

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNA ANALIZA MANAGERSKEGA ODKUPA PODJETJA
MERKUR, d.d.**

Ljubljana, junij 2008

TINA LESKOVEC

IZJAVA

Študentka Tina Leskovec izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Simona Čadeža, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 MANAGERSKI ODKUP PODJETJA	2
1.1 RAZLOGI ZA MANAGERSKI ODKUP	3
1.1.1 PREDNOSTI MANAGERSKIH ODKUPOV	3
1.1.2 SLABOSTI MANAGERSKIH ODKUPOV	4
1.2 FINANCIRANJE MANAGERSKIH ODKUPOV	4
1.2.1 INVESTICIJSKE INSTITUCIJE	4
1.2.2 INVESTITORJI V NALOŽBENI KAPITAL	5
1.2.3 INVESTITORJI V ZASEBNI KAPITAL	5
1.2.4 FINANCIRANJE S STRANI PRODAJALCA	5
1.2.5 OSEBNA SREDSTVA MANAGERJEV	6
1.3 LBO OZ. S POSOJILI FINANCIRANI ODKUP	7
1.4 UČINKI MBO-JEV IN LBO-JEV	8
1.5 MANAGERSKI ODKUPI V EVROPI	10
1.6 MANAGERSKI ODKUPI V SLOVENIJI	12
2 PREDSTAVITEV PODJETJA MERKUR IN POTEK MANAGERSKEGA ODKUPA	14
2.1 PREDSTAVITEV PODJETJA	14
2.2 STRATEŠKI CILJI IN NAČRTI	15
2.3 POTEK MANAGERSKEGA ODKUPA	16
2.4 FINANCIRANJE MANAGERSKEGA ODKUPA	19
3 OCENA VREDNOSTI PODJETJA MERKUR OB PREVZEMU	19
3.1 METODE VREDNOTENJA	19
3.2 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	21
3.2.1 VREDNOST OPERACIJ	21
3.2.2 PREOSTALA VREDNOST	22
3.2.3 DISKONTNA STOPNJA	22
3.2.3.1 STROŠEK LASTNIŠKEGA KAPITALA	23
3.2.3.2 STROŠEK DOLGA	27
3.3 OCENA VREDNOSTI PODJETJA MERKUR	27
3.3.1 OCENA DISKONTNE STOPNJE ZA PODJETJE MERKUR	28
3.3.1.1 STROŠEK LASTNIŠKEGA KAPITALA	29
3.3.1.2 STROŠEK DOLGA	32
3.3.2 OCENA PROSTIH DENARNIH TOKOV	33
3.3.3 OCENA PREOSTALE VREDNOSTI	35
3.3.4 OCENA VREDNOSTI PODJETJA IN KOMENTAR	36
4 ANALIZA REALNE IZVEDLJIVOSTI PREVZEMNE STRATEGIJE	37
4.1 PREDVIDENE POSLEDICE PREVZEMNE PONUDBE	37
4.2 NAPOVED DOBIČKA SKUPINE MERKUR ZA OBDOBJE 2008–2012	38
4.3 NAPOVED POSLOVNEGA IZIDA DRUŽBE MERFIN ZA OBDOBJE 2008–2013	39
4.4 KOMENTAR DOBLJENIH REZULTATOV	41
SKLEP	42
LITERATURA IN VIRI	44
PRILOGE	1

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Struktura odkupov v Veliki Britaniji, vrednost transakcije manjša od 10 milijonov £ ..</i>	6
<i>Tabela 2: Struktura odkupov v Veliki Britaniji, vrednost transakcije večja od 10 milijonov £.....</i>	7
<i>Tabela 3: Vrednost (v mio EUR) in število managerskih odkupov v kontinentalni Evropi in Veliki Britaniji</i>	11
<i>Tabela 4: Lastništvo prevzemnih podjetij združenih v konzorcij v Merkurju na dan 2.10.2007..</i>	17
<i>Tabela 5: Lastništvo prevzemnih podjetij združenih v konzorcij v Merkurju po prevzemu</i>	18
<i>Tabela 6: Lastniška struktura družbe Merkur, d.d. na dan 31. 1. 2008</i>	18
<i>Tabela 7: Napoved najpomembnejših podatkov potrebnih za napoved prostih denarnih tokov v letih 2008–2012 (v tisoč EUR)</i>	35
<i>Tabela 8: Napoved vrednosti celotnih finančnih prihodkov podjetja Merfin za obdobje 2008–2013 (v evrih)</i>	40
<i>Tabela 9: Napoved letnih obresti za najeti kredit.....</i>	40
<i>Tabela 10: Napoved najpomembnejših podatkov, potrebnih za napoved poslovnega izida podjetja Merfin, za obdobje 2008-2013</i>	41

