

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VREDNOTENJE SKUPINE PETROL

Ljubljana, januar 2010

JOŽE GERBEC

IZJAVA

Študent Jože Gerbec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Berk Skok Aleša, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 25. 01. 2010

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 VREDNOTENJE PODJETJA	2
1.1 METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA	4
1.1.1 Sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov	5
1.1.2 Čisti denarni tok	5
1.1.3 Preostala vrednost	6
1.1.4 Diskontna stopnja	6
1.2 METODA RELATIVNEGA VREDNOTENJA	11
1.3 PREDNOSTI IN SLABOSTI IZBRANIH METOD	14
2 PREDSTAVITEV PANOGE	15
2.1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE	15
2.2 PREDSTAVITEV PANOGE	16
2.3 UMESTITEV PODJETJA	17
3 SKUPINA PETROL	18
3.1 OSNOVNI PODATKI	18
3.2 PREDSTAVITEV SKUPINE PETROL	18
3.2.1 Lastniška struktura in podatki o delnici	19
3.2.2 Poslovne dejavnosti skupine Petrol	20
3.3 ANALIZA POSLOVANJA	23
3.3.1 Prodaja	23
3.3.2 Zaposleni in management	26
3.3.3 Naložbe	27
3.3.4 Strategija razvoja v prihodnje	28
3.4 FINANČNA ANALIZA	28
3.4.1 Analiza izkaza poslovnega izida	28
3.4.2 Analiza bilance stanja	32
4 NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI SKUPINE PETROL	35
4.1 PROJEKCIJE POSLOVANJA SKUPINE PETROL ZA OBDOBJE 2009 - 2015	35
4.2 PROJEKCIJE PRIČAKOVANIH DENARNIH TOKOV	38
4.3 IZRAČUN PREOSTALE VREDNOSTI	38
4.4 IZRAČUN DISKONTNE STOPNJE	38
4.5 IZRAČUN OCENE VREDNOSTI SKUPINE PETROL	40
5 OCENJEVANJE VREDNOSTI SKUPINE PETROL Z METODO RELATIVNEGA VREDNOTENJA	41
5.1 IZBIRA PRIMERLJIVIH PODJETIJ	41
5.2 IZRAČUN OCENE VREDNOSTI SKUPINE PETROL	44

6 IZRAČUN KONČNE VREDNOSTI SKUPINE PETROL.....	44
SKLEP.....	45
LITERATURA IN VIRI.....	46

UVOD

V Sloveniji se je po letu 2000 tako s strani prebivalstva kot tudi pravnih oseb precej povečalo zanimanje za investiranje v podjetja oziroma za prevzeme podjetij, ki kotirajo na borzah. Čedalje več ljudi si želi svoje prihranke oplemenititi z naložbami v vzajemne sklade, v delnice podjetij ter v ostale oblike naložbenega varčevanja, saj se zavedajo, da obstoječi pokojninski sistem ni vzdržen in si morajo sami zagotoviti dostojno pokojnino. Podjetja, ki se soočajo z upočasnjeno organsko rastjo poslovanja, pa se odločajo za prevzeme konkurenčnih podjetij z namenom pospeševanja rasti poslovanja. Pri tem se pojavljajo težave, saj ni vsako podjetje primerno za naložbo.

Zlato pravilo pri investiranju sredstev, ki se ga mora zavedati vsak posamezni vlagatelj, pravi, da je potrebno investirati v podjetja, ki so podcenjena, in se izogibati podjetjem, ki so precenjena. Toda, kako ugotoviti oziroma iz cele palete podjetij izluščiti podcenjena podjetja? Pri tem postopku si pomagamo z vrednotenjem podjetij.

Vrednotenje podjetja je proces, v katerem na podlagi preteklih, sedanjih in prihodnjih podatkov določamo vrednost podjetja za potrebe odločanja o prodaji, nakupu in prevzemu podjetja. Strokovnjaki so razvili številne modele za potrebe vrednotenja, od preprostih do bolj zahtevnih. Kateri model je za vrednotenje posameznega podjetja najprimernejši, je odvisno od namena vrednotenja, količine podatkov in časa, ki ga ima ocenjevalec vrednosti na voljo.

Namen diplomskega dela je prikazati praktični primer vrednotenja podjetja z uporabo dveh v praksi največkrat uporabljenih modelov vrednotenja, model diskontiranih denarnih tokov in model primerljivih podjetij s kapitalskih trgov. V diplomski nalogi sem se odločil za oceno vrednosti skupine Petrol, na dan 31. 12. 2008. Cilj diplomskega dela pa je prikazati pravo vrednost skupine in ugotoviti, ali je trenutna tržna vrednost skupine precenjena oziroma podcenjena glede na njeno pravo vrednost, torej, če je primerna za nakup ali ne.

V prvem delu diplomskega dela je predstavljen teoretični vidik metod vrednotenja podjetja. Podrobneje sta predstavljeni metodi diskontiranih denarnih tokov ter metoda primerljivih podjetij s kapitalskih trgov, ki sta tudi najpogosteje uporabljeni metodi v praksi, ter prednosti in slabosti posameznih metod.

Prvemu poglavju sledi predstavitev glavnih oziroma najpomembnejših značilnosti panoge ter obravnavanega podjetja. Temu sledi poglavje, v katerem je podrobneje predstavljeno poslovanje skupine Petrol. Pri tem sem se opiral tako na letna poročila samega podjetja kot tudi na različne makroekonomske podatke, značilne za panogo, v kateri posluje.

V zadnjem delu diplomskega dela so predstavljeni izračuni vrednosti podjetja po izbranih metodah vrednotenja. Na koncu pa je povzeta končna vrednost podjetja, izpeljana iz obeh metod vrednotenja.

1 VREDNOTENJE PODJETJA

Temelj vsakega uspešnega investiranja je, da investitor ne preplača sredstva, katerega kupuje. Zato je pomembno pred vsako investicijo določiti vrednost želenega sredstva.

Vrednotenje oziroma določanje vrednosti sredstva je proces, s katerim pridemo do mnenja o ocenjeni vrednosti želenega sredstva na določen dan, ki smo ga opredelili kot datum ocenjevanja vrednosti (Lušnic & Praznik, 2008, str. 1).

Vrednost je gospodarska zasnova, ki izraža ceno, za katero se najverjetneje pogodijo kupci in prodajalci. Gospodarska zasnova vrednosti izraža tržni pogled na koristi tistega, ki poseduje določeno stvar na datum ocenjevanja vrednosti (Praznik, 2006, povzeto po IVSC 2005, str. 25).

V teoriji obstajata dva pogleda glede določitve vrednosti (Damodaran, 2006, str.1):

- »vrednost v očeh opazovalca« - določena stvar je vredna toliko, kot je nekdo pripravljen plačati zanjo;
- »realistični pogled« - vrednost sredstev oziroma cena sredstev odraža pričakovane denarne tokove, ki jih bodo generirala le-ta.

V diplomskem delu se bom držal realističnega pristopa, saj bo ocena vrednosti podjetja temeljila na prihodnjih denarnih tokovih podjetja. Pri tem je potrebno opozoriti na naslednje dejstvo. Vsaka ocena vrednosti je delo posameznega ocenjevalca, ki pa je še pred začetkom vrednotenja izpostavljen določenim vplivom (Damodaran, 2006, str. 2-8):

- vpliv okolja (izbira podjetja, obstoječa vrednotenja, napovedi posloводства, ...);
- negotovost (pri oceni podjetja je potrebno upoštevati dogodke, ki se bodo zgodili v prihodnosti);
- kompleksnost modelov in lažji dostop do informacij.

Prav zaradi teh dejavnikov je potrebno vsako ocenjeno vrednost obravnavati kot relativno in ne kot absolutno kategorijo. V praksi se običajno določi razpon vrednosti, ki je določen na podlagi več različnih modelov vrednotenja. Ta razpon vrednosti služi kot nekakšen okvir pri pogajanju med kupcem in prodajalcem (Praznik, 2006, str. 11-12).

Ker je vrednost relativna kategorija, ima lahko različen pomen za različne ljudi. Prav zaradi tega so se oblikovali določeni standardi vrednosti. V praksi se največkrat uporabljajo naslednji (Praznik, 2006, str. 18):

- poštena tržna vrednost;
- vrednost za naložbenika;
- notranja vrednost;
- poštena vrednost.

Preden se lotimo vrednotenja podjetja, se je potrebno vprašati, za koga oziroma za kakšne namene vrednotimo podjetje. Obstajajo namreč različni postopki ter posledično tudi rezultati ocenjevanja vrednosti. Poznamo različne namene vrednotenja podjetja (Lušnic & Praznik, 2008, str. 1):

- ocena deleža v lastniškem kapitalu;
- ocena lastniškega kapitala dveh ali več podjetij, na osnovi katerega se določi menjalno razmerje, po katerem bi delnice/deleže enega podjetja zamenjali za delnice/deleže drugega podjetja;
- ocena pravične denarne odpravnine za manjšinske delničarje, v primeru iztisnitve;
- ocena lastniškega deleža družbenika;
- ocena lastniškega kapitala družbe, ki jo nameravajo prodati;
- ocena lastniškega kapitala za potrebe računovodskega poročanja;
- ocena lastniškega kapitala pri notranjih poslovodskih odkupih (angl. *management buy out* – *MBO*).

V primeru diplomskega dela je namen vrednotenja določitev notranje oziroma prave vrednosti podjetja in njene primerjave s tržno vrednostjo podjetja.

Poleg namena¹ je pred začetkom vrednotenja podjetja pomembno določiti tudi ključne elemente vrednotenja podjetja. Ti so (Praznik, 2006, str. 15):

- naziv naročnika in izvajalca;
- datum začetka opravljanja vrednotenja;
- predmet vrednotenja²;
- vrste vrednosti;
- datum vrednotenja;
- pooblastila in obveznosti ocenjevalca vrednosti;
- predpostavke in omejevalne okoliščine;
- obseg aktivnosti;
- cena izvedbe vrednotenja;
- zavarovanje in reševanje sporov.

V praksi ocenjevalci vrednosti oziroma analitiki uporabljajo vrsto najrazličnejših modelov za vrednotenje podjetij. V grobem bi jih lahko strnili v naslednje metode oziroma pristope k vrednotenju (Kranjc, 2008, str. 2):

- vrednotenje na podlagi diskontiranega denarnega toka (angl. *discounted cash flow valuation* – *DCF*);
- relativno vrednotenje (angl. *relative valuation*);
- opcijski model vrednotenja (angl. *contingent claim valuation*).

¹ Namen vrednotenja običajno določa, kateri standard vrednosti bo ocenjevalec uporabljal.

² Potrebno je jasno in nedvoumno opredeliti naziv in sedež podjetja, katerega vrednost se ocenjuje, ter njegovo organizacijsko obliko, strukturo celotnega kapitala in lastništvo v lastniškem kapitalu.

V diplomskem delu bom za vrednotenje podjetja uporabil le DCF metodo vrednotenja ter metodo relativnega vrednotenja, saj sta ti dve metodi v praksi največkrat uporabljene.

1.1 METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

DCF metoda vrednotenja je v praksi največkrat uporabljena metoda. Po DCF metodi je vrednost sredstva enaka sedanji vrednosti prihodnjih donosov, ki jih bo to sredstvo ustvarilo, diskontiranih z diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in mero tveganja denarnih tokov. V praksi obstaja več različic te metode, najpogosteje uporabljeni sta (Damodaran, 2006, str. 10):

- vrednotenje podjetja kot celote (angl. *firm valuation*);
- vrednotenje lastniškega kapitala (angl. *equity valuation*).

V diplomskem delu bom vrednotil podjetje kot celoto. Pri tem je prosti denarni tok podjetja enak denarnemu toku pred plačilom dolga, vendar po reinvestiranju. Diskontna stopnja mora vključevati tako stroške dolga kot tudi stroške lastniškega kapitala in se imenuje strošek kapitala. Strošek kapitala je v bistvu tehtano povprečje stroškov kapitala pred obdavčitvijo, pri čemer so uteži enake deležu posamezne kategorije v celotnem kapitalu (angl. *weighted average cost of capital – WACC*). Poleg tega je potrebno upoštevati tudi pričakovano stopnjo rasti denarnih tokov v prihodnosti – pričakovana rast je odvisna od količine in kakovosti investiranih prihodkov³ (Damodaran, 2006, str.11-15).

Za uspešno vrednotenje podjetja po metodi DCF potrebujemo torej naslednje vložke (Rupar, 2007, str. 5):

- prihodnji donos⁴;
- diskontno stopnjo;
- časovno razporeditev denarnih tokov podjetja.

Metoda DCF predpostavlja, da bo podjetje poslovalo neprekinjeno tudi v prihodnosti. Ker je prihodnost negotova, je izredno težko natančno napovedati prihodnje denarne tokove podjetja. Zato je smiselno prihodnost razdeliti na dva dela, in sicer:

- na napovedljivo obdobje oziroma eksplicitno časovno obdobje (obdobje od 5 do 10 let);
- preostalo obdobje (obdobje po napovedljivem obdobju v neskončnost).

Sedanja vrednost podjetja se izračuna po naslednji formuli (Damodaran, 2006, str. 117):

³ Pričakovana stopnja rasti je odvisna od stopnje reinvestiranja (delež dobička iz poslovanja po davkih, namenjen investicijam) ter od donosa na kapital novih investicij.

⁴ Prihodnji donos običajno predstavlja čisti denarni tok, razpoložljiv tako za imetnika navadne delnice/deleža (vrednotenje lastniškega kapitala) kot tudi za vse naložbenike (vrednotenje celotnega podjetja), za katerega je pričakovati, da ga bo podjetje ustvarilo v napovedanem obdobju (Lušnic & Praznik, 2008, str. 12).

$$\text{Sedanja vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{pričakovani denarni tok}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{preostala vrednost}_n}{(1+r)^n}, \quad (1)$$

pri čemer r predstavlja diskontno stopnjo.

1.1.1 Sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov

Sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov je izračunana po naslednji formuli (Hartman, 2009, str. 62):

$$\text{Sedanja vrednost} = \frac{DT_1}{(1+r)^1} + \frac{DT_2}{(1+r)^2} + \frac{DT_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{DT_n}{(1+r)^n}, \quad (2)$$

pri čemer je:

- r – diskontna stopnja;
- DT_t – pričakovani denarni tok v obdobju t ;
- n – število let napovedi.

1.1.2 Čisti denarni tok

Pri vrednotenju podjetij po metodi DCF potrebujemo napoved denarnega toka podjetja za napovedano obdobje. Čisti denarni tok je znesek, ki ga lahko razdelimo lastnikom ali z njim prosto razpolagamo, ne da bi ogrozili načrtovano dejavnost podjetja in načrtovani denarni tok v prihodnosti (Praznik, 2006, str. 55). Izračuna se po naslednji formuli (Damodaran, 2006, str. 79):

$$\begin{aligned} & \text{Dobiček iz poslovanja, zmanjšan za davčno stopnjo na dobiček} \\ & - \text{ Investicije v osnovna sredstva} \\ & - \text{ Investicije v obratni kapital} \\ & = \text{ **Prosti oziroma čisti denarni tok za celotni kapital** } \end{aligned}$$

Osnova za izračun prostega denarnega toka je dobiček iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT – angl. *earning before interest and taxes*), ki ga zmanjšamo za davčno stopnjo na dobiček. Dobljena vrednost nam predstavlja čisti dobiček iz poslovanja, zmanjšan za davke (v nadaljevanju NOPLAT – angl. *net operating profit less adjusted taxes*), kateremu moramo prišteti amortizacijo ter odšteti sredstva za investicije podjetja. Pri tem je potrebno opozoriti, da tako dobimo prosti denarni tok pred plačilom dolžniških obveznosti.

V praksi ocenjevanja vrednosti se je uveljavil naslednji postopek napovedi denarnega toka za podjetje kot celoto in zajema naslednje korake (Praznik, 2006, str. 58):

- opredelitev časovnega obdobja napovedi – v praksi je dolžina napovedi nekje od 5 do 10 let;
- napoved dobička iz poslovanja po obdavčitvi – napoved temelji na napovedi prihodkov in stroškov poslovanja ter na ocenitvi efektivne davčne stopnje;
- napoved investicij v osnovna sredstva – napoved je odvisna od obsega poslovanja in ocene obstoječih zmogljivosti podjetja;
- napoved investicij v obratni kapital – napoved temelji na opredelitvi potrebnega obsega obratnega kapitala, ki ga ugotovimo kot odstotek obratnega kapitala v prihodkih od prodaje.

1.1.3 Preostala vrednost

Kot sem že omenil, poteka vrednotenje podjetja v dveh korakih. V prvem koraku dobimo sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju (za obdobje od 5 do 10 let), v drugem koraku pa izračunamo sedanjo vrednost preostale vrednosti, saj predvidevamo, da bo tudi po eksplicitnem obdobju podjetje poslovalo v normalnih okoliščinah do teoretične neskončnosti.

Za izračun preostale vrednosti poznamo naslednje metode (Movrin Mešanovič, 2008, str. 14,15):

- metoda likvidacije – preostala vrednost je enaka likvidacijski vrednosti ob koncu dobe trajanja;
- metoda tržnih mnogokratnikov;
- metoda kapitalizacije (z uporabo Gordonovega modela rasti).

V diplomskem delu bom za izračun preostale vrednosti uporabil Gordonov model rasti, ki je izražen z enačbo (Hartman, 2009, str. 63):

$$\text{Preostala vrednost} = \frac{(DT_n)(1+g)}{r-g}, \quad (3)$$

pri čemer je:

- DT_n – normaliziran čisti denarni tok v zadnjem letu napovedanega obdobja,
- g – dolgoročna nominalna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka,
- r – diskontna stopnja.

1.1.4 Diskontna stopnja

Pri vrednotenju podjetij po DCF metodi je ena od ključnih ocen opredelitev diskontne stopnje oziroma v našem primeru je to strošek celotnega kapitala (tudi zahtevana ali pričakovana stopnja donosa). Po MSOV je diskontna stopnja opredeljena kot »mera donosa, ki se

uporablja za pretvorbo denarne vsote, dane ali prejete v prihodnosti, v sedanjo vrednost. Teoretično naj izraža oportunitetne stroške kapitala, in sicer mero donosa, ki ga kapital lahko ustvari, če je uporabljen drugje s podobnim tveganjem« (IVSC, 2007, str. 119).

Diskontna stopnja temelji na načelu substitucije, saj investitor ne bo vlagal v določeno naložbo, če obstaja boljša alternativa. Tveganje v tem primeru pomeni stopnjo negotovosti v zvezi z uresničitvijo prihodnjih donosov (Lušnic & Praznik, 2008, str. 12).

Strošek kapitala tvorijo tri temeljne sestavine (Praznik, 2006, str. 70):

- realna mera donosa, ki jo naložbenik pričakuje v zameno, če dopusti nekemu porabo svojega denarja na netvegani osnovi;
- pričakovana inflacija – pričakovano zmanjšanje kupne moči v času, ko je denar vezan;
- tveganje – negotovost, povezana s tem, kdaj bomo prejeli denarni tok.

Celotni kapital podjetja sestavlja:

- dolžniški kapital (najeta posojila, obveznice, prednostne delnice);
- lastniški kapital (navadne delnice podjetja).

Kot sem že omenil, mora diskontna mera za celoten kapital vključevati stroške vseh sestavin kapitala (dolžniškega in lastniškega kapitala). Strošek celotnega kapitala je tako tehtano povprečje stroškov vseh sestavin celotnega kapitala, pri čemer je posamezna sestavina obtežena z utežjo, ki predstavlja njen delež v sestavi celotnega kapitala, opredeljeno s tržno vrednostjo posamezne sestavine (WACC) (Pučnik, 2004, str.6). WACC se izračuna na podlagi naslednje formule (Pratt, 2000, str. 185):

$$WACC = (k_e * W_e) + (k_p * W_p) + (k_{d(p)} * (1 - t) * W_d), \quad (4)$$

pri čemer je:

- WACC – tehtano povprečje stroškov kapitala;
- k_e – strošek lastniškega kapitala;
- W_e – delež navadnih delnic v sestavi celotnega kapitala, opredeljen na osnovi tržne vrednosti;
- k_p – strošek kapitala, ki velja za prednostne delnice;
- W_p – delež prednostnih delnic v sestavi celotnega kapitala, opredeljen na osnovi tržnih vrednosti;
- $k_{d(p)}$ – strošek dolga pred obdavčitvijo;
- t – efektivna stopnja davka na dobiček;
- W_d – delež dolga v sestavi celotnega kapitala, opredeljen na osnovi tržnih vrednosti.

