik Bojan: Revidiranje vrednotenja po pošteni vrednosti. 8. jesenski posvet revizorjev. Radenci : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 15 str.
4. Hočevar Marko, Igličar Aleksander, Zaman Maja: Osnove računovodstva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta v Ljubljani, 2002. 446 str.
5. Koletnik Franc: Predstavitev MRS 36 – Ocenjevanje oslabitve sredstev. 2. konferenca ocenjevalcev vrednosti. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 1999. 108 str.
6. Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David: Valuation: Measuring and maneging the value of companies. New York : John Wiley & Sons. 2005. 739 str.
7. Korošec Bojana: Zmaga tistemu, ki z manj pove več. Finance, Ljubljana : 2004, 204, str. 25.
8. Kotler Philip: Marketing management - trženjsko upravljanje. Ljubljana : Slovenska knjiga, 1996. 790 str.
9. Koželj Stanko: Vprašanja okrepitve in oslabitve sredstev. Simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Zbornik referatov, Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, Zveza računovodji, 2001. 456 str.
10. Lipnik Janez: Prevrednotenje vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev in SRS. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2002. 21 str.
11. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
12. Mrša Josipa: Umanjenje vrijednosti imovine. Zbornik XXXV. Hrvatske zajedinice računovođa in financijskih djelatnika. Zagreb : Hrvatska zajedinica računovođa in financijskih djelatnika, 2000, str. 69–80.
13. Odar Marjan: Prevrednotovanje gospodarskih kategorij v računovodskih izkazih in

- računovodskih razvidih. Zbornik referatov 3. letne konference preizkušenih računovodij. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2000, str. 17–37.
14. Odar Marjan: Prevrednotenje gospodarskih kategorij v računovodskih izkazih in računovodskih izvidih. Zbornik referatov 3. letne konference preizkušenih računovodij, Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2002, str. 17–37.
  15. Odar Marjan: Problemi povezani z vrednotenjem sredstev po SRS in nekatere možne rešitve. Revizor, Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2002, št. 2, str. 51–71.
  16. Potočnik Vekoslav: Komercialno poslovanje z osnovami trženja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1992. 195 str.
  17. Potočnik Vekoslav: Poslovanje trgovskih podjetij. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 168 str.
  18. Praznik Bojan: Ocenjevanje vrednosti za namen računovodskega poročanja. 5. letna konferenca ocenjevalcev vrednosti, Zbornik referatov. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2002. 62 str.
  19. Praznik Bojan: Premije in diskonti pri ocenjevanju vrednosti podjetij. Revizor, Ljubljana, 2002, 6, str. 47–64.
  20. Praznik Bojan: Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 151 str.
  21. Pšunder Igor: Pristopi in metode ocenjevanja vrednosti sredstev. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2002. 13 str.
  22. Slapničar Sergeja: Finančno računovodstvo- priročnik za vaje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta v Ljubljani, 2004. 81 str.
  23. Strošički Slavko: Prevrednotenje opredmetenih osnovnih sredstev. Revizor, Ljubljana, 2002, 12, str. 90–99.
  24. Torkar Milan: Izvedba prevrednotenja (oslabitve, okrepitve) sredstev v praksi. Ljubljana : Slovenski inštitut za Revizijo, 2002. 31 str.
  25. Torkar Milan: Ocenjevanje vrednosti. IKS, Ljubljana, 2002, 12, str. 15–22.
  26. Torkar Milan: Vrednotenje sredstev. Zbornik 33. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu financah in reviziji. Portorož : Zveza ekonomistov in Zveza

- računovodji, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2001. 356 str.
27. Turk Ivan, et al.: Finančno računovodstvo – splošni del. Ljubljana : Zveza računovodji, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2004, 814 str.
  28. Turk Ivan, Kavčič Slavka, Kokotec - Novak Majda: Poslovodno računovodstvo. Ljubljana : Zveza računovodji, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2003. 856 str.
  29. Vežjak Blanka: Predstavitev MSRP – MRS 1 in 34 ter MSRP 1. Revizor, Ljubljana, 2004, 3, str. 7–25.
  30. Weygandt Jerry J., Kieso Donald E.: Financial Accounting. New York : John Wiley & Sons, 1995. 681 str.
  31. Zupančič Vera: BS – II opredmetena osnovna sredstva. IKS, Ljubljana : 2005, 1/2., 26 str.