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Organizacijska shema Skupine Merkur.....</i>	15
<i>Slika 2: Mesečne donosnosti indeksa SBI20 in delnice Merkurja v obdobju 30.12.1998–30.10.2007.....</i>	31
<i>Slika 3: Izračun bete Merkurja z regresijo.....</i>	31

KAZALO PRILOG

<i>Priloga 1: Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov</i>	1
<i>Priloga 2: Izračun mesečne donosnosti indeksa SBI20 in delnice Merkurja, d.d.</i>	2
<i>Priloga 3: Izračun tržne vrednosti dolga.....</i>	4
<i>Priloga 4: Izračun netvegane stopnje donosa.....</i>	5
<i>Priloga 5: Določitev obrestne mere za najetje kredita za podjetje Merkur, d.d. po javnodostopnih kriterijih.....</i>	6
<i>Priloga 6: Napoved neto CAPEX-a Skupine Merkur za obdobje 2008–2012</i>	6
<i>Priloga 7: Napoved sprememb nederavnega obratnega kapitala Skupine Merkur v obdobju 2008–2012.....</i>	9
<i>Priloga 8: Napoved prostih denarnih tokov Skupine Merkur (v tisoč evrih) za obdobje 2008–2012.....</i>	13
<i>Priloga 9: Izračun preostale vrednosti</i>	14
<i>Priloga 10: Izračun vrednosti Skupine Merkur</i>	15
<i>Priloga 11: Napoved finančnih odhodkov Skupine Merkur za obdobje 2008–2012 (v tisoč evrih)</i>	16
<i>Priloga 12: Napoved dobička Skupine Merkur za obdobje 2008–2012</i>	16
<i>Priloga 13: Napoved finančnih prihodkov za podjetje Merfin za obdobje 2008–2013.....</i>	18
<i>Priloga 14: Napoved poslovnega izida podjetja Merfin v obdobju 2008-2013.....</i>	19

UVOD

Managerski odkup je oblika prevzema, s katero trenutni managerji podjetja prevzamejo celotno podjetje ali njegov del. Začetki managerskih odkupov segajo v 80-ta leta prejšnjega stoletja, ko so se najprej začeli pojavljati v ZDA in Veliki Britaniji. Tam so managerski odkupi dosegli tudi največji razmah in zaradi njihovega financiranja so se razvile številne finančne institucije. V kontinentalni Evropi niso tako pogosti, predvsem zato, ker so managerji tveganju manj naklonjeni, in zaradi slabše razvite infrastrukture, ki je potrebna za izvedbo managerskega odkupa.

V Sloveniji so se managerski odkupi začeli uveljavljati šele zadnja leta. Pri večini so sodelovali managerji in delavci, saj so bili managerji finančno prešibki, da bi lahko sami izpeljali prevzem. Zaradi prevelikega tveganja, banke odkupa niso hotele v celoti financirati. Strokovnjaki so managerjem mnogokrat očitali, da so bili odkupi izpeljani po nizkih prevzemnih cenah in ne dovolj transparentno.

V javnosti še vedno zelo odmeva managerski odkup podjetja Merkur, d.d., ki se uvršča med deset največji slovenskih družb. Prevzem je izpeljala skupina 67 vodilnih managerjev podjetja, in sicer na nov in za slovenski prostor dokaj inovativen način. Inovativno je predvsem stališče, da najetih kreditov, v prihodnosti sploh ne mislijo odplačevati. Nadomeščali naj bi jih z novimi in, kot upajo, ugodnejšimi krediti. Prav zaradi drugačnosti tega managerskega odkupa, sem ga želela tudi sama podrobneje proučiti.

Prvi cilj moje diplomske naloge je oceniti vrednost podjetja Merkur na dan, ko je konzorcij petih lastnikov objavil prevzemno namero, ter na podlagi ocene vrednosti podjetja ugotoviti primernost ponujene prevzemne cene. Zanimalo me je torej predvsem, ali je bila ponujena prevzemna cena primerna, ali pa se je ponovila stara slovenska praksa prenizkih prevzemnih cen. Drugi cilj pa je preučiti, ali je strategija odkupa, kot jo je v javnosti predstavil Bine Kordež, predsednik uprave in eden izmed glavnih prevzemnikov Merkurja, realno izvedljiva. Managerji so namreč za odkup najeli zelo visoka posojila, kar je v stroki sprožilo ugibanja o tem, ali jih bodo lahko tudi odplačevali. Pri managerskem odkupu Merkurja je pravzaprav šlo za LBO (s posojili financirani odkup), za katerega je znano, da lahko povzroči izčrpavanje podjetja. Managerji so seveda zagotovili, da do tega ne bo prišlo. Na podlagi javno dostopnih informacij sem želela tudi sama proučiti, ali so takšni dvomi javnosti upravičeni.

V prvem poglavju sem teoretično predstavila managerski odkup, njegove prednosti in slabosti ter pet načinov financiranja. Nato sem podrobneje proučila LBO oz. s posojili financirani odkup ter njegove značilnosti. Seznanila sem se tudi z učinki MBO-jev in LBO-jev ter nato osvetlila še njihovo zgodovino in značilnosti v Evropi in pri nas.