Strošek dolga

Strošek dolga je izračunan kot (Movrin Mešanovič, 2008, str. 16):

$$k_d = r_{\text{povp}} * (1 - t), \quad (5)$$

pri čemer je:

- k_d – strošek dolga;
- r_{povp} – povprečna obrestna mera podjetja;
- t – efektivna davčna stopnja podjetja.

Strošek lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala je pričakovana mera donosa, ki jo zahteva investitor za investicijo v lastniški kapital podjetja (Brigham et al., 2004, str. 84).

Vrednost lastniškega kapitala je z vidika tveganj, ki določajo tudi njegov strošek, odvisna od naslednjih sestavin (Praznik, 2006, str. 74):

- časovne vrednosti denarja, ki jo opredeljuje realna mera donosa netveganega vrednostnega papirja in pričakovana inflacija;
- obrestnega tveganja, ki ga opredeljuje dolgoročni značaj lastniškega kapitala;
- tveganja zaradi neizpolnitve obveznosti, ki ga opredeljuje nevarnost finančnega zloma podjetja;
- splošnega tveganja, ki ga opredeljujejo razmere na trgu kapitala;
- posebnega tveganja, ki ga opredeljujejo specifični dejavniki tveganja podjetja.

V praksi obstaja več modelov za izračun stroška lastniškega kapitala (Praznik, 2006, str. 75-81):

- model dograjevanja (angl. *build-up method*);
- model ocenjevanja dolgoročnih sredstev (angl. *capital asset pricing model – CAPM*);
- model diskontiranega denarnega toka;
- model uravnoteženega določanja stroška kapitala (angl. *arbitrage pricing theory – APT*);
- model treh dejavnikov Fama-French.

V praksi je največkrat uporabljen CAPM model, katerega bom uporabil tudi v diplomskem delu.

Model CAPM temelji na naslednjih predpostavkah (Bodie et al., 2003, str. 221):

- vlagatelji so nenaklonjeni tveganju in za vsako povečanje tveganja zahtevajo dodatno povečan donos;
- racionalni vlagatelji težijo k popolnoma razpršenemu portfelju naložb;

- vlagatelji investirajo v kapital podjetja za časovno neomejeno obdobje;
- v modelu niso upoštevani transakcijski stroški;
- davčne stopnje niso upoštevane (upoštevata se le davek od dobička podjetja);
- obrestna mera na izposojen denar je enaka strošku izposoje;
- trg je popolnoma likviden in pregleden (vlagatelji nimajo notranjih informacij).

Osnovna enačba za izračun stroška lastniškega kapitala oziroma zahtevane stopnje donosa po modelu CAPM je (Brigham et al., 2004, str. 84):

$$E(R_i) = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (6)$$

pri čemer je:

- $E(R_i)$ – pričakovana stopnja donosa lastniške naložbe;
- R_f – netvegana stopnja donosa;
- $(R_m - R_f)$ – premija za kapitalno tveganje;
- β – beta lastniške naložbe.

Z modelom CAPM dobimo strošek lastniškega kapitala tako, da upoštevamo netvegano stopnjo donosa, kateri prištejemo premijo za kapitalno tveganje, pomnoženo z beta naložbami. V ekonomski teoriji se pribitek za kapitalno tveganje deli na splošno in posebno tveganje (sistematično in specifično tveganje). Splošno tveganje se nanaša na tveganje kapitalnega trga in je za vsa podjetja enako (ukrepi makroekonomske politike, cikličnost gospodarstva ...). Posamezni vlagatelj se temu tveganju ne more izogniti, kljub razpršitvi svojih naložb. Posebno tveganje pa določajo dejavniki, ki so specifični za posamezno podjetje (sposobnosti vodstva, tveganost poslovanja podjetja ...). Posamezni vlagatelj se temu tveganju lahko izogne z razpršitvijo svojih naložb (Damodaran, 2006, str. 32).

Damodaran (2006, str. 35) je **netvegano stopnjo donosa (R_f)** opredelil kot stopnjo donosa vrednostnega papirja, za katerega investitor z gotovostjo ve, kakšen je njegov pričakovani donos (dejanski donos mora biti enak pričakovanemu donosu). Da lahko govorimo o netvegani stopnji donosa, morata biti izpolnjena naslednja pogoja:

- tveganje neplačila (angl. *default risk*) ne sme obstajati (vrednosti papir z netvegano stopnjo donosa mora biti izdan s strani države);
- ne sme obstajati negotovost glede reinvesticijskih stopenj (ne smejo obstajati vmesni denarni tokovi – brezkuponske državne obveznice).

V praksi se kot netvegano stopnjo donosa uporabljajo stopnje donosa dolgoročnih državnih obveznic, saj imajo ti vrednostni papirji zelo nizko tveganje izostanka plačil, zadovoljivo likvidnost in vključujejo pribitek za časovni horizont (to predstavlja razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja) (Možina, 2006, str. 32). Pri določanju netvegane stopnje donosa, se uporabljajo dolgoročne državne obveznice zato, da se

čim bolj približamo časovnemu obdobju, v okviru katerega ima vlagatelj v lasti svoje kapitalske naložbe (Lušnic & Praznik, 2008, str. 13).

Premija za kapitalsko tveganje je opredeljena kot dodatni donos, ki ga zahteva vlagatelj, ker je vložil v lastniški kapital namesto v netvegan vrednostni papir. V okviru CAPM modela je premija za kapitalsko tveganje izračunana na podlagi podatkov za preteklo obdobje, in sicer kot razlika med povprečnim donosom košarice navadnih delnic (npr. S&P 500) in povprečnim donosom netveганиh naložb (dolgoročnih državnih obveznic) v nekem daljšem časovnem obdobju (Damodaran, 2006, str. 37). Pri izračunu povprečnih donosov se uporabi geometrijsko povprečje⁵, saj določene empirične raziskave kažejo na negativno korelacijo delniških donosov v daljšem časovnem obdobju (izračun z aritmetično sredino lahko preceni dejanski pričakovani donos).

Kot sem že omenil, se v ekonomski teoriji pribitek za kapitalsko tveganje deli na splošno in posebno tveganje. Mero splošnega tveganja v CAPM modelu predstavlja **koeficient beta** in prikazuje prispevek posamezne delnice k tveganju celotnega portfelja. Koeficient beta predstavlja odnos med variabilnostjo stopnje donosa lastniškega kapitala posameznega podjetja ter variabilnostjo stopnje donosa lastniškega kapitala vseh podjetij, ki kotirajo na delniškem trgu. Izračunan je kot količnik kovariance med obema spremenljivkama ter variance stopnje donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja. V primeru, da je vrednost koeficienta beta večja od 1, je naložba v delnico določenega podjetja bolj tvegana od povprečnega tveganja na trgu, in obratno, če je manjši od 1, je naložba v delnico določenega podjetja manj tvegana od povprečnega tveganja na trgu (Praznik, 2006, str. 77). Koeficient beta določajo naslednji dejavniki (Damodaran, 2006, str. 51):

- osnovna dejavnost podjetja (cikličnost dejavnosti⁶) – podjetje, ki posluje v panogi, katera je občutljiva na splošno stanje v gospodarstvu, ima višji koeficient beta kot tisto, ki posluje v panogi, katera je manj občutljiva na ekonomske cikle v gospodarstvu;
- poslovni vzvod (angl. *operating leverage*) – predstavlja razmerje med fiksnimi in celotnimi stroški podjetja⁷;

⁵ Geometrijsko povprečje se izračuna po naslednji formuli:

$$\text{Geometrijsko povprečje} = \left(\frac{\text{vrednost}_N}{\text{vrednost}_0} \right)^{\frac{1}{N}} - 1, \quad (7)$$

pri čemer je:

- vrednost_N – vrednost investicije na koncu obdobja;
- vrednost₀ – vrednost investicije na začetku obdobja;
- N – število obdobj.

⁶ Tipični predstavnici cikličnih panog sta gradbeništvo ter proizvodnja avtomobilov (v času ugodnih gospodarskih razmer so kupci pripravljene kupiti več avtomobilov ter nepremičnin kot pa v času recesij). Tipični predstavnici necikličnih panog sta proizvodnja hrane ter tobačna industrija (tako v času ugodnih gospodarskih razmer kot tudi v času recesij je povpraševanje po hrani in tobačnih izdelkih relativno stabilno). To se je lepo videlo tudi v trenutni recesiji (začetek v letu 2008).

⁷ Podjetje z višjim poslovnim vzvodom ima višji koeficient beta, saj je variabilnost dobička iz poslovanja pri takem podjetju višja kot pri podjetju z nizkim poslovnim vzvodom.

- finančni vzvod (angl. *financial leverage*) – predstavlja razmerje med dolgom in kapitalom podjetja⁸.

Koeficient beta se izračuna po naslednji formuli (Damodaran, 2006, str. 52):

$$\beta_i = \beta_u * \left(1 + \frac{D}{E} * (1 - t) \right), \quad (8)$$

pri čemer je:

- β_i – beta z zadolženostjo ocenjevanega podjetja;
- β_u – beta brez zadolženosti primerljivega podjetja ali panoge;
- D – delež dolga v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja (tržna vrednost);
- E – delež lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala podjetja (tržna vrednost);
- t – efektivna davčna stopnja ocenjevanega podjetja.

Posebno tveganje se nanaša na specifične finančne in poslovne značilnosti posameznega podjetja. Medtem ko je finančno tveganje že vključeno v izračunu koeficienta beta, pa je poslovno tveganje v diskontni stopnji upoštevano tako, da zahtevani stopnji donosa dodamo premijo za tveganje majhnega podjetja ter premijo za deželno tveganje. Prav tako so empirične raziskave pokazale, da CAPM model ni popolnoma uporaben za izračun stroškov kapitala vseh podjetij (predvsem manjših in podjetij izven ZDA), zato v praksi za izračun uporabljamo dopolnjeno enačbo 6 (Praznik, 2006, str. 78):

$$E(R_i) = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_s + R_c, \quad (9)$$

pri čemer je:

- R_s – premija za tveganje majhnega podjetja;
- R_c – premija za deželno tveganje⁹.

1.2 METODA RELATIVNEGA VREDNOTENJA

Medtem ko je vrednost sredstva (podjetja) ocenjena z metodo vrednotenja na podlagi diskontiranih denarnih tokov, dobljena na podlagi denarnih tokov, pričakovane stopnje rasti ter stopnje tveganosti, je vrednost sredstva, ocenjena z metodo relativnega vrednotenja, dobljena na podlagi primerjave ocenjevanega podjetja s primerljivimi podjetji s kapitalskega trga. V ozadju metode se skriva ekonomsko načelo substitucije, po katerem velja, da vlagatelj ni pripravljen plačati za določeno podjetje več, kot bi moral plačati za enakovredno primerljivo podjetje.

⁸ Podjetje z višjim finančnim vzvodom ima višji koeficient beta, saj finančni vzvod vnaša dodatno variabilnost celotnega dobička podjetja zaradi stalnega značaja odhodkov za obresti.

⁹ Premija za majhnost podjetja je izračunana kot razlika med povprečnim letnim donosom majhnih podjetij in povprečnim donosom preostalih podjetij, delnice katerih kotirajo na trgu (Damodaran, 2006, str. 57).

Ocenjevanje vrednosti podjetja z metodo relativnega vrednotenja poteka po naslednjih korakih (Damodaran, 2006, str. 233-234):

- izbira primerljivih podjetij;
- preračun tržnih vrednosti na skupni imenovalec¹⁰;
- prilagoditev za razlike med različnimi sredstvi (npr. različne stopnje rasti ...).

Izbira primerljivega podjetja

Pri relativnem vrednotenju ima izbira primerljivih podjetij zelo velik pomen, zato se moramo držati določenih pravil oziroma meril:

- primerljiva podjetja morajo kotirati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev;
- primerljiva podjetja se morajo v pretežni meri ukvarjati z isto dejavnostjo kot ocenjevano podjetje – izpostavljena morajo biti enakim poslovnim tveganjem;
- za primerljiva podjetja morajo obstajati vsi finančni podatki, zahtevani za izračun potrebnih kazalnikov;
- primerljiva podjetja naj bi imela podobne prihodnje stopnje rasti;
- primerljiva podjetja morajo biti enaka po velikosti.

V diplomskem delu zadnjega pravila ne bom upošteval, saj je ocenjevano podjetje veliko manjše od možnih primerljivih podjetij, zato bi upoštevanje tega pravila izločilo večino, če ne vsa možna primerljiva podjetja.

Mnogokratniki

Pri ocenjevanju vrednosti podjetij z relativno metodo vrednotenja lahko uporabimo dva postopka, in sicer (Praznik, 2006, str. 38):

- postopek z uporabo kazalnikov lastniškega kapitala – temelji le na tržnih cenah oziroma tržnih kapitalizacijah podjetij;
- postopek z uporabo kazalnikov celotnega kapitala (angl. *enterprise value – EV*) – poleg tržnih kapitalizacij upošteva še neto dolg¹¹ podjetja.

V okviru posameznega postopka poznamo več vrst kazalnikov, ki se med seboj razlikujejo po tem, katera temeljna finančna spremenljivka (čisti dobiček, prihodki od prodaje, dobiček iz poslovanja, knjigovodska vrednost lastniškega kapitala ...) tvori osnovo kazalnika.

Pri uporabi kazalnikov relativnega vrednotenja je potrebno upoštevati štiri korake (Lušnic & Praznik, 2008, str. 16):

¹⁰ V primeru vrednotenja delnic podjetja je potrebno tržno vrednost lastniškega oziroma celotnega kapitala podjetja pretvoriti v primerljive mnogokratnike oziroma kazalnike (mnogokratnike prihodkov, knjigovodske vrednosti, dobička ...).

¹¹ Neto dolg podjetja je izražen kot finančni dolg podjetja, zmanjšan za denar in njegove ekvivalente.

- potrebno je zagotoviti, da je kazalnik dosledno definiran ter je merjen na isti način pri vseh primerljivih podjetjih;
- potrebno se je zavedati medsektorske porazdelitve vrednosti kazalnika tako za panogo, znotraj katere deluje ocenjevano podjetje, kot tudi za celotni trg;
- potrebno je temeljito poznavanje kazalnikov – katere spremenljivke vplivajo na kazalnik in kako njihove spremembe vplivajo na spremembo samih kazalnikov;
- potrebno je poiskati primerna podjetja za primerjavo.

Pri relativni metodi vrednotenja podjetij pomnožimo temeljne finančne spremenljivke podjetja s kazalniki, ki jih dobimo iz borznih kotacij delnic primerljivih podjetij (Praznik, 2006, str. 37).

V diplomskem delu bom uporabil ter podrobneje predstavil sledeče kazalnike:

- kazalniki lastniškega kapitala – P/E, P/B;
- kazalniki za celotni kapital – EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/Sales.

Kazalnik P/E

Kazalnik P/E (angl. *price-to-earnings ratio*) je mnogokratnik čistega dobička in je v praksi najpogosteje uporabljeni kazalnik. Izražen je kot razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja¹² ter dobičkom podjetja oziroma med ceno delnice ter dobičkom na delnico.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{tržna cena delnice}}{\text{čisti dobiček na delnico}} \quad (10)$$

Za ta kazalnik je značilno, da lahko zavzema le pozitivne vrednosti, ne more pa biti enak nič oziroma negativen (v primeru, če ima podjetje izgubo), kar predstavlja glavni problem pri uporabi tega kazalnika. Pomembno je tudi omeniti, da je vrednost kazalnika različna med različnimi panogami. Podjetja, ki poslujejo v tradicionalnih panogah z nizko pričakovano stopnjo rasti (proizvodnja hrane, telekom, oskrba z javnimi dobrinami ...), imajo nižje vrednosti kazalnika P/E kot pa podjetja, ki poslujejo v novih, hitro rastočih panogah (informacijska tehnologija, biotehnologija ...). Na vrednost kazalnika P/E najpomembneje vplivajo naslednje spremenljivke: pričakovana stopnja rasti (nižja pričakovana stopnja rasti se odraža v nizki vrednosti kazalnika), tveganje poslovanja (nižje tveganje se odraža v nižji vrednosti kazalnika) ter delež izplačanega dobička (podjetja z nižjo stopnjo reinvestiranja – večji delež dobičkov izplačajo v dividendah, imajo višje vrednosti kazalnika).

Kazalnik P/B

Kazalnik P/B (angl. *price-to-book ratio*) je mnogokratnik knjigovodske vrednosti. Izražen je kot razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala oziroma med ceno delnice ter knjigovodsko vrednostjo delnice.

¹² Tržna kapitalizacija podjetja = število delnic (brez lastnih delnic) * tržna vrednost delnice.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{tržna cena delnice}}{\text{knjigovodska vrednost delnice}} \quad (11)$$

Kazalnik P/B je za ocenjevanje vrednosti primeren, če temeljijo knjigovodske vrednosti sredstev na tržnih vrednostih. V praksi se največkrat uporablja pri ocenjevanju vrednosti finančnih institucij in podjetij s področja trgovine na drobno, ki imajo v sestavi sredstev relativno velik delež zalog blaga (Praznik, 2006, str. 39). Vlagatelji uporabljajo kazalnik, da ocenijo, koliko je posamezna delnica precenjena oziroma podcenjena. Prav tako kot P/E tudi kazalnik P/B ne more zavzemati negativnih vrednosti (v primeru negativnega kapitala podjetja). Višje vrednosti kazalnika dosegajo podjetja z relativno visokimi stopnjami donosa na lastniški kapital.

Kazalnik EV/EBIT

Kazalnik EV/EBIT je izražen kot razmerje med celotno vrednostjo podjetja (angl. *enterprise value – EV*) in dobičkom iz poslovanja (EBIT).

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{tržna vrednost dolga} - \text{likvidna fin. sredstva}}{\text{dobiček iz poslovanja}} \quad (12)$$

Pri izračunu kazalnika so likvidna sredstva odšteta, ker se stanje denarja podjetja hitro spreminja, kratkoročne finančne naložbe pa imajo ročnost krajšo od enega leta in zato ne vplivajo na vrednost podjetja.

Kazalnik EV/EBITDA

Kazalnik EV/EBITDA je izražen kot razmerje med celotno vrednostjo podjetja in dobičkom iz poslovanja, povečanim za amortizacijo (EBITDA).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{tržna vrednost dolga} - \text{likvidna fin. sredstva}}{\text{dobiček iz poslovanja} + \text{amortizacija}} \quad (13)$$

Kazalnik EV/S

Kazalnik EV/S je izražen kot razmerje med celotno vrednostjo podjetja in čistimi prihodki od prodaje podjetja (S).

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{tržna vrednost dolga} - \text{likvidna fin. sredstva}}{\text{čisti prihodki od prodaje}} \quad (14)$$

Kazalnik EV/S se v praksi največkrat uporablja za vrednotenje podjetij, ki imajo relativno visoko stopnjo finančnega vzvoda (Karner, 2006, str. 12).

1.3 PREDNOSTI IN SLABOSTI IZBRANIH METOD

Metoda diskontiranih denarnih tokov

Glavne prednosti metode (Lušnic & Praznik, 2009, str. 22):

- teoretično je to najbolj pravilna metoda vrednotenja, saj zajema sedanjo vrednost vseh v prihodnosti realiziranih denarnih tokov;
- uporabljata se pri vrednotenju za različne namene;
- naročniki jo vedno bolj sprejemajo kot temeljno metodo ocenjevanja vrednosti.

Glavne pomanjkljivosti metode (Lušnic & Praznik, 2009, str. 22):

- zahteva projekcijo bodočih donosov, kar je lahko sporno;
- zahteva oceno ustrezne diskontne stopnje, kar je lahko prav tako sporno;
- zahteva veliko informacij;
- težje razumljiva naročniku, ki ima premalo znanja iz podjetniških financ.

Metoda relativnega vrednotenja

Glavne prednosti metode (Praznik, 2006, str. 40):

- temelji na predpostavki, da je trg najboljši in edini nevtralni razsodnik za določanje tržne vrednosti;
- relativno enostavna in hitra metoda vrednotenja (potrebno je veliko manj predpostavk za uspešno vrednotenje);
- cene delnic, ki kotirajo na borzi, so vedno dostopne;
- posebno primerna za ocenjevanje manjšinskega deleža podjetja, ker ni treba uporabiti odbitka za manjšinski delež, medtem ko obstajajo za odbitek za pomanjkanje tržljivosti dobre statistične podlage.

Glavne pomanjkljivosti metode (Praznik, 2006, str. 40):

- pomanjkanje razpoložljivih podatkov za posamezne panoge;
- težava pri izbiri resnično primerljivih podjetij;
- v tranzicijskih državah je trg kapitala pogosto premalo razvit za pridobivanje kakovostnih primerljivih osnov;
- pri ocenjevanju obvladujočega deleža, je uporaba pribitka za obvladovanje pogosto subjektivna in sporna.