## **VIRI**

1. Accountants` guide. London : The Cerified Accountantants Educational Trust, 1996. 1154 str.
2. Bussiness Valutation Standards. New York : American Society of Appraisers, 2001. 39 str.
3. International Accounting Standards 2001. London : International Accounting Standards Committe, 2001. 1265 str.
4. International Valuation Standards. Seventh Edition. London : International Valuation Standards Commmitte, 2003.
5. International Valuation Standards Commmitte: Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (prevod). Šesta izdaja. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2003. 440 str.
6. International Standard Industrial Classificaton of all Economic Activities. [URL: <http://www.ilo.org/public/english/bureau/stat/class/isic.htm>], 11.5.2006.
7. Kolenc Franc: Razkrivanje misterijev prevrednotovanja. Relacije. [URL: <http://relacije.com/clanek.php?niceid=razkrivanje-misterijev-prevrednotovanja>], 11.11.2005.

8. Letno poročilo 2004. Mercator, d. d.  
[URL: <http://www.mercator.si>], 11.11.2005.
9. Letno poročilo 2005. Mercator, d. d., Interno gradivo družbe Mercator, d. d.
10. Loss making stores and closures. PWC.  
[URL: <http://www.pwc.com/extweb/industry.nsf/docid/>], 15.12.2005.
11. Mednarodni računovodski standardi 2001 (prevod). Ljubljana : Zveza računovodji, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2002. 1357 str.
12. Merjenje gospodarskih kategorij v računovodskih izkazih in računovodskih razvidih.  
[URL: [http://racunovodja.com/doc/rs\\_uv.asp](http://racunovodja.com/doc/rs_uv.asp)], 12.1.2006
13. Money and Interest Rates. The Economist, London, 17.-23. december 2005, str. 97
14. Nagode Petra, Zupančič Dušan: Seminarsko gradivo: Ocenjevanje vrednosti za računovodsko poročanje. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 8.11.2005.
15. Nagode Petra: Seminarsko gradivo: Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 01.10.2004.
16. Praznik Bojan: Seminarsko gradivo: Ocenjevanje vrednosti za računovodsko poročanje. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 8.11.2005.
17. Praznik Bojan: Seminarsko gradivo: Posredni postopek ocenjevanja vrednosti lastniškega kapitala po metodi diskontiranega denarnega toka in uporaba metode čiste vrednosti sredstev. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2005.
18. Praznik Bojan: Delavnica: Ocena vrednosti podjetja po MSOV. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2005.
19. Praznik Bojan: Seminarsko gradivo: Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 01.10.2004.
20. Praznik Bojan: Seminarsko gradivo: Na sredstvih zasnovan način ocenjevanja vrednosti. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2005.
21. Prevrednotenje gospodarskih kategorij v računovodskih izkazih in računovodskih razvidih.  
[URL: [http://racunovodja.com/doc/rs\\_uv.asp](http://racunovodja.com/doc/rs_uv.asp)], 12.1.2006

22. Prices and Wages. The Economist, London, 17.-23. december 2005, str. 96
23. Slovenski poslovnofinančni standardi (Uradni list RS, št. 56/2001)
24. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana : Zveza računovodji, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2006. 357 str.
25. Stocks, Bonds, Bills and Inflation. Valuation Edition. 2005 Yearbook, Ibbotson Associates: [URL:<http://www.ibbotson.com/>], 11.12.2005.
26. Strošički Slavko: Seminarsko gradivo: Ocenjevanje vrednosti strojev in opreme za računovodsko poročanje. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 8.11.2005.
27. Strošički Slavko: Seminarsko gradivo: Ocenjevanje S&O z uporabo zmanjšane nadomestitvene vrednosti pri vrednotenju za računovodsko poročanje. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 01.10.2004.
28. Value Line Investment.  
[URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 15.2.2006.
29. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) s komentarjem. Druga dopolnjena in spremenjena izdaja. Ljubljana : GV založba, 2002. 1449 str.