V drugem poglavju sem se osredotočila na podjetje Merkur, d.d. ter ga predstavila. Navedla sem strateške cilje in načrte njegovega vodstva. Nato sem se posvetila opisu poteka in financiranja managerskega odkupa.

V tretjem poglavju sem, v skladu s prvim zastavljenim ciljem, poskušala oceniti vrednost podjetja Merkur in preko nje ugotoviti, ali je bila ponujena prevzemna cena primerna. Najprej sem teoretično opredelila metode vrednotenja in podrobneje opisala metodo diskontiranih denarnih tokov, ki sem jo kasneje uporabila na primeru podjetja Merkur. Opisala sem tudi, kako sem ugotovila strošek kapitala za podjetje Merkur, kar sem pred tem tudi teoretično utemeljila.

V četrtem poglavju sem, v skladu z drugim zadanim ciljem, analizirala strategijo prevzema, kot jo je v medijih predstavil predsednik uprave Merkurja, ter možnosti za njeno realizacijo. Tako sem najprej navedla, kakšne naj bi bile predvidene posledice prevzemne ponudbe, nato pa na podlagi napovedi dobička podjetja Merkur ter posledično finančnih prihodkov in odhodkov družbe Merfin (glavnega prevzemnika) ocenila izvedljivost strategije. Diplomsko nalogo sem nato zaključila s sklepom glede uvodoma zastavljenih ciljev.

1 MANAGERSKI ODKUP PODJETJA

O managerskem odkupu oziroma kratko MBO-ju (angl. *management buyout*) govorimo takrat, kadar skupina obstoječih managerjev od delničarjev kupi podjetje, v katerem so zaposleni (Nash, 2005, str. 4). Pogosto so prav managerji najprimernejši kupci, ker najbolje vedo, kako podjetje deluje, in so za nakup tudi najbolj motivirani, saj lahko tako ohranijo tudi delovno mesto. Vedeti moramo, da se pri prevzemih s strani drugih podjetij pogosto zgodi, da obstoječe vodstvo podjetja službo izgubi. Managerski odkup torej ni nič drugega kot to, da trenutno vodstvo podjetja od obstoječih lastnikov pridobi sredstva ali delnice oz. deleže podjetja (Slorach, 2004, str. 135).

Za takšne prevzeme je pogosto značilno, da managerji v prevzem vložijo relativno skromno osebno premoženje, zato se managerski odkup običajno v pretežni meri financira z izposojenim denarjem. V takšnem primeru ga imenujemo s posojili financirani odkup oz. LBO (angl. *leveraged buyout*). Skupina managerjev skupaj s finančnimi partnerji običajno ustanovi novo družbo, ki nato prevzame družbo tarčo, tj. podjetje, v katerem so managerji zaposleni. Prevzem se lahko izvede na tri načine. Novoustanovljena družba lahko pridobi sredstva družbe tarče ali delnice/deleže družbe tarče ali pa se z njo združi. V večini primerov se zgodi drugo, torej da novoustanovljena družba kupi vse delnice oz. deleže družbe tarče. To je nato tudi edino sredstvo, ki ga družba prevzemnica izkazuje v svoji bilanci stanja. Družba prevzemnica je torej izključno holdinška družba. Družbo tarčo po končanem managerskem odkupu ponavadi umaknejo iz borze, če le-ta tam kotira (Reed, Lajoux, 1998, str. 305).

Vsak MBO ima svoj življenjski cikel, ki je sestavljen iz treh faz: faze pregleda, faze investiranja in faze umika. Vsaka faza ima svoje značilnosti, ki so odločilne za uspeh odkupa in se morajo upoštevati pri njegovem oblikovanju. Faza pregleda je zelo intenzivna in zahtevna, saj finančni partner, ki managerju pomaga izpeljati prevzem, podjetje preverja in se nato z managerji pogaja glede pogojev, strukture in oblike MBO-ja, kar zahteva veliko časa. Ta faza je pomembna predvsem zato, ker se v tem obdobju lahko pojavijo napake, ki so v kasnejših fazah odločilnega

pomena za uspeh managerskega odkupa. Investicijska faza se začne s prodajo podjetja njegovim managerjem in se nadaljuje s postavljanjem poslovnih načrtov ter povečanjem rentabilnosti podjetja z namenom odpravljanja zadolženosti podjetja, ki je posledica MBO-ja. Managerji morajo pravočasno in dosledno uresničevati strateške načrte, saj je to ključnega pomena. Zadnja faza je faza umika, ki se ponavadi izvede v obliki vstopa na borzo ali prodaje podjetja konkurentu. Pogosto se prične že med fazo investiranja, predvsem kadar gre za načrtovanje ponovnega vstopa na borzo, kar zahteva vnaprejšnje priprave. V takšnem primeru se finančni partner iz podjetja umika postopno, medtem ko v primeru prodaje podjetja konkurentu to ponavadi stori takoj in v celoti (Irgl, 2002, str. 2).