2 PREDSTAVITEV PANOGE

V zadnji polovici leta 2008 smo bili priča izrazitemu poslabšanju gospodarskih razmer po svetu. Prišlo je do ene največjih hipotekarnih kriz v zgodovini ZDA, velikega upada potrošnje, industrijske proizvodnje, posojilne aktivnosti so se tako rekoč popolnoma ustavile. Vse to je občutilo tudi slovensko gospodarstvo ter posledično tudi skupina Petrol.

2.1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE

Konec leta 2008 so se tako Slovenija kot tudi vsa ostala svetovna gospodarstva soočala z velikimi gospodarskimi težavami. Hipotekarna, bančna in finančna kriza, ki se je začela v drugi polovici leta 2007 v ZDA, se je razširila in okužila ves svet. V nekaterih največjih gospodarskih velesilah so že razglasili recesijo (ZDA, Velika Britanija, Japonska ...), bančni sektor je domala zaustavil dolgoročno kreditiranje tako gospodarstva kot tudi prebivalstva¹³, nekatere države so se znašle pred bankrotom (Islandija, Madžarska, Ukrajina), v nevarnosti nelikvidnosti so se znašle tudi nekatere največje in najuglednejše svetovne firme (General Motors, Chrysler, zavarovalnica AIG ...). V vse večjih težavah so tudi gospodinjstva, saj se soočajo z rastjo brezposelnosti, nezmožnostjo odplačevanja in pridobivanja kreditov ter izgubah prihrankov na kapitalskih trgih, kar se odraža v zmanjšani potrošnji gospodinjstev. Večina držav je že sprejela kopico paketov pomoči, ki pa za sedaj še niso prinesli zelenih rezultatov.

Gospodarska kriza je močno prizadela tudi razvijajoča se gospodarstva (predvsem izvozno orientirana gospodarstva z nizko domačo potrošnjo ter visoko zadolženostjo in s surovinami bogate države), kamor uvrščamo tudi Slovenijo. Zaradi visoke stopnje negotovosti v mednarodnem okolju se je začela umirjati tudi gospodarska aktivnost v Sloveniji. Največji problem slovenskemu gospodarstvu predstavlja konkurenčnost podjetij in posledično možnost pridobivanja novih naročil (visoki stroški dela, togost trga dela) ter recesija v najpomembnejših državah partnericah pri izvozu (Nemčija, Italija, Avstrija, Francija) (UMAR, 2009, str. 9).

Večina finančnih analitikov, institucionalnih investitorjev ter mednarodnih agencij (IMF, 2009a, str. 1-6; WB, 2009, str. 1-10) napoveduje negativno gospodarsko rast za večino razvitih držav v letu 2009 ter postopno okrevanje gospodarstev v letu 2010.

2.2 PREDSTAVITEV PANOGE

Poslabšanje gospodarskih razmer v svetu in posledično zmanjšana poraba nafte je povzročilo presežke načrpane surove nafte, kar povečuje pritiske na ceno le-te. Cena za sodček surove nafte se je konec drugega četrtletja leta 2009 stabilizirala na nivojih med 60 USD/sodček in 75 USD/sodček¹⁴. Po pričakovanjih večine analitikov naj bi se cena surove nafte tudi v letih 2009 in 2010 nahajala na teh nivojih. Po napovedih mednarodne agencije IEA naj bi poraba nafte v letu 2009 znašala 84,4 milijonov sodčkov na dan, v letu 2010 pa 85,7 milijonov

¹³ Večina svetovnih bank se sooča s problemi nelikvidnosti, kapitalske neustreznosti, nezaupanja ter z odpisi »toksičnih aktiv« (slabe terjatve). 15. septembra 2008 je objavila stečaj ena od največjih svetovnih bank Lehman Brothers (največji stečaj v zgodovini ZDA), kar je povzročilo še dodatne pritiske na celotni svetovni bančni sektor in odprlo vprašanja glede ustreznosti dosedanjih kontrolnih mehanizmov. Bančna kriza se je po propadu banke Lehman Brothers še poglobila (trenutno znašajo izgube in odpisi slabih terjatev bank preko 2.000 milijard ameriških dolarjev) in države so bile primorane pomagati bankam z davkoplačevalskim denarjem. Prihaja tudi do nacionalizacije bank, kar je bilo nepredstavljivo še ne dolgo nazaj (vstop države v lastništvo bank Fannie Mae, Freddie Mac, City Group, Royal Bank of Scotland).

¹⁴ Poleti 2008 je cena surove nafte narasla na okoli 140 USD/sodček.

sodčkov na dan (v letu 2008 je poraba znašala 86,3 milijonov sodčkov na dan), (IEA, 2009, str. 5).

Sama višina cene nafte nima posebnega vpliva na poslovne rezultate podjetja, saj so marže skupine Petrol na večini trgov fiksne in določene s strani države (le v Bosni in Hercegovini se oblikujejo na trgu). Prav tako podjetje nima lastnih črpališč in rafinerij, na poslovanje katerih ima cena nafte odločujoči vpliv.

Poraba nafte ter naftnih proizvodov je v Sloveniji v obdobju od leta 2000 do leta 2006 konstantno naraščala (leta 2000 je znašala 2,2 milijona ton, leta 2006 pa 2,5 milijona ton) in je v letu 2006 znašala 1,97 milijarde EUR. V letu 2007 se je poraba nekoliko zmanjšala in je znašala 2,47 milijona ton. Največ nafte in naftnih proizvodov se je v letu 2007 porabilo za transport (1,8 milijona ton). Nekoliko nižjo porabo v letu 2007 glede na leto 2006 je moč pripisati zrelosti slovenskega naftnega trga. V letu 2008 se je poraba naftnih derivatov zopet povišala, in sicer na 2,9 milijona ton oziroma za 16 odstotkov več kot v 2007, kar je moč pripisati ugodnim gospodarskim razmeram, porastu transportnega prometa ter hladnejši zimi. Tudi v letu 2008 je opazen trend rasti prodaje dizelskega goriva, saj je bila prodaja za 20 odstotkov višja kot pa leto poprej (SURs, b.l.). V letu 2009 pričakujem upad prodaje nafte in naftnih proizvodov predvsem zaradi upada gospodarske aktivnosti ter višje cene goriv v Sloveniji, ki so posledica dviga trošarin s strani vlade Republike Slovenije, glede na sosednje države. Pričakujem pa postopno okrevanje od leta 2010 naprej.

2.3 UMESTITEV PODJETJA

Podjetje Petrol d.d., Ljubljana je po standardni klasifikaciji dejavnosti (v nadaljevanju SKD)¹⁵ uvrščeno v segment G47.301 – Trgovina na drobno z lastnimi motornimi gorivi, saj večino čistih prihodkov od prodaje ustvari s trgovino z naftnimi proizvodi. Prav tako večina mednarodnih poročevalskih, finančnih agencij uvršča skupino Petrol v sektor trgovine z motornimi gorivi (Bloomberg, b.l.; Reuters, b.l.).

Trgovina na drobno z lastnimi motornimi gorivi se uvršča med defenzivne panoge¹⁶.

Prav tako pomemben delež prihodkov predstavlja dejavnost prodaje dopolnilnega asortimenta in ostalega trgovskega blaga.

¹⁵ Do 31.12.2007 je bila skupina Petrol umeščena v kategorijo 50.501- Trgovina na drobno z lastnimi motornimi gorivi. Z 1.1.2008 je stopila v veljavo nova Uredba o standardni klasifikaciji dejavnosti, ki skupino Petrol uvršča v kategorijo G47.301 – Trgovina na drobno z lastnimi motornimi gorivi (SURs, 2008).

¹⁶ Za defenzivne panoge je značilno, da je povpraševanje po izdelkih podjetij iz teh panog relativno stabilno. V času recesije se povpraševanje zmanjša za manj kot v ostalih panogah, v času gospodarske rasti pa se povpraševanje poveča za manj kot v ostalih panogah. Enako se dogaja tudi z delnicami podjetij, ki poslujejo v defenzivnih panogah. V večini primerov imajo ta podjetja beto manjšo od 1. V podjetja iz defenzivnih panog sodijo še podjetja, ki delujejo v panogi osnovnih potrebščin (hrana, tobak ...), zdravstveni panogi (medicinska oprema, zdravila ...) ter podjetja, ki opravljajo različne oblike javnih storitev (oskrba z električno energijo, komunalne storitve).

3 SKUPINA PETROL

3.1 OSNOVNI PODATKI

Firma:	Petrol, Slovenska energetska družba, d.d., Ljubljana
Skrajšan naziv:	Petrol d.d.
Sedež:	Dunajska cesta 50, 1000 Ljubljana
Matična številka:	5025796
Davčna številka:	SI80267432
Šifra dejavnosti:	G47.301 (Trgovina na drobno z lastnimi motornimi gorivi)

3.2 PREDSTAVITEV SKUPINE PETROL

Zgodovina podjetja Petrol sega še v čase nekdanje države Jugoslavije. Ustanovljeno je bilo leta 1945 kot Jugopetrol Beograd, s sedežem v Beogradu, vendar je bilo poslovanje družbe ukinjeno že leta 1947. Hkrati je bilo v Sloveniji ustanovljeno novo podjetje Jugopetrol Ljubljana. V naslednjih 60 letih poslovanja se je podjetje prelevilo iz majhnega, lokalnega naftnega trgovca z 220 zaposlenimi in 9 črpalkami prelevil v največje slovensko energetske podjetje z več kot 3 tisoč zaposlenimi, z več kot 400 črpalkami ter s poslovanjem v širši balkanski regiji. Svoje poslovalnice ima v Srbiji, Črni Gori, Albaniji, Bosni in Hercegovini, Avstriji, Hrvaški, na Cipru in Kosovu. V prihodnosti namerava podjetje postati močan regionalni ponudnik energetskih in ekoloških proizvodov ter storitev, kar bo zagotovilo tako z organsko rastjo kot tudi z vertikalnimi povezavami ter prevzemi in pripojitvami. Za lažje doseganje zastavljenih ciljev bo potrebna reorganizacija podjetja v holdinški način organiziranosti skupine. Prav tako bo podjetje razširilo svoje poslovanje z uvajanjem novih kot tudi z razširitvijo obstoječih energetskih dejavnosti, kot so: trženje plinske, toplotne, električne energije in obnovljivih virov energije.

V Skupini Petrol zagotavljajo oskrbo z energetske-ekološkimi proizvodi v Sloveniji ter na področju Jugovzhodne Evrope. Podjetje ima lastno mrežo bencinskih servisov, preko katerih voznikom ponujajo vse potrebno za popotovanje, gospodinjstvom pa ponujajo najrazličnejše vrste energentov za ogrevanje domov. Osrednji del poslovanja Skupine Petrol predstavlja trgovanje z naftnimi derivati, plinom in ostalimi energenti. Na tem področju ima podjetje vodilni tržni položaj v Sloveniji, kjer tudi ustvari večino svojih prihodkov. Poleg omenjene dejavnosti znaten delež prodaje predstavljajo prodaja trgovskega blaga za široko porabo in ostale storitve.

Prikaz prodaje skupine Petrol po divizijah v letu 2008 se nahaja v Prilogi 9.

Največja konkurenčna prednost podjetja v Sloveniji je razvejana in sodobna mreža bencinskih servisov ter prepoznavne blagovne znamke, kot so: Magna, Hip Hop, Tip Stop.

Skupino Petrol poleg obvladujoče družbe Petrol d.d., Ljubljana tvori še 6 domačih in 10 tujih odvisnih družb, 7 skupaj obvladujočih podjetij ter 6 pridruženih podjetij. Podjetje je največja slovenska skupina po prihodkih, največji slovenski uvoznik ter ena največjih slovenskih trgovskih družb, tako po ustvarjenih čistih prihodkih, kot tudi po številu zaposlenih in delničarjev.

3.2.1 Lastniška struktura in podatki o delnici

Lastniška struktura

Na dan 31. 12. 2008 je imelo podjetje Petrol d.d. 39.796 delničarjev, kar je 1,5 odstotka manj kot jih je imelo konec leta 2007. Trend upadanja števila delničarjev oziroma konsolidacije lastništva je opazen od začetka kotacije družbe na Ljubljanski borzi, vendar pa se v preučevanem obdobju vse bolj umirja.

Največji posamezni lastnik podjetja Petrol d.d. je bila na dan 31. 12. 2008 Slovenska odškodninska družba, d.d., ki je imela v lasti 412.009 delnic, oziroma 19,8 odstotkov vseh delnic. Največjih 10 delničarjev je imelo na dan 31. 12. 2008 v lasti 57,3 odstotkov vseh delnic podjetja Petrol d.d. Tuje in domače fizične osebe so imele na dan 31. 12. 2008 v lasti 26.414 delnic, kar predstavlja 1,3 odstotka vseh delnic.

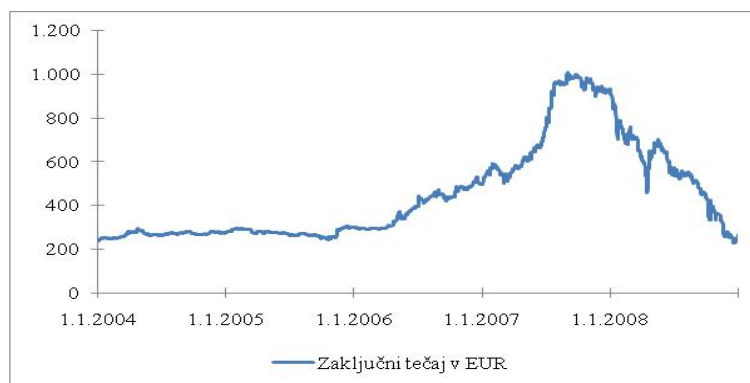
Lastniška struktura skupine Petrol se nahaja v Tabeli 15 v Prilogi 8.

Na dan 31. 12. 2008 je imelo podjetje Petrol d.d. 24.703 lastnih delnic, oziroma 1,2 odstotka vseh delnic. Podjetje ni dokupovalo lastnih delnic v letu 2008.

Podatki o delnici

Delnica podjetja je bila uvrščena v borzno kotacijo A na Ljubljanski borzi na dan 5. 5. 1997. Simbol, pod katerim kotira na Ljubljanski borzi, je PETG. Delnica podjetja je bila na dan 31. 12. 2008 sestavni del Slovenskega borznega indeksa SBI20 s 13,78-odstotno utežjo ter Slovenskega blue chip indeksa z 12,98-odstotno utežjo. Delnica podjetja, z doseženimi 55,48 milijoni evri letnega prometa v letu 2008, je po prometu sodila na četrto mesto na Ljubljanski borzi. Dosežen promet delnice v letu 2008 je za 78,5 odstotkov nižji kot v letu 2007. Delnica podjetja ni sodila med najbolj likvidne delnice na Ljubljanski borzi v letu 2008.

Slika 1: Gibanje vrednosti delnice Petrol d.d. v obdobju 2004-2008



Vir: Bloomberg, b.l.

Eden od pomembnejših ciljev razvojne strategije skupine Petrol je maksimiranje donosa lastnikov podjetja. V podjetju tako zagovarjajo dolgoročno stabilnost dividendne politike, kar predstavlja večjo predvidljivost donosov. Izplačila dividend za pretekla obdobja se nahajajo v spodnji tabeli.

Tabela 1: Pregled izplačila dividend v obdobju od 2004 - 2007

Poslovno obdobje	Skupni znesek dividend	Bruto dividenda na delnico
2004	7.860.919,00 €	3,80 €
2005	8.706.085,20 €	4,20 €
2006	11.474.655,50 €	5,50 €
2007	12.309.175,90 €	5,90 €

Vir: Petrol, Letno poročilo 2008.

3.2.2 Poslovne dejavnosti skupine Petrol

Naftna dejavnost

Prodaja proizvodov iz nafte predstavlja najpomembnejšo in najobsežnejšo dejavnost skupine Petrol, saj predstavlja preko 80 odstotkov čistih prihodkov od prodaje skupine. Večino prihodkov v tem segmentu poslovanja podjetje ustvari v Sloveniji. Maloprodaja predstavlja 49 odstotkov vseh prodanih količin naftnih proizvodov, 51 odstotkov pa predstavlja veleprodaja. Maloprodajna mreža skupine Petrol je v letu 2008 obsegala 425 bencinskih servisov, od tega 312 v Sloveniji, 67 na Hrvaškem, 41 v Bosni in Hercegovini, 3 v Srbiji in 2 bencinska servisa na Kosovu (Petrol, 2008, str. 64-68).

Ponudba naftnih proizvodov skupine Petrol zajema prodajo motornih bencinov (95-oktanski in 98-oktanski motorni bencin), dizelskega goriva ter kurilnega olja. Po letu 2002 je opazen trend spremembe razmerja v strukturi prodaje pogonskih goriv, in sicer povečana količinska prodaja dizelskih goriv ter upadanje količinske prodaje motornih bencinov. Poglavitni vzrok za spremembo strukture je sprememba voznega parka kupcev ter povečanje kamionskega tranzita čez Slovenijo. Pri tem bi veljalo omeniti še, da so bili naftni proizvodi v Sloveniji nekoliko cenejši kot v sosednjih državah, kar je posledično pomenilo, da je večina

prevoznikov raje točila gorivo v Sloveniji kot pri naših sosedih. Konec leta 2008 in v prvi polovici leta 2009 se je to spremenilo, saj je vlada Republike Slovenije dvignila višino trošarin na naftne derivate, kar je povzročilo rast maloprodajnih cen naftnih derivatov v Sloveniji nad raven cen v sosednjih državah (Petrol, 2008, str. 64-66).

Pri tem je potrebno omeniti tudi dejstvo, da je bruto marža pri bencinskih gorivih za 6,7 odstotka višja od bruto marž pri dizelskem gorivu in kurilnem olju.

Pri prodaji naftnih proizvodov imajo odločujoč vpliv na poslovanje različni sistemi oblikovanja prodajnih cen naftnih derivatov. V večini držav, v katerih podjetje posluje, so prodajne cene naftnih derivatov regulirane s strani države, le v Bosni in Hercegovini in na Kosovu se prodajne cene oblikujejo prosto po tržnih pogojih. V Sloveniji se prodajne cene oblikujejo v skladu z »Uredbo o oblikovanju cen naftnih derivatov«, na Hrvaškem s »Pravilnikom o utvrđivanju cijena naftnih derivata«, v Srbiji pa z »Uredbo o cenama derivata nafte« (Petrol, 2008, str. 32-33).

Poleg različnih sistemov oblikovanja prodajnih cen naftnih proizvodov ima prav tako pomemben vpliv na poslovanje gibanje cene nafte in naftnih derivatov na svetovnem trgu ter gibanje menjalnega tečaja ameriškega dolarja in evra.

S prodajo naftnih proizvodov se poleg matične družbe Petrol d.d. ukvarjajo še družbe Petrol Trgovina Zagreb, d.o.o., Petrol BH Oil Company d.o.o., Petrol d.o.o. Beograd, Petrol-Trade H.m.b.H., Cypet-Trade Ltd., Petrol Plin d.o.o. in Euro - Petrol d.o.o. (Petrol, 2008, str. 128).

Prodaja dopolnilnega asortimenta in ostalega trgovskega blaga

Prodaja dopolnilnega asortimenta in ostalega trgovskega blaga (v nadaljevanju DATB) predstavlja drugo najpomembnejšo dejavnost podjetja, saj predstavlja več kot 10 odstotkov vseh prihodkov družbe. Podjetje tudi v tem segmentu poslovanja pretežni delež prihodkov ustvari na slovenskem trgu, vendar pa prodaja na trgih JV Evrope hitro narašča (79-odstotna rast v letu 2008 glede na leto 2007).

Ponudba dopolnilnega asortimenta zajema prodajo avtomateriala, prehrabnega blaga, galanterije, tobačnih izdelkov in loterije, kuponov ter kartic. Ostalo trgovsko blago vključuje predvsem prodajo surovin in proizvodov kemične industrije.

V skupini Petrol prodajo DATB poleg matičnega podjetja izvajajo še Petrol Trgovina d.o.o., Zagreb, Petrol BH Oil Company d.o.o., Petrol d.o.o. Beograd, Petrol Plin d.o.o., Petrol-Trade H.m.b.H. in Euro - Petrol d.o.o. (Petrol, 2008, str. 65-67, 128).

Prodaja storitev

Prodaja storitev predstavlja relativno majhen segment poslovanja skupine Petrol, saj predstavlja neke med enim in dvema odstotkoma vseh prihodkov skupine.

Večino prihodkov tega segmenta ustvari matična družba Petrol d.d., Ljubljana. Med storitve se uvrščajo najemnine za poslovne prostore in gostinske objekte, prevozi, storitve avtopralnic, Magna storitve, prihodki od zaračunanih storitev upravljanja s skladiščnimi kapacitetami ZORD-u in ZRSBR-ju, prihodki od čistilnih naprav ter ostale storitve. Dobre prodajne uspehe je v letu 2008 dosegla storitev »kava na poti«, katero je podjetje uvedlo konec leta 2008.