# PRILOGE

## Priloga 1: Bilanca stanja Skupine Mercator na dan 31. 12. 2005

(v tisoč tolarjih)	Pojasnilo	2005	2004
<b>SREDSTVA</b>			
<b>Stalna sredstva</b>			
Neopredmetena dolgoročna sredstva	1	2.425.106	1.365.729
Opredmetena osnovna sredstva	2	275.551.749	194.546.834
Dolgoročne finančne naložbe	3	2.110.192	3.145.505
		<b>280.087.047</b>	<b>199.058.068</b>
<b>Gibljava sredstva</b>			
Zaloge	4	43.109.610	39.120.156
Poslovne terjatve	5	38.038.962	31.124.160
Kratkoročne finančne naložbe	6	1.969.013	1.048.262
Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	7	3.960.805	2.664.001
		<b>87.078.390</b>	<b>73.956.579</b>
<b>AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>8</b>	<b>1.464.429</b>	<b>229.832</b>
<b>SKUPAJ SREDSTVA</b>		<b>368.629.866</b>	<b>273.244.479</b>
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>			
<b>KAPITAL</b>			
Vpoklicani kapital	<b>9</b>	33.561.540	32.085.040
Kapitalske rezerve		4.786.738	652.538
Rezerve iz dobička		32.098.595	25.724.389
Preneseni čisti poslovni izid		(3.174.405)	(3.171.765)
Čisti poslovni izid poslovnega leta		2.145.298	4.013.116
Prevrednotovalni popravki kapitala		56.866.030	29.499.825
Prevedbeni popravek kapitala		(1.072.629)	(464.629)
Kapital manjšinskih lastnikov		1.493.641	2.310.955
		<b>126.704.808</b>	<b>90.649.469</b>
<b>REZERVACIJE</b>	<b>10</b>	<b>10.133.127</b>	<b>11.783.074</b>
<b>FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI</b>			
Dolgoročne finančne obveznosti	11	84.959.355	62.918.609
Dolgoročne poslovne obveznosti	12	20.996.356	7.944.468
Kratkoročne finančne obveznosti	13	64.471.905	47.512.400
Kratkoročne poslovne obveznosti	14	59.189.915	50.716.094
		<b>229.617.531</b>	<b>169.091.571</b>
<b>PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>15</b>	<b>2.174.400</b>	<b>1.720.365</b>
<b>SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>		<b>368.629.866</b>	<b>273.244.479</b>
Zabilančna evidenca	16	18.238.532	18.447.655

## Priloga 2: Izkaz poslovnega izida Skupine Mercator za obdobje 1 – 12 2005

(v tisoč tolarjih)	Pojasnilo	2005	2004
Čisti prihodki iz prodaje	17	419.067.091	376.968.999
Proizvajalni stroški prodanih proizvodov oziroma nabavna vrednost prodanega blaga	18	(302.793.214)	(271.341.702)
<b>Kosmati poslovni izid iz prodaje</b>		<b>116.273.877</b>	<b>105.627.297</b>
Stroški prodavanja	18	(87.187.059)	(76.655.713)
Stroški splošnih dejavnosti	18	(25.103.460)	(21.123.423)
Drugi poslovni prihodki	19	5.463.685	5.942.099
<b>Poslovni izid iz poslovanja</b>		<b>9.447.043</b>	<b>13.790.260</b>
Finančni prihodki iz deležev	20	1.572.649	487.347
Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev	20	596.083	132.053
Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev	20	1.485.508	822.429
Finančni odhodki za odpise dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	21	(157.643)	(226.882)
Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	21	(5.846.687)	(7.620.352)
<b>Poslovni izid iz rednega delovanja</b>		<b>7.096.953</b>	<b>7.384.855</b>
Izredni prihodki	22	315.035	343.499
Izredni odhodki	23	(178.602)	(151.119)
<b>Poslovni izid zunaj rednega delovanja</b>		<b>136.433</b>	<b>192.380</b>
Davek iz dobička	24	(2.241.905)	(913.560)
Odloženi davek	25	573.995	-
<b>Čisti poslovni izid obračunskega obdobja</b>	26	<b>5.565.476</b>	<b>6.663.675</b>
Čisti poslovni izid večinskega lastnika		5.524.052	6.561.554
Čisti poslovni izid manjšinskega lastnika		41.424	102.121