1.1 RAZLOGI ZA MANAGERSKI ODKUP

Managerji se za odkup podjetja, ki ga vodijo, odločajo zaradi različnih vzrokov. Seveda gre predvsem za željo po pridobitvi neodvisnosti in avtonomije pri odločanju ter možnosti za vpliv na prihodnjo strategijo in prihodnje odločitve. Poleg tega je managerski odkup ponavadi povezan z velikimi kapitalskimi dobički za kupce. Vedno pa obstaja še kakšen dodaten razlog, ki tudi vpliva na takšno odločitev managerjev.

Če gre za odprto delniško družbo, jo managerji morda želijo zapreti in tako prevzeti popoln nadzor ter se obvarovati pred možnimi sovražnimi prevzemi v prihodnosti, zaradi katerih bi po vsej verjetnosti izgubili službo. Zaprtje družbe ima tudi druge pozitivne učinke: prihranek pri administrativnih stroških, večje spodbude managerjem, večjo prilagodljivost managerskih odločitev, povečano udeležbo delničarjev in povečan finančni vzvod. Če gre za družinsko podjetje, kjer se lastnik upokoji in bi družbo rad prepustil ljudem, ki jim zaupa, je managerski odkup za lastnika boljša rešitev kot prodaja na trgu. Managerski odkupi so pogosti tudi v velikih in diverzificiranih podjetjih, kjer oddelki, ki ne sodijo v osnovno dejavnost podjetja, nimajo želene in potrebne podpore vodstva. Ko zaradi strateške preusmeritve določeni deli organizacije niso več del osnovne dejavnosti družbe, ki jim zato ne namenja več dovolj pozornosti in sredstev, je to lahko motiv za managerski odkup. Managerji tega dela podjetja se odločijo, da ga bodo odkupili, saj bo poslovanje tako učinkovitejše. To se lahko zgodi tudi, če je matično podjetje v finančnih težavah in nujno potrebuje svež kapital. Managerski odkupi so pogosto dobra rešitev tudi pri privatizaciji družbe v državni lasti, saj že dobro uigrana vodstvena ekipa zagotavlja nadaljnje vodenje podjetja (Brigham, 2004, str. 612; Irgl, 2002, str. 1).

1.1.1 PREDNOSTI MANAGERSKIH ODKUPOV

Managerski odkupi imajo kar nekaj prednosti. Najbolj očitna prednost je zagotovo v tem, da že izkušeni managerji najbolje poznajo potrebe podjetja in so tako pogosto tudi najprimernejši kupci. Poleg tega je managerski odkup precej hitrejši od prodaje podjetja konkurentu, celotni notranji proces prevzema in prenos odgovornosti pa ohranita zaupno naravo. To je pomembno predvsem takrat, ko stranka, ki podjetje prodaja, določenih informacij ne želi razkriti svojim konkurentom. Tega, v primeru prodaje podjetja komu drugemu in ne managementu, najverjetneje ne bi mogla preprečiti. Transakcija je hitrejša tudi zato, ker skrben pregled podjetja

s strani kupca in dana jamstva s strani prodajalca niso potrebni, saj kupci (managerji) o podjetju že vedo vse kar je potrebno, predvsem pa več kot prodajalci (lastniki). Ker se vodstvo ne zamenja, poteka poslovanje podjetja nemoteno. Tako so pomirjeni obstoječi poslovni partnerji in tudi stranke, kar zmanjša tveganje takšnega posla. Managerski odkup predstavlja tudi dobro priložnost za doseganje zanimive donosnosti investicije za managerje in za zunanje investitorje (Management Buyout Demystified, 2007).

1.1.2 SLABOSTI MANAGERSKIH ODKUPOV

Managerski odkup se v večini primerov financira predvsem s posojili. To pomeni, da je razmerje med dolgom in kapitalom zelo visoko, kar lahko managerjem povzroči probleme v prihodnosti. Zgodi se namreč lahko, da bodo morali ves ustvarjeni denarni tok porabiti za plačilo obresti in glavnice posojila. Tako bo ostalo zelo malo sredstev za zagotavljanje zadostne količine obratnega kapitala, potrebnega za normalno poslovanje podjetja. Zaradi tega se podjetja mnogokrat znajdejo v velikih težavah. Zato so za managerske odkupe primerna podjetja iz zrelih panog, ki ustvarjajo zanesljive denarne tokove, ki temeljijo na dobro ustaljeni bazi kupcev in so tako sposobna odplačevati visoke obresti za najeta posojila (Slorach, 2004, str. 136).