Podjetje storitve bencinskih servisov dopolnjuje s 100 avtopralnicami, 98 bari, 7 avtomehaničnimi in vulkanizerskimi delavnicami ter 31 hitrimi servisi TIP STOP, ki so namenjeni vzdrževanju tovornih in osebnih motornih vozil in poslujejo po sistemu franšize.

Plinska dejavnost

V zadnjem času postajajo plini vse popularnejša izbira. Zemeljski plin za učinkovitejše, okolju prijaznejše ogrevanje gospodinjstev, ustanov in podjetij. Utekočinjeni naftni plin (v nadaljevanju UNP) za gospodinjstva, industrijo, gostinstvo in čistejši pogon vozil. UNP, ki nastane kot stranski produkt pri predelavi nafte, predstavlja energetske učinkovito in okolju prijazno gorivo. Podjetje je prodajo UNP-ja vključilo v svojo ponudbo leta 2005.

Skupina Petrol je konec leta 2008 upravljala s 27 plinskimi koncesijami. Od tega jih je 22 pokrivalo oskrbo z zemeljskim plinom, 5 pa oskrbo z UNP. Podjetje oskrbuje preko 2000 plinohramov v JV Evropi z utekočinjenim naftnim plinom.

Na področju plinske dejavnosti poleg matične družbe poslujejo še podjetja Petrol Plin d.o.o., Petrol Energetika d.o.o., Petrol Trgovina d.o.o., Zagreb, Petrol BH Oil Company d.o.o., Petrol d.o.o. Beograd, Petrol-Trade H.m.b.H., Rodgas AD Bačka Topola in Euro - Petrol d.o.o. (Petrol, 2008, str. 76, 77, 128).

Ostala energetska dejavnost in učinkovita raba energije

Proizvodnja, prodaja in distribucija električne in toplotne energije

Skupina Petrol se že od leta 2001 ukvarja s trženjem električne energije. Poslovanje je podjetje nadgradilo leto kasneje, ko je dejavnost proizvodnje, distribucije in trženja električne energije prevzela odvisna družba Petrol Energetika d.o.o. Družba poleg načrtovalca, izvajalca in oskrbovalca tržno nastopa tudi v vlogi systemskega operaterja energetskih sistemov – tako za podjetja, državo kot lokalne skupnosti.

Projekti učinkovite rabe energije in drugi energetske projekti

V Sloveniji in celotni regiji JV Evrope je prisotno rastoče povpraševanje in vedno večje pomanjkanje energetskih virov. Kratkoročno rešitev predstavljajo prav projekti učinkovitejše rabe energije.

Učinkovita raba energije je koncept, po katerem v skupini Petrol z ustreznim načinom vodenja, financiranja in izvajanja celovitega energetskega projekta partnerjem zagotavljajo zajamčene izkoristke pri porabi energije. Optimalno upravljanje energetskih postrojenj in racionalnejša raba primarnih energentov vplivata na prihranek pri stroških energije in na nižje izpuste toplogrednih plinov. Tako podjetje pomembno prispeva k čistejšemu okolju.

V skupini Petrol se s projekti zagotavljanja učinkovite rabe energije z uporabo modela financiranja s strani tretjega ukvarja matično podjetje Petrol d.d.

Okoljska dejavnost

Čeprav predstavlja okoljska dejavnost sorazmerno majhen delež prihodkov skupine Petrol, je zelo pomembna dejavnost za trajnostni razvoj podjetja, saj okoljska dejavnost združuje javni pomen in finančni donos.

Ponudba podjetja zajema čiščenje odpadnih voda, črpanje in oskrbo prebivalstva s pitno vodo. V letu 2008 je imela skupina Petrol dve koncesiji za upravljanje naprav za čiščenje komunalnih odpadnih voda in opravljanje gospodarske javne službe čiščenja komunalnih odpadnih voda, in sicer v občini Murska Sobota in v občini Mežica. Kot pomemben partner pa podjetje sodeluje tudi pri čiščenju komunalnih odpadnih voda v mestni občini Maribor. V prihodnosti podjetje načrtuje širitev okoljskih dejavnosti na področje ravnanja z odpadki.

3.3 ANALIZA POSLOVANJA

V nadaljevanju bom podrobneje predstavil vse najpomembnejše segmente v poslovanju skupine Petrol.

3.3.1 Prodaja

Od leta 2004 do leta 2008 je skupina Petrol konstantno dosegala rast čistih prihodkov od prodaje. Stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje je v tem obdobju znašala 100,6 odstotkov oziroma povprečna letna stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje je znašala 20,5 odstotkov.

Tabela 2: Stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje skupine Petrol

	2004	2005	2006	2007	2008
Čisti prihodki od prodaje (v 000 €)	1.470.381	1.753.513	1.941.450	2.109.464	2.949.634
Sprememba v %	23,92 %	19,26 %	10,72 %	8,65 %	39,83 %

Najhitreje rastoča dejavnost v skupini Petrol v obdobju 2004-2008 je energetska dejavnost. Hitro rast dejavnosti je mogoče pripisati tudi globalnim trendom. Vse večje zanimanje

javnosti za učinkovitejšo rabo energije ter varstvo okolja je povzročilo prilagoditev poslovanja vseh svetovnih naftno-energetskih družb danim trendom. Samo v Evropi, ob uporabi dane tehnologije za učinkovito rabo energije, je mogoče prihraniti od 20 do 30 odstotkov porabe energije do leta 2020 (WIIW, 2008, str. 43). Tako je tudi skupina Petrol pričela z opravljanjem energetske dejavnosti leta 2005 in po prihodkih že presega storitveno dejavnost.

Visoko stopnjo rasti prodaje v danem obdobju je podjetje doseglo tudi z dejavnostjo DATB. Rast prodaje je bila zabeležena v vseh skupinah DATB.

V danem obdobju je opazen trend upada stopenj rasti v dejavnosti prodaje proizvodov iz nafte, kar je moč pripisati zrelosti naftnega trga v Sloveniji ter počasnejšemu širjenju na trge JV Evrope¹⁷, ter storitvene dejavnosti. V storitveni dejavnosti je 20-odstotni upad rasti v letu 2007 mogoče pripisati prevzemu evra v Sloveniji, kar je zmanjšalo prihodke od provizij od plačil v tuji valuti, ter upad prihodkov iz prevozne dejavnosti, predvsem zaradi mile zime in prehoda na cenejše energente.

Tabela 3: Stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje po dejavnostih v tekočem letu glede na predhodno leto v obdobju od 2004-2008

	2004	2005	2006	2007	2008	CAGR 04-08
Čisti prihodki od prodaje	24 %	19 %	11 %	9 %	40 %	20 %
Proizvodi iz nafte	21 %	21 %	9 %	7 %	39 %	19 %
DATB	18 %	11 %	14 %	22 %	42 %	21 %
Storitve	49 %	7 %	13 %	-20 %	53 %	20 %
Energetika		21 %	72 %	12 %	54 %	40 %

Kar 82 odstotkov čistih prihodkov od prodaje skupina Petrol ustvari v okviru naftne dejavnosti, ki je osrednja dejavnost skupine. Pomemben delež čistih prihodkov od prodaje ima tudi dejavnost DATB.

Tabela 4: Deleži prihodkov od prodaje glede na dejavnost poslovanja v obdobju od 2004 - 2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Čisti prihodki od prodaje	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Proizvodi iz nafte	84 %	85 %	84 %	83 %	82 %
DATB	12 %	11 %	11 %	12 %	13 %
Storitve	2 %	2 %	2 %	1 %	1 %
Energetika	2 %	2 %	3 %	3 %	4 %

Daleč najpomembnejši delež v čistih prihodkih od prodaje zavzema prodaja naftnih proizvodov. Ker so cene naftnih proizvodov na večini trgov, kjer skupina Petrol posluje,

¹⁷ V letu 2008 je visoko rast prihodkov od prodaje proizvodov iz nafte moč deloma pripisati visoki ceni nafte na svetovnih trgih ter odprtju novih bencinskih servisov.

regulirane s strani države (fiksne marže), je za analizo uspešnosti poslovanja podjetja potrebno preučiti še količinsko prodajo proizvodov iz nafte. Opazimo lahko, da so v obravnavanem obdobju količine prodanih naftnih proizvodov dokaj konstantne. Občutnejši porast prodaje je podjetje zabeležilo le v letu 2008, kar je posledica ugodnih gospodarskih razmer v prvih treh četrtletjih leta 2008, občutnejše širitve bencinskih servisov ter povečanega tranzitnega kamionskega prometa v Sloveniji.

Tabela 5: Sprememba količine prodanih proizvodov iz nafte v obdobju 2004-2008

mio t	2004	2005	2006	2007	2008
Količina prodanih proizvodov iz nafte	1,957	1,953	2,012	2,093	2,490
Sprememba v %	5,5 %	-0,2 %	3,0 %	4,0 %	19,0 %

Prav tako pomemben podatek za analizo poslovanja podjetja je število bencinskih servisov, saj je kar 49-odstotni delež čistih prihodkov od prodaje naftnih proizvodov dosežen preko maloprodaje. Tako kot pri količinski prodaji naftnih proizvodov lahko tudi tukaj opazimo dokaj konstantno in sorazmerno nizko stopnjo rasti števila bencinskih servisov v prvih štirih letih obravnavanega obdobja ter občutnejši porast v letu 2008.

Tabela 6: Število bencinskih servisov v obdobju 2004-2005

	2004	2005	2006	2007	2008
Št. bencinskih servisov	343	348	361	380	425
Sprememba v %	3,6 %	1,5 %	3,7 %	5,3 %	11,8 %

Vir: Petrol, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008.

Če pogledamo prodajo skupine Petrol po regijah, lahko opazimo, da je največji delež čistih prihodkov iz prodaje ustvarjen v Sloveniji, vendar pa konstantno upada. Poglavitni razlog za upadanje je zrelost slovenskega naftnega trga. Narašča pa delež čistih prihodkov iz prodaje na ostalih trgih. Najhitrejša rast prihodkov je bila dosežena na Hrvaškem in v Bosni in Hercegovini. Hitrejša rast prodaje na Hrvaškem je posledica prevzema družbe Euro – Petrol d.o.o. S tem nakupom je skupina Petrol postala druga največja družba po številu bencinskih servisov na Hrvaškem.

Tabela 7: Prodaja skupine Petrol po regijah v obdobju od 2004-2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Slovenija	90,5 %	88,2 %	86,5 %	84 %	80 %
Hrvaška	4,2 %	5,2 %	5,8 %	7 %	12 %
Bosna in Hercegovina	3,2 %	5,4 %	7,2 %	7 %	7 %
Avstrija	0,9 %	0,9 %	0,1 %	0 %	0 %
Druge države	1,2 %	0,3 %	0,5 %	2 %	2 %
SKUPAJ	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Vir: Petrol, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008.

Uporaba pri napovedi izkaza poslovnega izida:

Ker je slovenski naftni trg že na stopnji zrelosti, je nerealno pričakovati hitro rast prihodkov. Podjetje mora iskati nove priložnosti za rast prodaje predvsem z nadaljnjo širitvijo poslovanja na trgih JV Evrope ter v širitvi dejavnosti DATB ter energetske dejavnosti na slovenskem trgu in celotni regiji.

3.3.2 Zaposleni in management

Vodstvo

Najvišji organ skupine Petrol predstavlja skupščina delničarjev, kjer obstoječi delničarji uveljavljajo svoje pravice ter sprejemajo temeljne in statutarne odločitve.

Upravljanje skupine Petrol poteka po dvotirnem sistemu. Upravo, ki vodi družbo, lahko sestavlja najmanj tri in največ šest članov. V letu 2008 je bila uprava petčlanska. Nadzorni svet ima funkcijo nadzorovanja delovanja uprave in ga sestavlja devet članov. Trije člani nadzornega sveta so predstavniki delavcev družbe, izvoljeni s strani delavcev. Člani nadzornega sveta so izvoljeni za dobo štirih let (Petrol, 2008, str. 44-47).

Upravo so na dan 31. 12. 2008 sestavljali:

- Marko Kryžanovski, predsednik uprave;
- Igor Irgolič, podpredsednik uprave, odgovoren za trženje;
- mag. Alenka Vrhovnik Težak, članica uprave za finance;
- Boštjan Napast, član uprave za energetiko;
- Bojan Herman, delavski direktor.

Nadzorni svet so na dan 31. 12. 2008 sestavljali:

- Viktor Baraga, predsednik nadzornega sveta;
- ostali člani nadzornega sveta: Milan Podpečan, Matjaž Gantar, Bojan Šrot, Aleš Marinček, Andrej Bratož, Samo Gerdin, Cvetka Žigart, Ciril Pirš.

Zaposleni

Konec leta 2008 je bilo v skupini Petrol in na najemnih bencinskih servisih v Sloveniji in tujini 3.536 zaposlenih. Število zaposlenih se je v obdobju od 2004 do 2008 povečalo za 124 odstotkov, kar je posledica širitve dejavnosti in maloprodajne mreže tako v Sloveniji kot tudi na trgih JV Evrope.

Glede na leto 2007 se je število zaposlenih povečalo za 20 odstotkov, kar lahko pripišemo vključitvi novih odvisnih družb v skupino Petrol (Euro – Petrol d.o.o., Petrol Toplarna Hrastnik d.o.o., Petrol – Invest d.o.o.).

V skupini Petrol so v letu 2008 na novo zaposlili 904 ljudi, 312 zaposlenim je prenehalo delovno razmerje, 112 zaposlenih je bilo premeščenih na nova delovna mesta znotraj skupine Petrol. Fluktuacija zaposlenih je bila 8 odstotna, kar je na enaki ravni kot leta 2007.

Konec leta 2008 je povprečna starost zaposlenih znašala 41 let. Med zaposlenimi je 69 odstotkov moških ter 31 odstotkov žensk. Zaposleni v skupini Petrol so imeli v letu 2008 v povprečju srednješolsko izobrazbo¹⁸.

3.3.3 Naložbe

Skupina Petrol je v letu 2008 za investicije v stalna sredstva namenila 140,8 mio EUR. 17 odstotkov vseh naložb je bilo investiranih v naftno dejavnost na slovenskem trgu, 53 odstotkov v naftno dejavnost na trgih JV Evrope, 30 odstotkov vseh naložb pa v plinsko, okoljsko in ostale energetske dejavnosti ter za posodobitev informacijske in druge infrastrukture. Struktura naložb skupine Petrol je prikazana v Prilogi 10.

Največji delež investicij v zadnjih letih¹⁹ je bil namenjen širitvi naftne dejavnosti na trge JV Evrope, saj le ti zaradi naraščajočega povpraševanja predstavljajo velik razvojni potencial in sovpadajo z dolgoročno razvojno strategijo podjetja, ki je postati vodilni energetski ponudnik v regiji. Med pomembnejše naložbe v letu 2008 lahko štejemo nakup 51 odstotnega deleža v podjetju Euro – Petrol d.o.o., izgradnjo petih novih bencinskih servisov v Sloveniji, nakup dveh in izgradnja treh bencinskih servisov v BiH, nakup štirih zemljišč za gradnjo bencinskih servisov v Srbiji ter povečanje deleža v podjetju Geoplin d.o.o. na 30,02 odstotka.

Vse pomembnejši delež naložb pomenijo tudi investicije v plinsko, ostale energetske in okoljsko dejavnost, saj se podjetje zaveda, da bodo le-te dejavnosti v prihodnosti predstavljale vse večje poslovne priložnosti. V letu 2008 so tako povečali delež v podjetju Geoplin d.o.o., investirali so v gradnjo plinskega omrežja na obstoječih koncesijah ter v nakup plinohramov, v projekte učinkovite rabe energije, v širitev elektroenergetske dejavnosti na območjih Štore in Ravne ter nakup podjetja Toplarna Hrastnik d.o.o.

Po letu 2004 je opazen trend zmanjševanja naložb v naftno dejavnost na slovenskem trgu, kar lahko pripišemo relativni zrelosti trga ter dobri pokritosti trga z bencinskimi servisi. V letu 2008 je bilo zgrajenih le pet bencinskih servisov, vendar je podjetje na trinajstih bencinskih servisih omogočilo prodajo UNP za pogon vozil.

Glede na strateški načrt skupine Petrol bo v obdobju od leta 2006 do leta 2010 za naložbe namenjenih 344 mio EUR. Do konca leta 2008 je bilo investiranih že 243,9 mio EUR.

¹⁸ Povprečna stopnja izobrazbe – merjena na lestvici: od 1 –nedokončana osnovna šola do 8 –doktor znanosti) – zaposlenih na dan 31.12.2008 je bila med 4,5 in 5).

¹⁹ Delež naložb v naftno dejavnost na trgih JV Evrope se je v obdobju od leta 2004 do leta 2008 konstantno povečeval. Leta 2004 je znašal 23 odstotkov vseh naložb, v letu 2008 pa kar 53 odstotkov.

Struktura naložb v opredmetena in neopredmetena sredstva v skupini Petrol za obdobje 2004-2008 se nahaja v Tabeli 14 v Prilogi 7.

3.3.4 Strategija razvoja v prihodnje

Za osnovno vodilo pri oblikovanju razvojne strategije so si v podjetju zastavili rast prodaje in dobičkonosnosti poslovanja.

Zaradi zrelosti slovenskega naftnega trga strategija razvoja skupine Petrol temelji na širitvi poslovanja na trge JV Evrope ter širitvi plinske, ostale energetske in okoljske dejavnosti, kar bo podjetje doseglo tako z organsko rastjo kot tudi z vertikalnimi in horizontalnimi povezavami.

Za lažje zasledovanje načrtovanih ciljev se namerava podjetje preoblikovati v holdinški način organiziranosti skupine, ki bo pokrival štiri med seboj skladna in sinergična poslovna področja, in sicer naftno področje, plinsko področje, energetiko in ekologijo. Strateški cilji ključnih poslovnih procesov se nahajajo v Tabeli 13 v Prilogi 6.

3.4 FINANČNA ANALIZA

V diplomskem delu sem analiziral poslovanje skupine Petrol v obdobju 2004-2008 (v nadaljevanju preučevano ali analizirano obdobje). Analiza poslovanja temelji na revidiranih konsolidiranih računovodskih izkazih skupine Petrol. Vsi uporabljeni računovodski izkazi so bili pripravljene v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP).

Pri preračunu računovodskih izkazov v valuto evro sem uporabil tečaj 1 evro = 239,64 SIT.

3.4.1 Analiza izkaza poslovnega izida

Analiza prihodkov

Čisti prihodki od prodaje

Skupina Petrol je organizirana v štiri divizije: proizvodi iz nafte, DATB, storitve in energetika. Največji delež čistih prihodkov od prodaje je skupina ustvarila s prodajo proizvodov iz nafte, ki predstavlja kar 82 odstotkov čistih prihodkov od prodaje. Divizija DATB predstavlja 13 odstotkov, storitve 1 odstotek in energetika 4 odstotke čistih prihodkov od prodaje.

Čisti prihodki od prodaje so v preučevanem obdobju rasli s povprečno letno stopnjo rasti (angl. *compound annual growth rate* – *CAGR*) 20,5 odstotkov. Najhitrejšo rast v analiziranem

obdobju je dosegel segment energetike, in sicer 46-odstotno rast, ostali trije segmenti pa beležijo okoli 20-odstotno povprečno letno stopnjo rasti.

Skupina Petrol kar 80 odstotkov čistih prihodkov od prodaje ustvari v Sloveniji, 12 odstotkov na Hrvaškem, 7 odstotkov v BiH ter 2 odstotka v ostalih državah JV Evrope. Delež prodaje na trgih zunaj Slovenije se je v analiziranem obdobju povečal iz 3 odstotkov v letu 2004 na 20 odstotkov v letu 2008. Največja rast je bila dosežena na Hrvaškem ter v Bosni in Hercegovini. Na Hrvaškem se je prodaja povečala iz 3,3 milijona evrov v letu 2004 na 341,5 milijona evrov v letu 2008 ter v Bosni in Hercegovini iz 22,9 milijona evrov v letu 2004 na 202,7 milijona evrov v letu 2008.

V letu 2008 je skupina Petrol ustvarila 2,95 milijarde evrov čistih prihodkov od prodaje, kar je za 40 odstotkov več kot v letu 2007. Nadpovprečna letna stopnja rasti prodaje (povprečna stopnja rasti v analiziranem obdobju znaša 20,6 odstotkov) je posledica organske rasti, širitve z ustanavljanjem in prevzemanjem družb v Sloveniji in JV Evropi ter ugodnih gospodarskih razmer v letu 2008.

Podjetje je v letu 2008 beležilo rast čistih prihodkov od prodaje v vseh segmentih poslovanja. Glede na predhodno leto je bila prodaja naftnih proizvodov višja za 19 odstotkov, prodaja DATB je narasla za 42 odstotkov glede na predhodno leto, v segmentih storitve ter energetika je bila dosežena 53-odstotna in 54-odstotna rast čistih prihodkov od prodaje.

Drugi poslovni prihodki

Drugi poslovni prihodki se nanašajo na prihodke iz naslova odprave popravkov terjatev, na dobiček pri prodaji osnovnih sredstev, porabo ekoloških rezervacij, odpravo ostalih rezervacij, odškodnine, prejete pogodbene kazni, ostale odpisane terjatve itd. Podjetje je imelo v letu 2008 za 10,6 milijona evrov drugih poslovnih prihodkov.

Finančni prihodki

Finančni prihodki skupine Petrol se nanašajo na prihodke iz deležev v pridruženih in obvladovanih družbah – ustvarjeni dobički, za prihodke iz naslova tečajnih razlik, obresti iz naslova terjatev do kupcev ter prihodke iz dividend. V letu 2008 je imelo podjetje za 120,3 milijona evrov finančnih prihodkov.

Analiza odhodkov

Odhodki skupine Petrol so v letu 2008 znašali 3,15 milijarde evrov in so bili za 50,3 odstotka višji kot v letu 2007 ter za 111 odstotkov višji kot v letu 2004. Visoko rast odhodkov v letu 2008 je moč pripisati vplivu globalne finančne krize, saj so morali v podjetju konec leta opraviti potrebne odpise obstoječih naložb v obvladovanih in pridruženih družbah, visokim

cenam nafte na svetovnih trgih ter večji volatilnosti na deviznih trgih (Petrol d.d., letno poročilo 2008).

Struktura odhodkov se nahaja v Tabeli 12 v Prilogi 5.

Nabavna vrednost prodanega blaga

Najpomembnejša postavka iz naslova poslovnih odhodkov je nabavna vrednost prodanega blaga. V analiziranem obdobju se je nabavna vrednost prodanega blaga povišala iz 1,3 milijarde evrov v letu 2004 na 2,7 milijarde evrov v letu 2008. Tukaj gre predvsem za nabavno vrednost proizvodov iz nafte, katere mora podjetje kupiti na svetovnih trgih, saj nima lastnih rafinerij za proizvodnjo le-teh. Takšna rast je posledica rasti prodaje proizvodov iz nafte, ki so tudi najpomembnejši vir prihodkov podjetja, rasti cen surove nafte²⁰ na svetovnih trgih v analiziranem obdobju ter posledično višjih nabavnih cen naftnih derivatov in gibanja tečaja EUR/USD.

Strošek materiala

Stroški materiala so v analiziranem obdobju predstavljali zanemarljiv delež celotnih odhodkov. V preučevanem obdobju so narasli iz 7,1 milijona evrov v letu 2004 na 23,9 milijona evrov v letu 2008. Tukaj gre predvsem za stroške energije ter stroške potrošnega materiala.

Stroški storitev

Stroški storitev so v analiziranem obdobju predstavljali druge največje odhodke podjetja. V letu 2004 so znašali 82,2 milijona evrov, v letu 2008 pa 112,8 milijona evrov. Glavne postavke stroškov storitev zavzemajo stroški transportnih storitev, stroški franšiz, stroški najemnin ter vzdrževanja osnovnih sredstev in stroški intelektualnih storitev.

Stroški dela

Stroški dela so v letu 2004 znašali 45,4 milijona evrov in so narasli na 49,9 milijona evrov v letu 2008. Rast je posledica novega zaposlovanja v preteklem obdobju, novih družb v skupini Petrol ter zakonskega usklajevanja plač z inflacijo.

²⁰ Gibanje cene surove nafte je prikazano v Prilogi 1.

Amortizacija

Strošek amortizacije se je iz 26,9 milijona evrov v letu 2004 povečal na 32,7 milijona evrov v letu 2008 predvsem zaradi odpiranja novih bencinskih servisov ter vključitve novih družb v skupino Petrol.

Odpisi

V prvih štirih letih preučevanega obdobja so odpisi predstavljali zanemarljiv delež celotnih odhodkov, nekje med 0,1 in 0,4 odstotka. V letu 2008 so odpisi znašali kar 144,6 milijona evrov in so predstavljali 4,6 odstotka celotnih odhodkov. Na višino odpisov so najbolj vplivale slabitve naložb v skupaj obvladovane in pridružene družbe v višini 142,6 milijona evrov ter z vplivom na čisti poslovni izid v višini 114,2 milijona evrov. Podjetje je bilo primorano v slabitve naložb predvsem zaradi gospodarske in finančne krize. Naložbo v podjetje Istrabenz d.d. so slabili za 141,8 milijona evrov, naložbo v Bio goriva d.o.o. za 441,1 tisoč evrov, naložbo v Ogrevanje Piran d.o.o. za 352,2 tisoč evrov ter naložbo v Petrol – Bonus d.o.o. za 155 evrov.

Drugi stroški ter drugi poslovni odhodki

Omenjeni stroški predstavljajo najmanjši delež celotnih odhodkov podjetja in se v zadnjih nekaj letih gibajo nekje med tremi in štirimi milijoni evrov.

Finančni odhodki

Finančni odhodki so v letu 2004 znašali 26,7 milijona evrov, leta 2008 pa 117,6 milijona evrov in so za 242,9 odstotkov višji kot v letu 2007. Takšen porast finančnih odhodkov v zadnjem letu je posledica zavarovanj pred tečajnim tveganjem z namenom zagotovitve nevtralne dolarske pozicije.

Stroški iz poslovanja skupine Petrol so se v analiziranem obdobju povečali za 107,6 odstotkov, in sicer iz 179,9 milijona evrov v letu 2004 na 368,4 milijona evrov v letu 2008, ko so bili kar za 88,2 odstotka višji kot v letu 2007. Glavni razlog za tako drastičen porast stroškov iz poslovanja v zadnjem letu sta predvsem slabitev naložb ter rast poslovanja podjetja.

Čisti poslovni izid

Skupina Petrol je v prvih štirih letih analiziranega obdobja konstantno povečevala tako dobiček iz poslovanja kot tudi čisti dobiček poslovnega leta. V letu 2004 je dobiček iz poslovanja znašal 16,3 milijona evrov, v letu 2007 pa 50,5 milijona evrov. V letu 2008 je podjetje zabeležilo izgubo iz poslovanja v višini 72,9 milijona evrov ter 54,9 milijona evrov

čiste izgube poslovnega leta, kar je predvsem posledica slabitev naložb v skupaj obvladovanih in pridruženih družbah. Čisti poslovni izid iz poslovanja bi brez slabitve naložb znašal 69,7 milijona evrov, čisti dobiček poslovnega leta pa 59,2 milijona evrov.

3.4.2 Analiza bilance stanja

Bilanca stanja skupine Petrol v obdobju od leta 2004 do leta 2008 je prikazana v Tabeli 16 v Prilogi 11.

Dolgoročna sredstva

Dolgoročna sredstva skupine Petrol so se v preučevanem obdobju konstantno povečevala. Konec leta 2004 so znašala 517,6 milijona evrov, konec leta 2008 pa 804,7 milijona evrov. Dolgoročna sredstva so konec leta 2008 predstavljala 67 odstotkov celotne bilančne vsote in so za 5,7 odstotka višja kot v predhodnem letu.

Neopredmetena sredstva

V prvih štirih letih analiziranega obdobja je bila vrednost neopredmetenih dolgoročnih sredstev dokaj konstantna, v povprečju 8,2 milijona evrov. Večji porast je bil zabeležen v letu 2008, saj so neopredmetena sredstva znašala 26,8 milijona evrov, kar predstavlja 230,7-odstotno rast glede na leto 2007. Visoka rast neopredmetenih sredstev v letu 2008 je posledica rasti dobrega imena zaradi nakupa 51-odstotnega deleža v podjetju Euro – Petrol d.o.o. ter nakupa družbe Toplarna Hrastnik d.o.o. Neopredmetena sredstva zajemajo dobro ime prevzetih družb, koncesije, blagovne znamke ter razne pravice.

Opredmetena osnovna sredstva

Najpomembnejšo postavko med dolgoročnimi sredstvi predstavljajo opredmetena osnovna sredstva. V preučevanem obdobju so v povprečju predstavljala 47-odstotni delež celotnih sredstev. Konec leta 2004 so znašala 384,8 milijona evrov, konec leta 2008 pa 559,3 milijona evrov in so bila za 24,4 odstotka višja kot v letu 2007. Na povečanje opredmetenih osnovnih sredstev je vplival nakup deleža v podjetju Euro - Petrol d.o.o. v višini 67,8 milijona evrov ter nakup Toplarnice Hrastnik d.o.o. v višini 1,7 milijona evrov.

Naložbene nepremičnine

Naložbene nepremičnine predstavljajo zgradbe (skladišča, avtopralnice, bari), ki jih skupina Petrol daje v najem. Delež naložbenih nepremičnin v celotnih sredstvih skupine se v analiziranem obdobju konstantno znižuje in je konec leta 2008 znašal 1,3 odstotka. V letu 2008 je skupina Petrol z naložbenimi nepremičninami ustvarila 2,2 milijona evrov prihodkov (v letu 2007 1,6 milijona evrov).

Finančne naložbe v skupaj obvladovane družbe

Naložbe v skupaj obvladovane družbe²¹ so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 1,6 odstotka celotnih sredstev skupine. V letu 2008 so znašale 16,6 milijona evrov in so bile za 13,3 odstotka višje kot v predhodnem letu.

Naložbe v pridružene družbe

Naložbe v pridružene družbe²² so druga najpomembnejša postavka med dolgoročnimi sredstvi in so v povprečju predstavljale 10,7-odstotni delež v celotnih sredstvih skupine. V letu 2008 so znašale 128,8 milijona evrov, kar je za 49,6 odstotka manj kot v letu 2007. Visok porast v letu 2007 je predvsem posledica nakupa 32,63-odstotnega deleža družbe Istrabenz d.d. v višini 189,3 milijona evrov. V letu 2008 je bilo podjetje primorano oslabiti določene naložbe v pridružene družbe, in sicer v višini 142,6 milijona evrov.

Za prodajo razpoložljiva sredstva

Za prodajo razpoložljiva sredstva so v analiziranem obdobju predstavljala v povprečju 1,9-odstotni delež celotnih sredstev skupine. V letu 2008 so se povečala za 115,9 odstotkov glede na predhodno leto, kar je posledica nakupa delnic NLB d.d. v višini 17,5 milijona evrov.

Kratkoročna sredstva

Kratkoročna sredstva skupine so konec leta 2008 predstavlja 33,4-odstotni delež celotnih sredstev. Konec leta 2004 so znašala 251,5 milijona evrov, konec leta 2007 pa 404,2 milijona evrov.

Zaloge

Zaloge so druga najpomembnejša postavka kratkoročnih sredstev in so v analiziranem obdobju v povprečju predstavljale 9,5-odstotni delež celotnih sredstev skupine. V letu 2008 so znašale 88 milijonov evrov, kar je za 3,7 odstotkov več kot v predhodnem letu. Zaloge se nanašajo predvsem na zaloge trgovskega materiala in blaga.

Poslovne terjatve

Poslovne terjatve predstavljajo najpomembnejšo postavko kratkoročnih sredstev, saj predstavljajo v povprečju kar 22,3-odstotni delež celotne bilančne vsote skupine. V letu 2008

²¹ Skupaj obvladovane družbe so družbe, v katerih ima skupina Petrol 50 odstotkov glasovalnih pravic (Petrol, 2007, str. 187). Seznam skupaj obvladovanih družb se nahaja v Tabeli 17 v Prilogi 12.

²² Pridružena družba je družba, v kateri ima skupina Petrol zaradi svojega kapitalskega deleža v njej ali iz drugih razlogov pomemben vpliv (Petrol, 2007, str. 187). Seznam pridruženih družb se nahaja v Tabeli 17 v Prilogi 12.

so znašale 288,2 milijona evrov, kar je za 20,5 odstotkov več kot v letu 2007. Na višino poslovnih terjatev vpliva predvsem vključitev nove odvisne družbe Euro – Petrol d.o.o. v skupino, medtem ko se je vpliv finančne krize začel kazati v obliki zmanjšane likvidnosti pri kupcih šele v zadnjih dveh mesecih leta 2008.

Kapital

Kapital skupine je v analiziranem obdobju v povprečju predstavljal 40,9-odstotni delež celotnih virov sredstev. V letu 2004 je znašal 332,6 milijona evrov, v letu 2008 pa 397,3 milijona evrov, kar je za 9,8 odstotkov manj kot v letu 2007. Zmanjšanje vrednosti kapitala v zadnjem letu je večinoma posledica pokritja tekoče izgube iz prenesenega čistega poslovnega izida in drugih rezerv iz dobička.

Dolgoročne obveznosti

Dolgoročne obveznosti so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 21,4-odstotni delež virov sredstev. V letu 2004 so znašale 151,7 milijona evrov, v letu 2008 pa 355,5 milijona evrov, kar je za 17,1 odstotkov več kot v letu 2007.

Dolgoročne finančne obveznosti

Dolgoročne finančne obveznosti so najpomembnejša postavka dolgoročnih obveznosti, saj so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 18,1-odstotni delež celotnih virov sredstev. V letu 2004 so znašale 115,2 milijona evrov, v letu 2008 pa 306,7 milijona evrov, kar je za 17,6 odstotkov več kot v letu 2007. Visoka rast dolgoročnih finančnih obveznosti v letu 2007 je predvsem posledica zadolžitve skupine zaradi nakupa deleža v podjetju Istrabenz d.d., k povečanju v letu 2008 pa je vplivala predvsem zadolžitev za nakup podjetja Euro – Petrol d.o.o.

Kratkoročne obveznosti

Kratkoročne obveznosti so v analiziranem obdobju v povprečju predstavljale 37,7-odstotni delež celotnih virov sredstev. V letu 2004 so znašale 284,8 milijona evrov, v letu 2008 pa 476,1 milijona evrov, kar je za 22,7 odstotkov več kot v letu 2007.

Kratkoročne finančne obveznosti

Kratkoročne finančne obveznosti so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 13,3-odstotni delež celotnih virov sredstev. Najvišja rast je bila v letih 2007 in 2008, kar je posledica zadolžitve skupine zaradi nakupov deležev v podjetjih Istrabenz d.d. ter Euro – Petrol d.o.o. V letu 2004 so znašale 80 milijonov evrov, v letu 2008 pa 227,5 milijona evrov, kar je za 44 odstotkov več kot v letu 2007.

Kratkoročne poslovne obveznosti

Kratkoročne poslovne obveznosti so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 22,8-odstotni delež celotnih virov sredstev. V letu 2004 so znašale 191 milijonov evrov, v letu 2008 pa 236,6 milijona evrov, kar je za 8,9 odstotkov več kot v letu 2007. Najvišje postavke znotraj kratkoročnih poslovnih obveznosti so obveznosti do dobaviteljev, obveznosti za trošarine, obveznosti za DDV in uvozne dajatve ter obveznosti do zaposlenih.

Obratni kapital

Obratni kapital je večinoma definiran kot razlika med celotnimi kratkoročnimi sredstvi in celotnimi kratkoročnimi viri sredstev. Za potrebe vrednotenja skupine je izračun obratnega kapitala nekoliko spremenjen, in sicer: izločitev kratkoročnih finančnih terjatev ter kratkoročnih finančnih sredstev in finančnih obveznosti. Denar in denarni ekvivalenti niso izključeni, saj so pomembni za vsakodnevne poslovne operacije podjetja. Kratkoročne obveznosti do virov sredstev so izločene iz izračuna, saj so obravnavane pri izračunu stroškov kapitala.

Spremenjeni obratni kapital je bil v preučevanem obdobju pozitiven in se je iz 40,6 milijona evrov v letu 2004 povečal na 174,2 milijona evrov v letu 2008. Spremenjeni obratni kapital je v obravnavanem obdobju nihal med 2,9 in 5,4 odstotka čistih prihodkov podjetja, v povprečju pa je predstavljal 4,5-odstotni delež celotnih čistih prihodkov.

Spremenjeni obratni kapital se je gibal med 23,0 in 52,7 odstotki glede na kosmati donos. V povprečju je predstavljal 40,7 odstotkov kosmatega donosa podjetja.

4 NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI SKUPINE PETROL

Kot je razvidno iz točke 1, se v okviru na donosu zasnovanega vrednotenja podjetja uporabljata dve metodi, in sicer metoda diskontiranega denarnega toka ter metoda kapitalizacije oziroma uglavničenja. Za ocenitev vrednosti skupine Petrol sem izbral metodo diskontiranega denarnega toka podjetja. Po tej metodi je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti vseh prihodnjih diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo celotnemu kapitalu (lastnikom kapitala in finančnega dolga). Kot diskontna stopnja se uporablja tehtano povprečje stroškov kapitala ali WACC.

4.1 PROJEKCIJE POSLOVANJA SKUPINE PETROL ZA OBDOBJE 2009 - 2015

Na osnovi napovedi posloводства ter analize poslovanja skupine v obravnavanem obdobju so prikazane projekcije poslovanja za obdobje od leta 2009 do leta 2015 (v nadaljevanju

načrtovano, planirano obdobje). Prikazane so projekcije prihodkov, odhodkov, neto dobičkov in ostalih pomembnih postavk za uspešno vrednotenje podjetja.

Projekcije so izdelane v tekočih cenah na dan 31. 12. 2008 in so popravljene za učinke inflacije.

Prihodki od prodaje

Projekcije prihodkov so pripravljene za vsako divizijo poslovanja podjetja posebej. Projekcije so prikazane v Tabeli 2 v Prilogi 2.

Rast prihodkov od prodaje naftnih proizvodov je za naslednje leto negativna, in sicer -8 odstotkov, pri čemer sem upošteval napovedi posloводства ter vpliv trenutne gospodarske krize. V naslednjih obdobjih se rast postopoma znižuje, in sicer iz treh odstotkov na en odstotek v letu 2015. Nizka rast divizije je posledica relativne zrelosti slovenskega trga ter počasne širitve skupine na tuje trge. Nekoliko višje stopnje rasti pričakujem v ostalih divizijah podjetja, predvsem v diviziji Energetika, saj pričakujem nadaljnjo rast povpraševanja po »zeleni« energiji.

Drugi prihodki

Drugi prihodki so izračunani kot delež v čistih prihodkih od prodaje, pri čemer osnovo za izračun predstavlja analiza deleža drugih prihodkov v čistih prihodkih od prodaje skupine v preteklem petletnem obdobju.

Nabavna vrednost prodanega blaga

Nabavna vrednost prodanega blaga je izračunana na podlagi bruto marž za posamezne divizije, kar je razvidno v Tabeli 3 v Prilogi 2, in v povprečju predstavlja slabih 90 odstotkov čistih prihodkov od prodaje podjetja.

Stroški prodajanja in splošnih dejavnosti

Stroški prodajanja in splošnih dejavnosti za obdobje od 2009 do 2015 so izračunani kot delež v čistih prihodkih skupine pri naslednjih predpostavkah:

- osnovo za izračun stroškov prodajanja in splošnih dejavnosti v načrtovanem obdobju predstavlja analiza deleža v čistih prihodkih v obravnavanem obdobju²³. V letu 2009 je k osnovi prištet preostali delež naložbe v podjetje Istrabenz v višini 47,5 milijona evrov;

²³ V analizi niso bili upoštevani odpisi naložb v podjetje Istrabenz v letu 2008.

- delež stroškov prodajanja in splošnih dejavnosti v čistih prihodkih skupine se v načrtovanem obdobju postopoma znižujejo predvsem zaradi optimizacije in racionalizacije poslovanja podjetja²⁴.

Projekcije stroškov so prikazane v Tabeli 4 v Prilogi 2.

Amortizacija

Amortizacija za obdobje od leta 2009 do leta 2015 je izračunana kot delež v čistih prihodkih skupine pri naslednjih predpostavkah:

- osnova za izračun amortizacije za obdobje od leta 2009 do leta 2015 predstavlja analiza deleža amortizacije v čistih prihodkih v obravnavanem obdobju²⁵;
- delež amortizacije v čistih prihodkih se v planiranem obdobju postopoma zmanjšuje²⁶.

Projekcije amortizacije so prikazane v Tabeli 4 v Prilogi 2.