Po besedah Nadje Zorko, finančne direktorice družbe Eti, sta negativni plati MBO-ja tudi koncentracija lastništva in manjša likvidnost delnic družbe. Posledice tega so višji stroški kapitala. Z MBO-jem postanejo managerji hkrati tudi lastniki podjetja oz. lastniki deležev, zato se lahko zgodi, da to funkcijo izkoristijo v osebne namene in ne vedno v dobro družbe. Da se to ne bi zgodilo, so potrebni zakoni, ki krepijo transparentnost delovanja družb, transparentnost vodenja in upravljanja takšnih podjetij ter pravno varstvo vseh vpletenih lastnikov deležev in manjšinskih lastnikov (Zorko, 2007).

1.2 FINANCIRANJE MANAGERSKIH ODKUPOV

Managerski odkup podjetja ponavadi le delno financirajo managerji sami, saj v ta namen nimajo dovolj lastnih sredstev. Zato za izvedbo transakcije potrebujejo druge finančne vire. Ti viri so lahko investicijske institucije (ponavadi banke), investitorji v naložbeni kapital (angl. *venture capitalists*), investitorji v zasebni kapital (angl. *private equity investors*) ali celo sam prodajalec. V nadaljevanju bom vse zgoraj naštete vire financiranja podrobneje predstavila.

1.2.1 INVESTICIJSKE INSTITUCIJE

Managerji si večino sredstev za financiranje odkupa izposodijo pri t.i. investicijskih institucijah. Na zahtevo posojilodajalcev ponavadi zavarujejo posojilo s sredstvi ali delnicami oz. deleži podjetja, ki ga kupujejo. Možno je tudi, da želijo posojilodajalci pridobiti majhen del kapitala v družbi prevzemnici in tako sodelovati v kasnejšem izboljššanem poslovanju prevzetega podjetja. Managerji se pogosto obrnejo na banko in se odločijo za kredit. Takšno financiranje je privlačno predvsem zato, ker je enostavno. Seveda pomeni takšen kredit tveganje za banko, ki ga le-ta ne more vedno prevzeti. Potrebuje torej ustrezno zavarovanje s strani managerjev (Slorach, 2004, str. 136).

1.2.2 INVESTITORJI V NALOŽBENI KAPITAL

Investitorji v naložbeni kapital managerjem pomagajo financirati managerski odkup tako, da kupijo delež prevzemnega podjetja. Včasih imajo rajši, da so kupljeni vrednostni papirji prednostne delnice, za delnice zamenljive obveznice ali kakršenkoli posojilni dolžniški papir, ki je upravičen do izplačila dividend ali obresti. Takšno obliko financiranja imenujemo tudi "mezzanine", saj gre pravzaprav za obliko, ki je nekje med zavarovanim dolgom in čistim kapitalom. Razlog, da se investitorji v naložbeni kapital raje odločajo za t.i. "mezzanine" obliko financiranja je v tem, da zagotavlja boljšo zaščito investicije kot pa navadne delnice (Slorach, 2004, str. 136).

1.2.3 INVESTITORJI V ZASEBNI KAPITAL

Investitorji v zasebni kapital so za izvedbo managerskega odkupa pripravljeni dati svoj denar v zameno za del delnic podjetja ali pa banki jamčiti za managerja, ki na podlagi tega lahko dobi posojilo. Cilji investorjev v zasebni kapital so seveda drugačni od tistih, ki jih imajo managerji. Predvsem so naravnani kratkoročnejše, z željo po maksimizaciji donosa ob minimalnem možnem tveganju ter izstopom iz podjetja po približno treh do petih letih. Managerji so naravnani dolgoročnejše. Kljub temu, da oboji stremijo k čim večji dobičkonosnosti, lahko različni cilji povzročijo nemire v tem odnosu. Problem lahko nastane predvsem zato, ker investitorji v zasebni kapital od managerjev pričakujejo, da bodo v času njihove investicije maksimizirali donos, medtem ko so managerji naravnani dolgoročno in želijo podjetje graditi tako, da bo dobičkonosno in uspešno na dolgi rok. Ti dve želji se marsikdaj izključujeta. Zato investitorji v zasebni kapital, pred zagotovitvijo sredstev za odkup, managerjem postavijo pogoje, ki naj bi se jih v prihodnosti držali. To lahko pri managerju povzroči občutek omejenosti in slabo vpliva na medsebojne odnose.