Investicije v osnovna sredstva

Pri projekcijah investicij v osnovna sredstva sem upošteval napovedi posloводства, ki so podane v Strateškem poslovnem načrtu skupine Petrol (2006 – 2010). Posloводство načrtuje za 346 milijonov evrov investicij v osnovna sredstva od leta 2006 do leta 2010. V letih 2006, 2007 in 2008 je skupina imela že za 243,9 milijona evrov investicij²⁷. Preostanek v višini 102,1 milijona evrov sem sorazmerno razdelil med leti 2009 in 2010. Za obdobje od leta 2011 do leta 2015 sem pri napovedih upošteval investicije v višini 50 milijonov evrov na letni ravni.

Projekcije investicij v osnovna sredstva so prikazane v Tabeli 5 v Prilogi 2.

Investicije v obratna sredstva

Pri načrtovanju investicij v obratna sredstva za načrtovano obdobje sem predvideval, da bo skupina za nemoteno delovanje potrebovala obratna sredstva v višini 4,5-odstotnega deleža čistih prihodkov. Predpostavka temelji na analizi višine obratnih sredstev v obravnavanem obdobju²⁸. Investicije v obratna sredstva so izračunane kot razlika med obratnimi sredstvi v tekočem letu in obratnimi sredstvi v predhodnem letu.

²⁴ V letu 2009 predstavlja 9-odstotni delež čistih prihodkov, medtem ko v letu 2015 8-odstotni delež.

²⁵ Amortizacija je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 1,46 odstotkov čistih prihodkov od prodaje skupine.

²⁶ V letu 2009 predstavlja 1,3-odstotni delež čistih prihodkov, medtem ko v letu 2015 le še 1-odstotni delež.

²⁷ Znesek ne predstavlja investicije v nakup lastniškega deleža v družbi Istrabenz d.d. v višini 189,3 milijonov evrov, saj ni šlo za planirano naložbo, temveč zgolj za odgovor oziroma obrambo pred sovražnim prevzemom skupine s strani omenjene družbe.

²⁸ V obravnavanem obdobju je skupina v povprečju imela 4,5-odstotni delež obratnih sredstev glede na čiste prihodke.

Projekcije investicij v obratna sredstva so prikazane v Tabeli 5 v Prilogi 2.

4.2 PROJEKCIJE PRIČAKOVANIH DENARNIH TOKOV

Prosti denarni tokovi podjetja so izračunani po postopku, opisanem v točki 1.1.2. Projekcije čistih denarnih tokov so narejene za obdobje od leta 2009 do leta 2015. V letu 2009 pričakujem denarni tok podjetja v višini 7,4 milijona evrov, v letu 2015 pa 71,8 milijona evrov.

Projekcije pričakovanih denarnih tokov so prikazane v Tabeli 6 v Prilogi 3.

4.3 IZRAČUN PREOSTALE VREDNOSTI

Ob predpostavki, da bo podjetje poslovalo tudi po letu 2015, je potrebno določiti še preostalo vrednost denarnega toka, ki predstavlja sedanjo vrednost vseh prostih denarnih tokov, realiziranih po letu 2015. Preostala vrednost je izračunana po formuli 3, opisani v točki 1.1.3. Pri izračunu sem uporabil naslednje predpostavke:

- normaliziran čisti denarni tok je enak bruto denarnemu toku iz leta 2015, od katerega so odštete investicije v osnovna sredstva ter v obratni kapital²⁹;
- dolgoročna nominalna rast normaliziranega denarnega toka znaša 3,5 odstotka;
- diskontna stopnja je enaka diskontni stopnji iz leta 2015.

Preostala vrednost za skupino Petrol znaša 1,6 milijarde evrov.

Izračun preostale vrednosti je prikazan v Tabeli 7 v Prilogi 3.

4.4 IZRAČUN DISKONTNE STOPNJE

Ena od ključnih postavk pri vrednotenju vsakega podjetja na podlagi DCF modela je diskontna stopnja, saj je sedanja vrednost podjetja enaka prihodnjim donosom podjetja, diskontiranim z diskontno stopnjo, ki v našem primeru predstavlja celotni strošek kapitala. Strošek kapitala je izračunan kot tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) in je izračunan po formuli 4, opisani v točki 1.1.4.

Ob predpostavki, da se ocenjuje tržna vrednost 100-odstotnega lastniškega kapitala, je potrebno upoštevati tudi stopnjo zadolženosti podjetja. Stopnja zadolženosti je izražena z kazalnikom D/E, ki predstavlja razmerje med finančnim dolgom ter lastniškim kapitalom

²⁹ Investicije v obratni kapital ter v osnovna sredstva po letu 2015 so izračunane ob predpostavki 1% dolgoročne realne rasti denarnega toka.

podjetja. Uteži, ki se nanašajo na posamezne sestavine celotnega kapitala podjetja, so izračunane na podlagi ciljne zadolženosti družbe, ki znaša 100 odstotkov³⁰.

Tabela 7: *Izračun diskontne stopnje.*

Strošek dolga	5,29 %
Nominalna obrestna mera	6,61 %
Efektivna davčna stopnja	20,00 %
Strošek lastniškega kapitala	11,79 %
Netvegana stopnja donosa	2,95 %
Premija za kapitalsko tveganje	3,88 %
Beta z zadolženostjo	1,35
Beta brez zadolženosti	0,75
Premija za tveganje majhnega podjetja	2,10 %
Premija za deželno tveganje	1,50 %
Uteži	
D/E	100 %
D	0,5
E	0,5
WACC	8,54 %

Strošek dolga

Strošek dolga je izračunan po davkih, in sicer znaša 5,29 odstotka, pri čemer je bila upoštevana efektivna davčna stopnja, ki znaša 20 odstotkov. Pri določanju obrestne mere sem uporabil fiksno obrestno mero za posojila nad 1 milijonom evrov ter za obdobje nad 1 do 5 let, ki jo obračunavajo monetarne finančne institucije za nova posojila nefinančnim družbam v domači valuti, ki je decembra 2008 znašala 6,61 odstotka (Banka Slovenije, 2009, str. II.-32).

Strošek lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala: 11,79 odstotka

Strošek lastniškega kapitala je izračunan po formuli 9.

Beta brez zadolženosti: 0,75

Beto brez zadolženosti sem povzel po podatkih z internetne strani Damodaran Online. Gre za beto brez zadolženosti za evropska podjetja, ki se ukvarjajo s podobno dejavnostjo, pri čemer sem za primerljiva podjetja izbral sektor »Oil and Gas Refining and Marketing«.

³⁰ Uporabljena ciljna stopnja zadolženosti družbe je povzeta po napovedih posloводства skupine Petrol (Vir: razgovori s poslovodstvom na Dnevih slovenskega kapitala, 2009).

Beta z zadolženostjo: 1,35

Beta z zadolženostjo je izračunana po formuli 9. Pri izračunu sem upošteval beto brez zadolženosti v višini 0,75, efektivno davčno stopnjo v višini 20 odstotkov ter kazalnik D/E 100 odstotkov.

Netvegana stopnja donosa: 2,95

Za netvegano stopnjo donosa sem uporabil donosnost 10-letne nemške državne obveznice (nominalni 10-y bund yield), ki je na datum ocenjevanja podjetja (31. 12. 2008) znašala 2,951 odstotka.

Premija za kapitalno tveganje: 3,88 odstotka

Premijo za kapitalno tveganje sem povzel po podatkih z internetne strani Damodaran Online, in sicer za razvite kapitalne trge. Premija za kapitalno tveganje je izračunana na podlagi geometrijskega povprečja razlik med letno povprečno stopnjo donosa delnic iz indeksa S&P 500 ter dolgoročnih državnih obveznic ZDA za obdobje od leta 1928 do leta 2008. V tem obdobju je geometrijsko povprečje donosa delnic znašalo 9,07 odstotka, geometrijsko povprečje dolgoročnih obveznic pa 5,19 odstotka.

Premija za tveganje majhnega podjetja: 2,1 odstotka

V primerjavi s podjetji, na podlagi katerih je določena tržna premija za tveganje, sodi preučevano podjetje med majhna podjetja. Ker so majhna podjetja bolj izpostavljena večjim poslovnim in finančnim tveganjem kot velika podjetja, vlagatelji zahtevajo višje stopnje donosa za naložbe v majhna podjetja. Premijo za tveganje majhnega podjetja sem povzel po podatkih analitične družbe Morningstar za majhna podjetja, izračunane za obdobje od leta 1926 do leta 2007 (Ibbotson, 2009).

Premija za deželno tveganje: 1,5 odstotka

Premijo za deželno tveganje je potrebno vključiti v izračun stroška lastniškega kapitala, saj sta tako netvegana stopnja donosa kot tudi premija za kapitalno tveganje privzeti iz razvitih trgov kapitala, kamor se Slovenija ne uvršča. Premijo za deželno tveganje sem povzel po podatkih z internetne strani Damodaran Online.

4.5 IZRAČUN OCENE VREDNOSTI SKUPINE PETROL

Na podlagi preteklega poslovanja in zgoraj navedenih predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti podjetja z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov ocenjujem vrednost lastniškega kapitala na delnico skupine Petrol na dan 31. 12. 2008 na 316,65 evrov.

Izračun vrednosti skupine Petrol je prikazan v Tabeli 6 v Prilogi 3.

5 OCENJEVANJE VREDNOSTI SKUPINE PETROL Z METODO RELATIVNEGA VREDNOTENJA

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja z metodo relativnega vrednotenja bom uporabil tako kazalnike lastniškega kapitala³¹ (P/E in P/B) kot kazalnike celotnega kapitala³² (EV/EBIT, EV/EBITDA in EV/S). Natančnejši opisi ter postopki oziroma formule za izračun izbranih kazalnikov se nahajajo v točki 1.2.

Pri izračunu posameznih kazalnikov sem uporabil konsolidirane letne izkaze primerljivih podjetij in preučevanega podjetja ter napovedi Bloomberg analitikov. Finančne spremenljivke, ki so pomembne za izračun posameznih kazalnikov, se nanašajo na leto 2008. Ocena vrednosti skupine Petrol se nanaša na dan 31. 12. 2008, prav tako so kazalniki lastniškega kapitala izračunani na podlagi cen in števila delnic na dan 31. 12. 2008 oziroma zadnje veljavne tržne vrednosti pred tem datumom. Pri večjem številu primerljivih podjetij sem pri izbiri kazalnika uporabil mediano kazalnikov izbranih podjetij, ki predstavlja srednjo vrednost v vzorcu. Prednost mediane pred aritmetično sredino je v tem, da skrajne vrednosti ne vplivajo na velikost mediane.

5.1 IZBIRA PRIMERLJIVIH PODJETIJ

Kot sem že zapisal v točki 1.2, se ocena vrednosti z metodo relativnega vrednotenja odvija v treh korakih. Prvi korak je izbira primerljivih podjetij, ki so po svoji dejavnosti, velikosti, tržnem položaju najbolj podobna ocenjevanemu podjetju.

Pri izbiri primerljivih podjetij za potrebe analize sem naredil nabor iz naftnih podjetij v regiji iz panog »Predelava in trženje surove nafte« (angl. *oil refining & marketing*) ter »Prodaja naftnih proizvodov« (angl. *retail-petroleum products*). Zaradi neposredne konkurence (na področju bencinskih servisov) sem izbral še 3 podjetja iz panoge »Integrirana naftna podjetja« (angl. *integrated oil companies*). Pri tem se je pojavila težava, saj so se pojavile razlike v velikosti, likvidnosti delnic, tržnem pozicioniranju ter geografski strukturi prodaje med skupino Petrol in primerljivimi podjetji, tako da je neposredna primerjava nekoliko omejena. Ker je skupina Petrol v bistvu trgovsko podjetje z naftnimi derivati in nima lastnih črpališč ter rafinerij, sem v nabor primerljivih podjetij vključil tudi 3 večja trgovska podjetja v regiji. Skupno sem za potrebe analize izbral 12 podjetij.

³¹ Kazalnike lastniškega kapitala bom uporabil, ker se pri ocenah vrednosti podjetja največkrat uporabljajo, saj so po svoji vsebini najbližje tistim finančnim kategorijam, ki pripadajo izključno lastnikom podjetja.

³² Kazalnike celotnega kapitala bom uporabil, saj se primerljiva podjetja razlikujejo po sestavi sredstev in kapitala, kar pa kazalniki celotnega kapitala upoštevajo.

Podjetja iz panoge »Predelava in trženje surove nafte«

Unipetrol a.s.

Podjetje Unipetrol se ukvarja s predelavo nafte, s proizvodnjo kemikalij, gnojil in sintetične gume in s prodajo naftnih derivatov. Delnica podjetja kotira na borzi v Pragi. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 150 CZK.

Hellenic Petroleum S.A.

Podjetje Hellenic Petroleum se ukvarja s proizvodnjo, predelavo in prodajo naftnih derivatov. Prav tako se ukvarja tudi s proizvodnjo različnih petrokemikalij in kemikalij, gradnjo in upravljanjem naftovodov ter plinovodov. Delnica podjetja kotira na Atenski borzi. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 5,4 EUR.

ERG S.p.A.

Podjetje ERG se ukvarja s predelavo, z distribucijo in prodajo naftnih derivatov ter z generacijo električne energije v Italiji. V lasti ima tri rafinerije ter mrežo bencinskih servisov. Delnica podjetja kotira na Milanski borzi. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 8,51 EUR.

Polški Koncern Naftowy Orlen S.A.

Podjetje se ukvarja s predelovanjem nafte ter z distribucijo naftnih derivatov. Podjetje proizvaja naftne derivate, antifriz, plastične izdelke ter asfalt, proizvode pa prodaja preko lastnih bencinskih servisov. Delnica podjetja kotira na Varšavski borzi. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 27,08 PLN.

Podjetja iz panoge »Prodaja naftnih proizvodov«

Petrol Ofisi AS

Podjetje Petrol Ofisi se ukvarja z uvozom, proizvodnjo, hrambo in prodajo naftnih derivatov, plina ter maziv na področju Turčije. Ukvarja se tako z maloprodajo kot tudi z veleprodajo. Delnica podjetja kotira na Istanbulski borzi. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 2,62857 TRY.

SNP Petrom SA

Podjetje SNP Petrom se ukvarja s proizvodnjo, predelavo, distribucijo ter s prodajo naftnih proizvodov, v lasti pa ima tudi mrežo bencinskih servisov. Delnica podjetja kotira na borzi v Bukarešti. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 0,188 RON.

Podjetja iz panoge »Integrirana naftna podjetja«

OMV AG

Podjetje OMV se ukvarja z iskanjem ter predelavo nafte in naravnega plina. Ukvarja se tudi s prodajo naftnih derivatov preko lastnih bencinskih servisov v Centralni in Jugovzhodni Evropi ter preko pooblaščenih distributerjev. Prav tako proizvaja proizvode iz plastike za uporabo v avtomobilski in elektronski industriji ter v gradbeništvu. Delnica podjetja kotira na Dunajski borzi. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 18,72 EUR.

MOL Hungarian Oil and Gas Nyrt.

Podjetje MOL je integrirano naftno in plinsko podjetje. Ukvarja se s proizvodnjo nafte, naftnih derivatov, maziv ter plina. V lasti ima rafinerije, naftovode ter plinovode, bencinske servise ter skladišča za naravni plin. Glavni trg za podjetje predstavljata Centralna in Vzhodna Evropa. Delnica podjetja kotira na borzi v Budimpešti. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 9.870 HUF.

INA Industrija Nafte DD

Podjetje INA je vertikalno integrirano naftno in plinsko podjetje. Ukvarja se z raziskovanjem in proizvodnjo nafte in plina, ima svoje rafinerije ter se ukvarja tudi z veleprodajo in z maloprodajo naftnih derivatov in plina preko svojih bencinskih servisov. Delnice podjetja kotirajo na Zagrebški borzi. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 1.149,97 HRK.

Podjetja iz panoge trgovcev

Metro AG

Podjetje Metro je nemško trgovsko podjetje. Organizirano je kot holding in ima 4 divizije: Metro Cash & Carry (divizija se ukvarja z veleprodajo), Real (divizija se ukvarja z upravljanjem hipermarketov v Nemčiji, Turčiji, Poljski in Romuniji), Media Markt & Saturn (divizija se ukvarja s prodajo elektronike) in Galeria Kaufhof (divizija se ukvarja z upravljanjem veleblagovnic po Nemčiji in Belgiji). Delnica podjetja kotira na Frankfurtški borzi. Na datum 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 28,57 EUR.

William Morrison Supermarkets plc.

Podjetje WM Morrison se ukvarja s prodajo živil v supermarketih v Angliji. Približno polovica supermarketov ima tudi bencinske servise. Prav tako ima podjetje v svoji lasti tudi proizvodne in predelovalne obrate, kar omogoča proizvodnjo pod lastnimi blagovnimi znamkami. Delnice podjetja kotirajo na Londonski borzi. Na dan 31. 12. 2008 je cena znašala 2,8025 GBP.

Mercator d.d.

Podjetje Mercator je eden od vodilnih trgovcev v Sloveniji. Ukvarja se z veleprodajo in maloprodajo trgovskega blaga (hrana in pijača, pohištvo, oblačila in obutev ter ostalo blago).

Podjetje ima v upravljanju trgovske centre, supermarkete ter hipermarkete v Sloveniji ter ostalih državah bivše Jugoslavije. Delnice družbe kotirajo na Ljubljanski borzi. Na dan 31. 12. 2008 je cena delnice znašala 158,20 EUR.

5.2 IZRAČUN OCENE VREDNOSTI SKUPINE PETROL

Vsi izračuni izbranih kazalnikov se nahajajo v Tabelah 8-11 v Prilogi 4.

Tako dobljene kazalnike celotnega kapitala je potrebno pomnožiti z ustreznimi finančnimi spremenljivkami za leto 2008, da dobimo ocenjeno izhodiščno vrednost celotnega kapitala oziroma lastniškega kapitala skupine Petrol po posameznih vrstah kazalnikov ter po posameznih letih (2007, 2008, 2009). V primeru ocene vrednosti celotnega kapitala je potrebno od dobljene ocene vrednosti odšteti neto dolg podjetja na dan 31. 12. 2008.

Iz ocenjene vrednosti lastniškega oziroma celotnega kapitala po posameznih vrstah kazalnikov je potrebno izračunati tehtano povprečno vrednost za posamezno leto, pri čemer ima vsak posamezen kazalnik 20-odstotno utež. Tako dobimo ocene vrednosti za lastniški oziroma celotni kapital po posameznih letih. Iz teh vrednosti naknadno izračunamo aritmetično sredino, ki predstavlja končno oceno vrednosti delnice skupine Petrol.

Na podlagi analize preteklega poslovanja in zgoraj navedenih predpostavk metode relativnega vrednotenja podjetij sem ocenil vrednost lastniškega kapitala na delnico skupine Petrol na dan 31. 12. 2008 na 94,23 EUR. Izračun ocene vrednosti lastniškega kapitala na delnico skupine Petrol, z uporabo metode relativnega vrednotenja, se nahaja v Tabeli 11 v Prilogi 4.

6 IZRAČUN KONČNE VREDNOSTI SKUPINE PETROL

V diplomskem delu sem ocenil vrednost lastniškega kapitala na delnico skupine Petrol na podlagi dveh metod ocenjevanja vrednosti, in sicer z metodo diskontiranih denarnih tokov ter z metodo relativnega vrednotenja. Na podlagi obeh izbranih metod ocenjevanja vrednosti sem izračunal vrednost, ki predstavlja vrednost za manjšinskega lastnika, s katerimi se prosto trguje na trgu vrednostnih papirjev. V izračunu ima metoda diskontiranih denarnih tokov 70-odstotno utež, metoda relativnega vrednotenja pa 30-odstotno utež. Metodi diskontiranih denarnih tokov sem določil večjo utež, ker v večji meri zajema vse pomembnejše dejavnike v poslovanju podjetja (dolgoročno rast podjetja, dobičkonosnost, poslovna in finančna tveganja, investicije) ter zaradi pomanjkanja primerljivih podjetij³³.

Upoštevač vse zgoraj navedeno sem ocenil vrednost lastniškega kapitala na delnico skupine Petrol na dan 31. 12. 2008 na 249,9 EUR.

³³ Težave pri iskanju primerljivih podjetij nastanejo predvsem zaradi specifičnosti poslovnega modela skupine Petrol (podjetje je le trgovec z naftnimi derivati, nima pa lastnih črpališč in rafinerij, kar je lastnost velike večine ostalih naftnih podjetij).

Tabela 8: Izračun končne ocene vrednosti skupine Petrol

	Cena	Utež (%)
Metoda DCF	316,65	70
Relativna metoda	94,23	30
Povprečje	249,92 €	

Tržna vrednost delnice preučevane družbe je bila na dan ocenjevanja vrednosti glede na ocenjeno vrednost precenjena za 5,1%.

SKLEP

Vrednotenje podjetij je izredno zahtevna in kompleksna naloga, še posebno pri metodi diskontiranih denarnih tokov, saj ta zahteva veliko napovedi in prilagoditev. Ker se napovedi poslovanja nanašajo na prihodnost, ta pa je izredno negotova, je negotova tudi vrednost podjetja. V praksi je tržna vrednost podjetja, ki kotira na borzi, poleg vseh predhodno opisanih predpostavk, odvisna predvsem od ponudbe in povpraševanja. Ker pa na splošno velja, da so kapitalski trgi večinoma neučinkoviti, prihaja do razlik med tržnimi in pravimi vrednostmi podjetij. Cilj diplomskega dela je bil prikazati izračun prave vrednosti podjetja z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov in metode primerljivih podjetij s kapitalskih trgov. Obe omenjeni metodi sta tudi najpogosteje uporabljeni metodi v praksi. Na podlagi izračunov je mogoče sklepati, da je vrednost podjetja dobljena po metodi diskontiranih denarnih tokov višja od tržne vrednosti podjetja, medtem ko je vrednost dobljena po metodi primerljivih podjetij nižja od tržne vrednosti podjetja na dan ocenjevanja. Vrednost podjetja, dobljena po obeh metodah, kaže na to, da je podjetje na trgu precenjeno.

Pri oceni končne vrednosti skupine Petrol sem upošteval tako vrednost, dobljeno po metodi diskontiranih denarnih tokov, kot tudi metodo primerljivih podjetij. Vrednosti, dobljeni po prvi metodi sem določil nekoliko večji ponder, saj sem mnenja, da omenjena metoda v večji meri upošteva vse najpomembnejše dejavnike pri poslovanju podjetja, prav tako pa sem imel težave pri iskanju skupini Petrol primerljivih podjetij. Končna vrednost skupine Petrol je tako na dan ocenjevanja znašala 249,92 EUR, kar pomeni, da je bila glede na takratno tržno vrednost na Ljubljanski borzi nekoliko precenjena. Vsem potencialnim vlagateljem bi zato odsvetoval investicijo v delnice skupine Petrol oziroma naj se za vstop v lastniško strukturo skupine Petrol odločijo po morebitnem padcu cene delnice.

LITERATURA IN VIRI

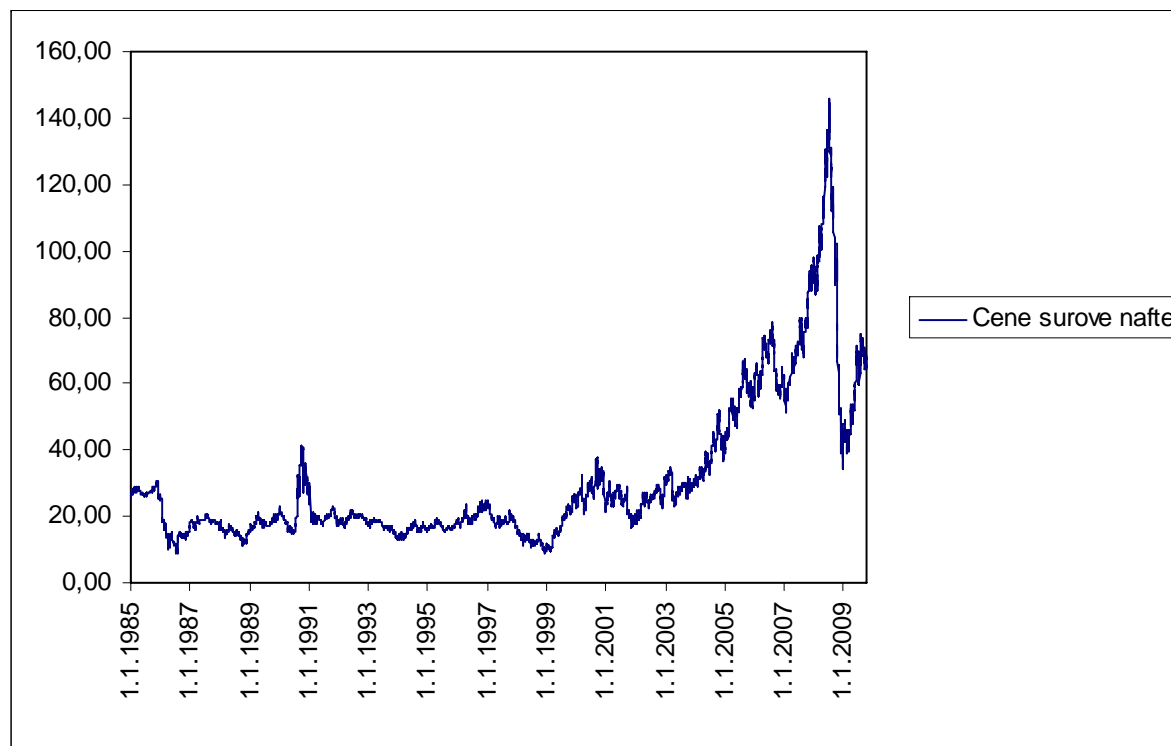
1. Banka Slovenije (2009). *Bilten Banke Slovenije februar 2009*. Ljubljana: Banka Slovenije.
2. Bloomberg. (b.l.). Najdeno 1. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/>.
3. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2003). *Essentials of investments* (5th ed.). Boston: McGraw-Hill.
4. Brigham, E.F. et al. (2004). *Intermediate financial management* (8th ed.). South-Western: Thomson.
5. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance* (2nd ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
6. Damodaran Online. (b.l.). V *Updated data*. Najdeno 30. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
7. Hartman, A. (2009). *Ocenjevanje vrednosti podjetij: Izobraževanje za pridobitev naziva pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
8. Ibbotson. (2007). *SBBI 2007*. Najdeno 30. 9. 2009 na spletnem naslovu <http://www.fryefinancial.com/pdf/SBBI%202007.pdf>; izračun 1926-2007.
9. IEA – International Energy Agency (2009, september). *Oil market report*. Paris: International Energy Agency.
10. IMF – International Monetary Fund (2009a, 28. januar). *World economic outlook update*. Washington, DC: International Monetary Fund.
11. IMF – International Monetary Fund (2009b, april). *World economic outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund.
12. IVSC – International Valuation Standards Committee (2007). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti* (8th ed.). London: International Valuation Standards Committee.
13. Kranjc, J. (2008). *Vrednotenje treh delnic v panogi proizvajalcev vetrnih turbin* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Karner, M. (2006). *Modeli vrednotenja podjetja na primeru podjetja Krka, d.d. in Pliva, d.d.* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
15. Lušnic, K., & Praznik, B. (2008). *Ocenjevanje vrednosti podjetja*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
16. Lušnic, K. (2009). *Ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
17. Movrin Mešanović, P. (2008). *Metode vrednotenja podjetij na primeru Skupine Gorenje* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Možina, A. (2006). *Vrednotenje podjetij za potencialne investitorje in združevanje podjetij* (diplomsko delo). Maribor: Fakulteta za organizacijske vede.
19. Petrol d.d. (2004). *Letno poročilo 2004*. Ljubljana: Petrol d.d.
20. Petrol d.d. (2005). *Letno poročilo 2005*. Ljubljana: Petrol d.d.
21. Petrol d.d. (2006). *Letno poročilo 2006*. Ljubljana: Petrol d.d.
22. Petrol d.d. (2007). *Letno poročilo 2007*. Ljubljana: Petrol d.d.
23. Petrol d.d. (2008). *Letno poročilo 2008*. Ljubljana: Petrol d.d.

24. Petrol d.d. (2006). *Strateški poslovni načrt Skupine Petrol (2006 – 2010)* (interno gradivo). Ljubljana: Petrol d.d.
25. Pratt, P.S. (2000). *The analysis and appraisal of closely held companies* (4th ed.). Homewood: Richard D. Irwine Inc.
26. Praznik, B. (2006). *Ocenjevanje vrednosti poslovnih bank z uporabo metode diskontiranega denarnega toka* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
27. Pučnik, M. (2004). *Vrednotenje Skupine Mercator* (diplomsko delo). Ljubljana, Ekonomska fakulteta.
28. Reuters. (b.l.). Najdeno 1. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/>.
29. Rutar, Ž. (2007). *Vrednotenje Skupine Krka* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. SURS – Statistični urad Republike Slovenije. (2008). *Standardna klasifikacija dejavnosti 2008*. Najdeno 16. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/klasje/tabela.aspx?cvn=4978>.
31. SURS – Statistični urad Republike Slovenije. (b.l.). V *SI-Stat podatkovni portal, Okolje in naravni viri. Energetska bilanca Slovenije 2000-2008*. Najdeno 29. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.stat.si/pxweb/Database/Okolje/18_energetika/01_18179_bilanca_kazalniki/01_18179_bilanca_kazalniki.asp.
32. UMAR – Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2009). *Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009*. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
33. WB – World Bank (2009). *Global development finance*. Washington, DC: World Bank.
34. Uredba o oblikovanju cen naftnih derivatov. *Uradni list RS št. 78/2009*.
35. WIIW – Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (2008). *Economic and trade policy impacts of sustained high oil prices*. Dunaj: WIIW.

PRILOGE

Priloga 1

Tabela1: Gibanje cene surove nafte v obdobju



Vir: Bloomberg, b.l.

Priloga 2

Tabela 2: Projekcije prihodkov skupine Petrol v obdobjih od 200 - 2015

	2008	Delež	2009	Delež	2010	Delež	2011	Delež	2012	Delež	2013	Delež	2014	Delež	2015	Delež
PROIZVODI IZ NAFTE																
Količinska prodaja (v tonah)	2.490.000		2.300.000		2.369.000		2.440.070		2.488.871		2.513.760		2.538.898		2.564.287	
bencin	647.400	26,0%	575.000	25,0%	568.560	24,0%	561.216	23,0%	547.552	22,0%	553.027	22,0%	533.169	21,0%	512.857	20,0%
dizel	1.145.400	46,0%	1.081.000	47,0%	1.113.430	47,0%	1.171.234	48,0%	1.219.547	49,0%	1.256.880	50,0%	1.269.449	50,0%	1.307.786	51,0%
kurilno olje	473.100	19,0%	437.000	19,0%	450.110	19,0%	463.613	19,0%	472.886	19,0%	452.477	18,0%	457.002	18,0%	461.572	18,0%
ostali naftni proizvodi	224.100	9,0%	207.000	9,0%	236.900	10,0%	244.007	10,0%	248.887	10,0%	251.376	10,0%	279.279	11,0%	282.072	11,0%
Količinska prodaja (v litrih)	3.038.075		2.803.010		2.883.758		2.966.828		3.022.654		3.052.880		3.079.827		3.107.008	
bencin	857.483		761.589		753.060		743.333		725.234		732.486		706.183		679.281	
dizel	1.355.503		1.279.290		1.317.669		1.386.075		1.443.251		1.487.432		1.502.306		1.547.676	
kurilno olje	559.882		517.160		532.675		548.655		559.628		535.476		540.830		546.239	
ostali naftni proizvodi	265.207		244.970		280.355		288.766		294.541		297.486		330.507		333.812	
Bruto marže na liter (v €)																
bencin	0,08134		0,08134		0,081991		0,08445		0,08656		0,08873		0,09094		0,09322	
dizel	0,07626		0,07626		0,07687		0,07918		0,08116		0,08318		0,08526		0,08740	
kurilno olje	0,05023		0,05023		0,050632		0,05215		0,05345		0,05479		0,05616		0,05756	
ostali naftni proizvodi	0,05228		0,05228		0,052698		0,05428		0,05564		0,05703		0,05845		0,05991	
Povprečna maloprodajna cena (v €)																
bencin	1,07067		1,07987		1,11010		1,14340		1,17199		1,20129		1,23132		1,26210	
dizel	1,12174		1,02119		1,04978		1,08127		1,10830		1,13601		1,16441		1,19352	
kurilno olje	0,78307		0,57144		0,58744		0,60507		0,62019		0,63570		0,65159		0,66788	
ostali naftni proizvodi	0,44000		0,44000		0,45232		0,46589		0,47754		0,48948		0,50171		0,51425	
Prihodki od prodaje proizvodov iz nafte (v 000 €)																
bencin	630.208	26,0%	822.414	32,5%	835.973	31,4%	849.930	30,2%	849.967	28,9%	879.928	28,8%	869.539	27,7%	857.324	26,5%
dizel	1.114.984	46,0%	1.306.392	51,6%	1.383.260	52,0%	1.498.724	53,2%	1.599.560	54,5%	1.689.739	55,3%	1.749.303	55,8%	1.847.185	57,0%
kurilno olje	460.537	19,0%	295.528	11,7%	312.917	11,8%	331.974	11,8%	347.078	11,8%	340.402	11,1%	352.401	11,2%	364.823	11,3%
ostali naftni proizvodi	218.149	9,0%	107.787	4,3%	126.810	4,8%	134.533	4,8%	140.654	4,8%	145.612	4,8%	165.820	5,3%	171.665	5,3%
SKUPAJ	2.423.878		2.532.121		2.658.960		2.815.160		2.937.259		3.055.681		3.137.062		3.240.997	
Bruto dobiček (v 000 €)																
bencin	69.748		61.948		61.744		62.775		62.777		64.990		64.223		63.321	
dizel	103.371		97.559		101.289		109.744		117.128		123.731		128.093		135.260	
kurilno olje	28.123		25.977		26.970		28.613		29.915		29.339		30.373		31.444	
ostali naftni proizvodi	13.865		12.807		14.774		15.674		16.387		16.965		19.319		20.000	
SKUPAJ	215.106		198.290		204.778		216.806		226.207		235.026		242.008		250.025	
TBDA																
Rast glede na predhodno obdobje	42%		13%		10%		10%		5%		5%		5%		5%	
Prihodki (v 000 €)	373.969		422.584		464.843		511.327		536.893		563.738		591.925		621.521	
Bruto marža	34%		23%		23%		23%		24%		24%		25%		25%	
Bruto dobiček (v 000 €)	127.149		97.194		106.914		117.605		128.854		135.297		147.981		155.380	
STORITVE																
Rast glede na predhodno obdobje	52,53%		3%		3%		5%		5%		5%		5%		5%	
Prihodki (v 000 EUR)	39.895		41.092		42.324		44.441		46.663		48.996		51.446		54.018	
Bruto marža	22%		10%		10%		10%		10%		10%		10%		10%	
Bruto dobiček (v 000 €)	8.685		4.109		4.232		4.444		4.666		4.900		5.145		5.402	
ENERGETIKA																
Rast glede na predhodno obdobje	53,75%		10,00%		15,00%		15,00%		10,00%		10,00%		10,00%		10,00%	
Prihodki (v 000 €)	111.893		123.082		141.544		162.776		179.053		196.959		216.654		238.320	
Bruto marža	5%		5%		5%		5%		5%		5%		5%		5%	
Bruto dobiček (v 000 €)	5.595		6.154		7.077		8.139		8.953		9.848		10.833		11.916	
SKUPAJ																
Čisti prihodki od prodaje (v 000 €)	2.949.634		3.118.879		3.307.671		3.533.704		3.699.869		3.865.374		3.997.087		4.154.856	
Rast y/y			-11,38%		6,05%		6,83%		4,70%		4,47%		3,41%		3,95%	

Vir: Petrol, 2004-2008.

Tabela 3: Projekcije nabavne vrednosti blaga

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nabavna vrednost (v 000 €)	2.593.099	2.813.131	2.984.670	3.186.710	3.331.188	3.480.304	3.591.120	3.732.132
% prihodkov		90,20%	90,23%	90,18%	90,04%	90,04%	89,84%	89,83%

Tabela 4: Projekcije stroškov

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stroški prodajanja in splošnih dejavnosti (v 000 €)	368.417	311.433	297.690	318.033	314.489	328.557	319.767	332.388
% prihodkov	12,49%	9,00%	9,00%	9,00%	8,50%	8,50%	8,00%	8,00%
Amortizacija (v 000 €)	32.711	40.545	39.692	42.404	40.699	42.519	39.971	41.549
% prihodkov	1,11%	1,30%	1,20%	1,20%	1,10%	1,10%	1,00%	1,00%

Vir: Petrol, 2004-2008.

Tabela 5: Projekcije investicij v osnovna sredstva in v obratni kapital

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obratni kapital (v 000 €)	150.274	140.350	148.845	159.017	166.494	173.942	179.869	186.969
% prihodkov	5,09%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Osnovna sredstva (v 000 €)	746.981	757.435	767.743	775.339	784.640	792.121	802.150	810.602
% prihodkov	25,32%	24,29%	23,21%	21,94%	21,21%	20,49%	20,07%	19,51%
Investicije v obratna sredstva³⁴ (v 000 €)	41.434	-9.924	8.496	10.171	7.477	7.448	5.927	7.100
Investicije v osnovna sredstva³⁵ (v 000 €)	140.800	51.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000

Vir: Petrol, 2004-2008.

³⁴ Investicije v obratna sredstva za tekoče leto so izračunane kot razlika med obratnem kapitalu v tekočem letu in obratnem kapitalu v predhodnem letu.

³⁵ Investicije v osnovna sredstva za tekoče leto je upoštevana tudi amortizacija osnovnih sredstev za tekoče leto.

Priloga 3

Tabela 6: Projekcije denarnih tokov

(v 000 €)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Normaliziran denarni tok
EBIT	-1.323	9.910	41.849	46.629	72.691	75.840	106.185	111.109	
Davek na EBIT	22%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
NO PLAT	-1.036	7.928	33.479	37.303	58.153	60.672	84.948	88.887	0
Amortizacij	32.711	40.545	39.692	42.404	40.699	42.519	39.971	41.549	
Bruto denarni tok	31.675	48.473	73.171	79.708	98.851	103.191	124.919	130.436	130.436
Investicije v obratna sredstva	41.434	-9.924	8.496	10.171	7.477	7.448	5.927	7.100	1.870
Investicije v osnovna sredstva	140.800	51.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	49.655
Prosti denarni tok	-150.559	7.397	14.676	19.536	41.374	45.744	68.992	73.336	78.912
WACC		8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	
Diskontni faktor		0,921	0,849	0,782	0,721	0,664	0,612	0,564	
Diskontirani denarni tok		6.815	12.458	15.279	29.812	30.368	42.198	41.327	44.469
SV denarnih tokov (2009-2015)	222.725								
SV preostale vrednosti	918.245								
Ocenjena vrednost celotnega kapitala	1.140.970								
Neto dolg	-488.172								
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala podjetja	652.798								
Število delnic	2.061.598								
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala podjetja na delnico	316,65								

Vir: Petrol, 2004-2008.

Tabela 7: Izračun preostale vrednosti

Realna dolgoročna rast	1%
Nominalna dolgoročna rast	3,5%

Preostala vrednost (v 000 €)	1.629.466
Preostali denarni tok (v 000 €)	78.912

Priloga 4

Tabela 8: Pregled primerljivih podjetij (prodaja, EBITDA, EBIT, dobiček, tržna kapitalizacija, knjigovodska vrednost) v letih 2008-2010

	Valuta	Prodaja (v mio)			EBITDA (v mio)			EBIT (v mio)			Dobiček (v mio)			Tržna kapit.	EV	BV			
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2008	2008	2009E	2010E	
Unipetrol	Češka	CZK	98.144	71.381	81.192	4.481	4.063	5.340	1.003	840	2.702	65	154	1.509	27.200,22	30.627,61	38.702,58	38.724,05	39.402,78
Hellenic Petrol.	Grčija	€	10.131	6.267	7.698	249	409	460	113	259	291	24	189	207	1.650,43	2.481,12	2.324,88	2.422,77	2.441,11
ERG	Italija	€	11.498	5.192	6.596	117	131	394	-245	27	216	646	-28	86	1.261,35	2.509,73	1.916,32	1.773,01	1.777,16
Polski Koncern	Poljska	PLN	79.535	64.258	71.400	3.247	3.881	4.462	755	1.259	2.084	-2.505	563	1.236	11.004,96	26.282,59	17.813,10	19.903,02	21.013,78
Petrol Ofisi	Turčija	TRY	17.202	14.021	15.790	941	745	630	820	612	535	105	258	285	1.518,00	867,23	2.751,61	3.095,40	3.395,70
SNP Petrom	Romunija	RON	20.127	13.654	14.738	3.856	2.865	3.847	1.205	1.020	2.011	978	1.280	1.565	10.252,58	15.945,72	15.945,32	15.407,20	16.313,50
OMV	Avstrija	€	25.543	17.555	20.713	3.786	2.685	3.451	2.493	1.493	2.259	1.374	764	1.207	5.592,55	11.106,23	7.399,07	8.286,95	9.097,15
MOL (v 000)	Madžarska	HUF	3.535,0	2.626,3	3.100,5	335,6	342,5	437,2	183,7	171,6	256,3	141,4	85,4	164,7	890,8	1.698,6	1.113,0	1.138,8	1.255,5
INA	Hrvaška	HRK	27.144	24.876	26.676	3.564	3.050	4.297	2.193	1.027	2.072	-1.099	801	1.553	11.537,10	18.112,10	12.027,00	12.716,50	14.110,63
Metro AG	Nemčija	€	67.956	66.461	68.518	3.249	3.199	3.450	1.897	1.854	2.101	403	765	884	9.336,32	14.187,32	5.819,99	5.987,73	6.304,71
WM Morrison	VB	GBp	14.528	15.466	16.555	961	1.120	1.240	671	811	906	460	530	606	7.120,73	7.843,73	4.519,92	482.276	519.603
Mercator	Slovenija	€	2.709	2.734	2.946	184	190	211	90	#N/A	N/A	#N/A	N/A	33	588,98	1.580,14	812,10	n.p.	n.p.
Petrol d.d.	Slovenija	€	2.950	2.551	2.655	100	70	83	68	21	44	-55	21	39	541,29	1.094,28	363,52	365,05	397,85

Vir: Bloomberg, b.l.