1.2.4 FINANCIRANJE S STRANI PRODAJALCA

Četrta možnost financiranja managerskega odkupa je sicer redka, a vseeno možna. Gre za financiranje s strani prodajalca, ki mu manager na začetku plača le nominalno vrednost delnice, nato pa vsako leto še del dobička. Manager kljub temu prevzame nadzor nad podjetjem in postane njegov lastnik. Doba odplačevanja dolga je običajno tri do sedem let. Seveda takšno financiranje ni vedno dobro za prodajalca, saj se odpove nadzoru nad podjetjem, kljub temu da celotne kupnine še ni dobil in mora nanjo čakati. Poleg tega je njegov donos odvisen od dobičkov podjetja po prevzemu. Če se le ti povečajo, lahko tako pridobi veliko, vendar pa tvega, da temu ne bo tako. Prodajalcu lahko takšen način financiranja managerskega odkupa pomeni tudi prednost v smislu davčnega ščita, saj se del dobička, ki ga vsako leto prejme od managerja, šteje kot dohodek in ne kot kapitalski dobiček. Od primera do primera je tudi odvisno, ali je takšno financiranje za prodajalca boljše ali slabše. Prevzemna cena, ki bi jo prodajalec lahko iztržil od managerja ob prevzemu, je lahko mnogo manjša od končne cene, ki jo prodajalec dobi, če se z managerjem dogovori za obročno plačevanje.

Takšno financiranje prinaša prednosti tudi managerju, saj se mu ni treba povezati z banko ali investitorjem v zasebni kapital, pa kljub temu lahko prevzame kontrolo nad podjetjem, potem ko se je s prodajalcem dogovoril glede plačila za podjetje iz prihodnjih dobičkov.

1.2.5 OSEBNA SREDSTVA MANAGERJEV

Managerji prispevajo velik del svojih lastnih sredstev za nakup podjetja, v katerem so zaposleni. Vendar pa osebna sredstva managerjev sama po sebi običajno niso dovolj za financiranje celotnega managerskega odkupa podjetja. Kljub temu je vlaganje lastnih sredstev managerjev pomembno za zunanje investitorje, saj jim managerji s tem pokažejo, da so prepričani v uspeh podjetja in so v ta namen pripravljeni zastaviti vse, kar lahko. Investirana osebna sredstva managerjev pomagajo pri vzpostavljanju zaupanja finančnih institucij, transakcijo okrepijo s kapitalom in zmanjšujejo tveganje.

V Veliki Britaniji narejene raziskave kažejo, da so imeli managerji v letih 1999 do 2004 pri odkupih, vrednih manj kot 10 milijonov £, povprečno kar 70-odstotni lastniški delež, k prevzemni ceni pa so prispevali le 8 odstotkov potrebnih sredstev (glej Tabelo 1). Pri transakcijah, katerih vrednost presega 10 milijonov £, so bili managerji v istem obdobju lastniki povprečno 32 odstotkov vseh delnic in so prispevali le 3 odstotke svojega denarja za financiranje odkupa (glej Tabelo 2 na naslednji strani) (Casson, Yeung, Bose in Wadeson 2006, str. 487).

Tabela 1: Struktura odkupov v Veliki Britaniji, vrednost transakcije manjša od 10 milijonov £

Tip financiranja (povprečje v %)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Lastniški kapital	40,4	54,4	41,1	30,4	43,1	41,1
”Mezzanine”	3,2	4,6	1,8	1,7	0,6	1,0
Dolg	48,2	35,0	46,6	48,9	47,8	44,8
Blagajniški zapis	3,3	3,6	2,8	10,5	3,0	7,1
Drugo financiranje	8,2	3,0	7,5	8,5	5,6	6,0
Skupaj financiranje (v mio £)	385	331	402	290	223	228
Prispevek prodajalca (v %)	4,0	2,7	4,1	6,6	2,8	7,2
Prispevek managementa (v %)	11,7	6,3	5,0	7,6	3,5	8,6
Delež lastniškega kapitala v rokah managementa (v %)	69,6	63,7	61,8	78,4	66,8	61,8

Vir: M. Casson, B. Yeung, A. Bose, N. Wadeson, The Oxford Handbook of Entrepreneurship, 2006, str. 486, tabela 18.1a.

Tabela 2: Struktura odkupov v Veliki Britaniji, vrednost transakcije večja od 10 milijonov £

Tip financiranja (povprečje v %)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Lastniški kapital	42,8	43,3	37,2	37,6	41,6	39,9
”Mezzanine”	3,7	4,7	5,0	4,6	3,6	5,2
Dolg	46,2	46,4	46,6	50,2	49,3	50,7
Blagajniški zapis	2,5	1,7	4,0	3,2	2,8	1,9
Drugo financiranje	5,8	3,8	7,3	4,4	2,7	2,3
Skupaj financiranje (v mio £)	11.727	13.339	13.614	9.934	10.922	11.463
Prispevek prodajalca (v %)	3,3	2,3	4,3	3,4	1,2	2,9
Prispevek managementa (v %)	5,6	5,3	2,1	2,0	3,1	2,7
Delež lastniškega kapitala v rokah managementa (v %)	35,6	32,1	36,8	35,7	27,7	33,0

Vir: M. Casson, B. Yeung., A. Bose, N. Wadeson, *The Oxford Handbook of Entrepreneurship*, 2006, str. 486, tabela 18.1b.

1.3 LBO oz. S POSOJILI FINANCIRANI ODKUP

O LBO oz. s posojili financiranjem odkupu govorimo takrat, kadar majhna skupina investorjev, ponavadi skupaj s trenutnimi managerji podjetja, kupi podjetje in odkup večinoma financira s posojili, ki so zavarovana s sredstvi tega podjetja. Kupci nato posojila odplačujejo preko prevzetega podjetja iz njegovega ustvarjenega prostega denarnega toka. Zaradi velikega deleža dolga obstaja nevarnost, da podjetje postane nesolventno. Da se to ne bi zgodilo, managerji povečujejo denarni tok podjetja na tri načine:

- znebiti se želijo vseh dragih nepremičnin in nepotrebnih sredstev, ki ne ustrezajo osnovni strategiji podjetja,
- racionalizirati želijo vse operacije v podjetju (zmanjšati zaloge, terjatve do kupcev, itd.),
- trudijo se izboljšati investicijsko uspešnost tako, da zmanjšujejo naložbe v dolgoročna sredstva v panogah, ki imajo nižjo donosnost, in se izogibajo precenjenim prevzemom.

Managerji se torej osredotočajo na izboljševanje učinkovitosti poslovanja, prodajo nepotrebnih sredstev in odplačevanje dolga. Ker imajo v podjetje vložena svoja osebna sredstva, so pri tem tudi uspešnejši in bolj predani, saj gre vse, kar privarčujejo z zmanjševanjem nepotrebnih stroškov, tudi v njihove žepe. Poleg tega so managerji bolj nadzorovani kot prej v javni delniški družbi. V nadzornem svetu namreč sedijo zunanji investitorji, ki jih uspešnost poslovanja podjetja zanima zaradi njihovega velikega vložka. Aktivni nadzor in koncentracija lastništva tako zmanjšujeta ločenost lastniške in nadzorne funkcije ter s tem zmanjšujeta agentske stroške. Velik finančni vzvod pa je povezan tudi z določenimi stroški. Tako se bodo povišali stroški dolga podjetja in tudi stroški finančne nestabilnosti (angl. *costs of financial distress*). Managerji bodo morali svoje dobavitelje prepričati, da jim lahko še naprej zaupajo in jim prodajajo na kredit. Zaradi visoke zadolženosti podjetja se dobavitelji namreč bojijo, da le-to ne bo moglo plačevati računov. Kupci lahko postanejo zaskrbljeni glede stalnosti in kakovosti proizvodov, zaposleni pa glede zmanjševanja števila delovnih mest in prodaje ali zapiranja določenih objektov. Načrt prevzemnikov je torej dvigniti prodajo in dobičke podjetja v določenem obdobju ter tako okrepljeno podjetje nato ponovno dati na borzo ali pa ga prodati drugi firmi, ki lahko izkoristi skupne sinergije. Prevzemniki želijo v obeh primerih ustvariti znaten dobiček in to kljub

precejšnjemu tveganju zaradi uporabe velikega finančnega vzvoda (Brigham, 2004, str. 901; Shapiro, 2000, str. 490).

S posojili financirani odkupi se od navadnih pripojitev razlikujejo zaradi dveh pomembnih značilnosti. Prva značilnost takšnega odkupa je, da se velik del nakupne cene financira z dolgom, druga pa, da prevzemniki podjetje po odkupu umaknejo iz borze - če gre za javno družbo (Brealy, 2000, str. 977).

Vsako podjetje ni primerno za LBO. Najpomembnejši pogoj, ki ga podjetje vsekakor mora izpolnjevati, je stabilen denarni tok, s katerim lahko utemelji visoko stopnjo zadolženosti. Poleg tega je za tipičnega kandidata za LBO ponavadi značilno tudi, da (Shapiro, 2000, str. 493; Bruner, 2004, str. 394):

- ima močan in predvidljiv prosti denarni tok, ki je potreben za odplačevanje dolga,
- deluje v stabilni panogi, ki raste počasi in zato predvideva nizko raven potrebnih investicij,
- ima močan položaj na trgu in da proizvaja produkte, ki jih bodo ljudje najverjetneje vedno potrebovali,
- deluje v panogi, ki ne zahteva velikih tehnoloških sprememb in ima zato posledično tudi nizke stroške za raziskave in razvoj,
- ima presežek sredstev, ki jih ne potrebuje in jih lahko proda ter s tem odplača vsaj del dolga,
- ima v bilanci stanja nizko vrednost dolga,
- ima izkušeno vodstvo (management) in na tem področju ne predvideva nikakršnih sprememb,
- ne predvideva večjih sprememb strategije podjetja.