Tabela 9: Pregled izbranih kazalnikov primerljivih podjetij za obdobje 2008-2010

	P/E			P/B			EV/EBIT			EV/EBITDA			EV/S		
	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
Unipetrol	421,51	176,90	18,02	0,70	0,70	0,69	30,55	36,45	11,34	6,84	7,54	5,74	0,31	0,43	0,38
Hellenic Petroleum SA	69,81	8,74	7,98	0,71	0,68	0,68	21,94	9,57	8,53	9,96	6,06	5,39	0,24	0,40	0,32
ERG SpA	1,95	-45,21	14,63	0,66	0,71	0,71	-10,25	92,61	11,62	21,36	19,19	6,36	0,22	0,48	0,38
Polski Koncern Naftowy Orlen	-4,39	19,55	8,91	0,62	0,55	0,52	34,80	20,88	12,61	8,10	6,77	5,89	0,33	0,41	0,37
Petrol Ofisi	14,39	5,87	5,33	0,55	0,49	0,45	1,06	1,42	1,62	0,92	1,16	1,38	0,05	0,06	0,05
SNP Petrom SA	10,48	8,01	6,55	0,64	0,67	0,63	13,23	15,64	7,93	4,14	5,57	4,15	0,79	1,17	1,08
OMV AG	4,07	7,32	4,63	0,76	0,67	0,61	4,45	7,44	4,92	2,93	4,14	3,22	0,43	0,63	0,54
MOL Hungarian Oil and Gas NyRt	6,30	10,44	5,41	0,80	0,78	0,71	9,25	9,90	6,63	5,06	4,96	3,89	0,48	0,65	0,55
INA Industrija Nafta DD	-10,50	14,41	7,43	0,96	0,91	0,82	8,26	17,64	8,74	5,08	5,94	4,22	0,67	0,73	0,68
Metro AG	23,17	12,20	10,56	1,60	1,56	1,48	7,48	7,65	6,75	4,37	4,44	4,11	0,21	0,21	0,21
WM Morrison Supermarkets PLC	15,48	13,43	11,74	1,58	0,01	0,01	11,69	9,67	8,66	8,16	7,00	6,32	0,54	0,51	0,47
Mercator Poslovni Sistem	14,42	28,32	17,85	0,73			17,52			8,58	8,32	7,49	0,58	0,58	0,54
Petrol d.d.	-9,88	25,24	13,90	1,49	1,48	1,36	16,16	51,37	25,16	10,90	15,71	13,20	0,37	0,43	0,41
Mediana	12,44	11,32	8,44	0,72	0,68	0,68	10,47	9,90	8,53	5,96	6,00	4,80	0,38	0,50	0,43
Mediana »Predelava in trženje nafte«	35,88	14,14	11,77	0,68	0,69	0,68	26,24	28,67	11,48	9,03	7,15	5,81	0,28	0,42	0,37
Mediana »Prodaja naftnih proizvodov«	12,44	6,94	5,94	0,60	0,58	0,54	7,15	8,53	4,77	2,53	3,37	2,76	0,42	0,61	0,57
Mediana »Integrirana naftna podjetja«	4,07	10,44	5,41	0,80	0,78	0,71	8,26	9,90	6,63	5,06	4,96	3,89	0,48	0,65	0,55
Mediana »Trgovci«	15,48	13,43	11,74	1,58	0,79	0,75	11,69	8,66	7,71	8,16	7,00	6,32	0,54	0,51	0,47

Tabela 10: Prikaz izbranih kazalnikov pomnoženih z ustrezno finančno kategorijo skupine Petrol.

	P/E			P/B			EV/EBIT			EV/EBITDA			EV/S		
	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
Mediana	-330,59	117,77	159,51	126,53	120,62	130,47	106,99	-134,53	-56,89	53,44	-34,06	-43,64	310,66	375,92	313,32
Mediana »Predelava in trženje nafte«	-953,75	147,17	222,34	119,99	122,50	131,85	625,02	59,39	5,39	202,89	4,93	-3,05	161,65	281,63	243,14
Mediana »Prodaja naftnih proizvodov«	-330,59	72,24	112,21	105,33	102,33	103,78	-2,12	-148,69	-136,05	-113,63	-123,10	-125,77	366,02	523,86	495,26
Mediana »Integrirana naftna podjetja«	-108,16	108,57	102,17	141,13	138,51	136,93	34,44	-134,53	-96,93	9,74	-69,23	-80,57	450,69	563,36	468,73
Mediana »Trgovci«	-411,49	139,75	221,83	277,79	139,35	144,21	147,10	-147,30	-74,20	160,75	-0,13	17,50	535,68	390,62	373,39
uteži	20%			20%			20%			20%			20%		

Tabela 118: Izračun vrednosti³⁶ skupine Petrol z uporabo metode primerljivih podjetij s kapitalskih trgov

	2008	2009E	2010E	Povprečje
Mediana	53,41	89,14	100,56	81,04
Povprečje »Predelava in trženje nafte«	31,16	123,12	119,93	91,41
Povprečje »Prodaja naftnih proizvodov«	5,00	85,33	89,89	60,07
Povprečje »Integrirana naftna podjetja«	105,57	121,34	106,07	110,99
Povprečje »Trgovci«	141,97	104,46	136,55	127,66
				94,23

³⁶ Vrednosti za posamezno leto so izračunane kot tehtano povprečje vseh opredeljenih kazalnikov, pri čemer so kot ponderji uporabljene uteži iz Tabele 9.

Priloga 5

Tabela 12: Struktura odhodkov v obdobju od 2004 - 2008

(v 000)	2004	Delež	2005	Delež	2006	Delež	2007	Delež	2008	Delež
Skupaj odhodki	1.493.960,30 €	100,00%	1.756.201,06 €	100,00%	1.949.040,59 €	100,00%	2.095.318,23 €	100,00%	3.149.486,79 €	100,00%
Poslovni odhodki	1.467.234,02 €	98,21%	1.724.594,31 €	98,20%	1.917.346,16 €	98,37%	2.061.021,67 €	98,36%	3.031.895,81 €	96,27%
Nabavna vrednost prodanega blaga	1.287.285,15 €	86,17%	1.546.220,60 €	88,04%	1.732.330,40 €	88,88%	1.865.211,56 €	89,02%	2.663.479,12 €	84,57%
Strošek materiala	7.112,17 €	0,48%	8.681,43 €	0,49%	8.002,98 €	0,41%	16.816,71 €	0,80%	23.923,86 €	0,76%
Stroški storitev	82.191,91 €	5,50%	89.626,08 €	5,10%	93.249,57 €	4,78%	100.286,36 €	4,79%	112.765,96 €	3,58%
Strošek dela	45.393,41 €	3,04%	45.503,53 €	2,59%	44.922,93 €	2,30%	44.544,21 €	2,13%	49.915,24 €	1,58%
Amortizacija	26.915,44 €	1,80%	28.086,46 €	1,60%	27.776,25 €	1,43%	28.196,20 €	1,35%	32.710,50 €	1,04%
Odpisi	4.499,85 €	0,30%	2.486,92 €	0,14%	7.060,42 €	0,36%	2.402,48 €	0,11%	144.635,92 €	4,59%
Drugi stroški	10.580,46 €	0,71%	2.210,14 €	0,13%	1.302,43 €	0,07%	2.202,47 €	0,11%	3.427,64 €	0,11%
Drugi poslovni odhodki	3.255,61 €	0,22%	1.779,14 €	0,10%	2.701,17 €	0,14%	1.361,67 €	0,06%	1.037,57 €	0,03%
Skupaj stroški prodajanja in splošnih dejavnosti	179.948,86 €	12,05%	178.373,71 €	10,16%	185.015,76 €	9,49%	195.810,11 €	9,35%	368.416,69 €	11,70%
Finančni odhodki	26.726,29 €	1,79%	31.606,75 €	1,80%	31.694,43 €	1,63%	34.296,55 €	1,64%	117.590,98 €	3,73%

Vir: Petrol, 2004-2008.

Priloga 6

Tabela 13: Strateški cilji ključnih vidikov poslovanja skupine Petrol v obdobju od leta 2006 do leta 2010

	Cilj	Kazalec	Enota mere	2006	Ciljne vrednosti 2010
Finančna uspešnost	Rast	Čisti poslovni izid	mio €	33,8	40,9
		Donosnost na kapital	%	9,3	8,9
		EBITDA	mio €	65,5	81,4
		Dobičkovnost poslovanja		1,4	1,4
	Optimiranje struktura kapitala	D/K		0,4	0,4
Kupci	Ohranjanje tržnega deleža	Tržni delež v Sloveniji	%	65	65
Procesi	Rast	Št. bencinskih servisov		365	458
		Št. plinskih koncesij		22	23
		Št. plinohramov		1.810	3.010
		Čistilne naprave in drugi ekološki procesi	št. PE	51.000	91.000
		Število TPF projektov		7	23
		Količinska prodaja proizvodov iz nafte	mio t	1,9	2,1
		Količinska prodaja zemeljskega plina	mio m ³	37,8	53
		Distribucija električne energije	MWh	274.977	320.000
		Prihodki od prodaje DAS in OTB	mio €	191,5	283,8
		Naložbenje	mio €	58	61,6

Vir: Strateški poslovni načrt skupine Petrol (2006 – 2010).

Priloga 7

Tabela 14: Struktura naložb v opredmetena in neopredmetena sredstva v skupini Petrol po dejavnostih v obdobju od 2004 - 2008

(v 000 €)	2004	2005	2006	2007 ³⁷	2008
Naftna dejavnost SLO	29.538,06	25.100,82	10.081,63	15.433,43	23.936,00
Naftna dejavnost JV Evropa	16.111,67	12.366,23	17.836,73	28.294,62	74.624,00
Plinska, ostala energetska in okoljska dejavnost	23.203,56	15.155,21	10.857,14	20.577,91	42.240,00
SKUPAJ	68.853,28	52.622,27	38.775,51	64.305,96	140.800,00
Deleži naložb za posamezne dejavnosti (v %)					
Naftna dejavnost SLO	43%	48%	26%	24%	17%
Naftna dejavnost JV Evropa	23%	24%	46%	44%	53%
Plinska, ostala energetska in okoljska dejavnost	34%	29%	28%	32%	30%

Vir: Petrol, 2004-2008.

³⁷ V naložbe ni vključen nakup deleža v podjetju Istrabenz, holdinška družba, d.d., ki znaša 189,3mio €.

Priloga 8

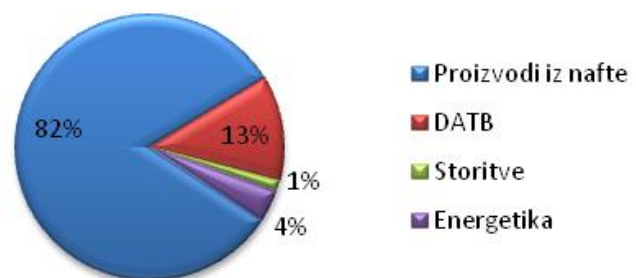
Tabela 15: Lastniška struktura na dan 31.12.2008

Naziv	31.12.2008	
	Št. delnic	Delež (v %)
SLOVENSKA ODŠKODNINSKA DRUŽBA, D.D.	412.009	19,8%
KAPITALSKA DRUŽBA, D.D.	172.639	8,3%
NLB d.d.	126.515	6,1%
GB d.d., Kranj	84.299	4,0%
ISTRABENZ d.d.	79.990	3,8%
JULIUS FOND d.d. in JULIUS k.d.d.	78.985	3,8%
VIZIJA HOLDING, K.D.D.	71.676	3,4%
VIZIJA HOLDING ENA, K.D.D.	63.620	3,1%
NFD 1 DELNIŠKI INVESTICIJSKI SKLAD d.d.	62.567	3,0%
HYPO BANK D.D.	43.500	2,1%
Ostali delničarji	890.501	42,7%
SKUPAJ	2.086.301	100,0%

Vir: Petrol, 2008.

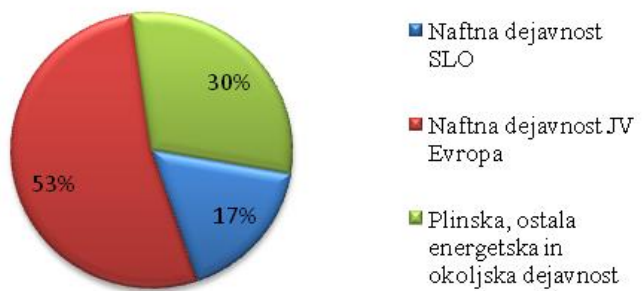
Priloga 9

Slika 1: Prikaz prodaje skupine Petrol po divizijah v letu 2008 (v %)



Priloga 10

Slika 2: Struktura naložb skupine Petrol v letu 2008



Priloga 11

Tabela 16: Bilanca stanja skupine Petrol v obdobju od 2004 – 2008.

(v 000 €)	2004	2005	2006	2007	2008
SREDSTVA					
Dolgoročna sredstva					
Neopredmetena sredstva	8.241,17	8.224,98	8.176,42	8.105,18	26.803,72
Opredmetena sredstva	384.775,77	408.790,32	416.666,85	449.678,74	559.293,52
Naložbene nepremičnine	20.003,74	17.111,98	14.356,27	15.681,68	15.513,83
Naložbe v odvisne družbe					
Naložbe v skupaj obvladovane družbe	14.234,11	14.358,93	12.912,93	14.637,91	16.587,07
Naložbe v pridružene družbe	50.962,45	53.540,59	60.494,61	255.490,26	128.782,44
Za prodajo razpoložljiva sredstva	29.382,27	12.319,21	11.807,20	10.509,25	22.692,91
Finančne terjatve	6.379,31	5.167,96	4.918,54	3.117,73	2.534,52
Poslovne terjatve	2.341,36	1.890,90	3.217,46	2.575,55	1.860,54
Odložene terjatve za davek	1.266,37	1.339,28	1.879,33	1.712,65	30.655,31
Skupaj dolgoročna sredstva	517.586,56	522.744,16	534.429,62	761.508,94	804.723,86
Kratkoročna sredstva					
Zaloge	71.718,52	117.159,75	79.399,80	84.873,82	87.982,64
Finančne terjatve	3.049,14	7.446,62	3.265,87	12.183,43	2.842,43
Poslovne terjatve	161.185,30	186.397,17	194.157,66	239.226,99	288.221,31
Terjatve za davek od dohodka			11,71	300,55	483,18
Finančna sredstva po poštenu vrednosti prek PI	592,61		1.479,70	2.184,04	2.455,03
Denar in denarni ekvivalenti	8.932,20	11.272,05	28.677,80	10.170,68	13.961,55
Aktivne časovne razmejitev in druga sredstva	5.993,52	2.872,89	2.013,51	4.208,50	8.238,23
Skupaj kratkoročna sredstva	251.471,29	325.148,49	309.006,04	353.148,00	404.184,36
SKUPAJ KRATKOROČNA + DOLGOROČNA SREDSTVA	769.057,85	847.892,64	843.435,66	1.114.656,95	1.208.908,22

(v 000 €)	2004	2005	2006	2007	2008
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV					
Kapital večinskih lastnikov					
Vpoklicani kapital	52.235,88	52.235,88	52.235,88	52.240,98	52.240,98
Kapitalske rezerve	80.483,21	80.506,38	80.574,12	80.778,12	80.991,39
Zakonske rezerve	162.510,96	61.809,27	61.820,74	61.854,07	61.903,49
Rezerve za lastne delnice		2.758,40	2.715,91	2.638,83	2.604,67
Lastne delnice	-2.773,59	-2.758,40	-2.715,91	-2.638,83	-2.604,67
Druge rezerve iz dobička		116.927,67	135.161,15	156.732,11	122.584,03
Rezerve iz naslova prevrednotenja fin. naložb	6.370,67	600,90	899,07	3.072,94	-51,19
Rezerve iz naslova prevrednotenja osnovnih sredstev	2.713,27	2.713,27			
Rezerve za varovanje pred tveganjem	420,28				-5.211,97
Prevedbene razlike		1.909,77	1.699,93	533,00	-385,69
Preneseni čisti poslovni izid	30.541,00	18.211,62	34.013,38	53.968,96	51.446,80
Čisti poslovni izid poslovnega leta		20.651,75	29.878,86	30.309,98	0,00
Kapital manjšinskih lastnikov	101,36	110,40	114,36	727,77	33.757,89
Skupaj kapital	332.603,04	355.676,91	396.397,49	440.217,93	397.275,72
Dolgoročne obveznosti					
Rezervacije za zasluzke zaposlenecv	4.372,84	3.914,91	4.073,06	4.025,56	3.491,98
Druge rezervacije in dolgoročno odloženi prihodki	27.604,82	25.674,14	23.764,34	18.472,94	17.112,47
Finančne obveznosti	115.243,70	127.425,77	97.270,64	260.788,53	306.723,37
Poslovne obveznosti	1.814,98	1.749,58	1.671,05	1.553,38	1.487,98
Odložene obveznosti za davek	2.651,94	448,64	834,51	1.699,87	6.716,21
Skupaj dolgoročne obveznosti	151.688,28	159.213,04	127.613,60	286.540,27	335.532,01
Kratkoročne obveznosti					
Finančne obveznosti	78.968,38	110.503,41	86.966,63	157.945,31	227.487,19
Poslovne in druge obveznosti	191.033,93	204.091,62	218.220,33	217.302,74	236.601,09
Obveznosti za davek od dohodka		3.650,35	4.405,99	2.529,44	435,51
Pasivne časovne razmejitev	14.764,22	14.757,31	9.831,62	10.121,26	11.576,70
Skupaj kratkoročne obveznosti	284.766,53	333.002,70	319.424,57	387.898,75	476.100,49
Skupaj obveznosti	436.454,81	492.215,74	447.038,16	674.439,02	811.632,50
SKUPAJ KAPITAL + OBVEZNOSTI	769.057,85	847.892,64	843.435,66	1.114.656,95	1.208.908,22

Vir: Petrol, 2004-2008.

Priloga 12

Tabela 17: Shema skupine Petrol (na dan 31.12.2008)

ODVISNE DRUŽBE	SKUPAJ OBVLADOVANE DRUŽBE	PRIDRUŽENE DRUŽBE
PETROL-TRADE HANDELSGES.M.B.H.	GEOENERGO D.O.O.	AQUASYSTEMS D.O.O.
CYPET-TRADE LTD.	INSTALACIJA, D.O.O. KOPER	GEOPLIN D.O.O. LJUBLJANA
CYPET OILS LTD.	KARKASA, D.O.O.	MARCHÉ GOSTINSTVO D.O.O.
PETROL BH OIL COMPANY D.O.O. SARAJEVO	PETROL – BONUS D.O.O.	OGREVANJE PIRAN D.O.O.
PETROL TRGOVINA D.O.O., ZAGREB	PETROL – OTI – SLOVENIJA L.L.C.	BIO GORIVA D.O.O.
EO - PETROL D.O.O.	PETROL SLOVENIA TIRANA WHOLESALE SH.A.	ISTRABENZ D.D.
PETROL D.O.O. BEOGRAD	PETROL SLOVENIA TIRANA DISTRIBUTION SH.P.K.	
PETROL - INVEST D.O.O.		
PETROL MALOPRODAJA SLOVENIJA, D.O.O.		
PETROL SKLADIŠČENJE D.O.O.		
PETROL TEHNOLOGIJA, D.O.O.		
PETROL VNC D.O.O.		
PETROL PLIN, D.O.O.		
PETROL ENERGETIKA D.O.O.		
PETROL GAS GROUP, D.O.O.		
RODGAS AD BAČKA TOPOLA		
PETROL TOPLARNA HRASTNIK D.O.O.		

Vir: Petrol, 2008.