1.4 UČINKI MBO-jev in LBO-jev

Dejstvo je, da LBO-ji ustvarjajo izjemne zasluške. Rezultati raziskave DeAngela, DeAngela in Ricea iz leta 1984, ko je Anglija doživela prvi večji val MBO-jev in LBO-jev, kažejo, da delničarji družbe, ki je predmet LBO-ja, v času od 40 dni pred do 40 dni po razglasitvi LBO-ja ustvarijo 25-odstotni zaslužek. Na dan razglasitve je bil po podatkih Maraisa, Shipperja in Smitha (1989) zabeležen 13-odstotni dobiček za takratne lastnike družbe, leta 1992 narejena raziskava raziskovalca Leeja pa kaže 14,9-odstotni donos. Delničarji prevzemnega podjetja, ki so ponavadi tudi trenutni managerji podjetja tarče, zaslužijo še več. Študija 25 LBO-jev, ki so se zgodili med leti 1980 in 1986, in so jih lastniki po povprečno 2,7 letih ponovno uvrstili na borzo ali pa kako drugače prodali, kaže srednji, trgu prilagojeni zaslužek od prevzemnega kapitala (angl. *median market-adjusted return on buyout equity*) v višini 785 odstotkov oziroma 125 odstotkov letno (Kaplan, 1989, str. 217–254).

Kljub velikim dobičkom, ki jih LBO-ji prinašajo, imajo ekonomisti o njih zelo različna mnenja. Zagovorniki trdijo, da so izjemni zaslužki posledica pomembnega povišanja produktivnosti in

dobičkonosnosti podjetja, ki izvira iz povečanega denarnega toka iz poslovanja glede na prodajo, ter velikega znižanja investicij. Kritiki menijo, da z višjimi cenami delnic pridobijo le delničarji, in sicer na račun ostalih zainteresiranih udeležencev, kot so zaposleni in lastniki obveznic. Poleg tega opozarjajo, da lahko velik finančni vzvod povzroči več škode kot je koristi od povečane učinkovitosti. Visoka zadolženost podjetja namreč poveča tveganje finančne nestabilnosti (angl. *risk of financial distress*) in premakne usmerjenost podjetja iz dolgoročne na kratkoročno, kar lahko povzroči izgubo dolgoročne prednosti podjetja (Bruner, 2004, str. 397; Shapiro, 2000, str. 490-491).

Na zgoraj omenjena nasprotja znotraj ekonomske stroke se je odzvalo mnogo raziskovalcev, ki so poskušali ugotoviti, kakšne so ekonomske posledice LBO-jev v praksi. Njihov zaključek je bil, da imajo LBO-ji velik vpliv na izboljšanje produktivnosti, prodaje, investicijske politike podjetja in uspešnosti poslovanja. Raziskava, ki sta jo leta 1995 v ZDA naredila Thompson in Wright, kaže, da se razmerje med denarnim tokom iz poslovanja in prodajo izboljša za približno 11,9 do 55 odstotkov. Prav tako se je v ZDA in Veliki Britaniji po odkupu močno povečala skupna faktorska produktivnost. Raziskave iz 90-ih let torej kažejo, da sta se tako učinkovitost poslovanja kot tudi učinkovitost upravljanja s premoženjem v prvih letih po LBO-ju močno izboljšala, ne da bi podjetje v večji meri odpuščalo zaposlene ali zmanjševalo stroške za vzdrževanje ter raziskave in razvoj. Drži sicer, da so izgubo utrpeli tisti, ki so pred odkupom imeli v lasti obveznice podjetja, vendar pa so bile te izgube v povprečju majhne in so predstavljale le del dobičkov, ki so jih prejeli delničarji. Statistika kaže, da so dobiček imeli tudi imetniki zamenljivih obveznic in prednostni delničarji. Pri LBO-ju se zaradi ogromnih posojil povečajo obresti, ki jih mora podjetje plačevati. Ker so obresti odbitna postavka pri izračunu davka od dobička pravnih oseb, naj bi bil ta t.i. davčni ščit tudi eden izmed možnih vzrokov za odločitve za LBO, saj podjetje tako plačuje nižje davke. Vendar pa je zmotno misliti, da ima država zato nižje davčne prihodke. Rezultati raziskave Jensena, Kaplana in Stiglinove (*Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury*) kažejo, da temu ni tako, ker:

- delničarji pred odkupom plačajo davek na kapitalski dobiček,
- delničarji po odkupu plačajo davek na kapitalski dobiček,
- je zaradi LBO-ja dobiček iz poslovanja večji (manjši stroški, večja učinkovitost, itd.) in posledično je večji tudi pobrani davek od dobička,
- so predmet obdavčitve tudi obresti (finančni prihodek), ki jih prejmejo posojilodajalci.

Finančno tveganje LBO-ja je zaradi visoke zadolženosti podjetja veliko, vendar pa se njegovo poslovno tveganje zmanjša, kar je posledica uvedenih izboljšav. Ko lastniki po LBO-ju podjetje umaknejo iz borze, je končni rezultat manjša celotna tveganost podjetja. Opravljene študije kažejo, da so učinki LBO-ja na zaposlenost različni. Nekatere raziskave v ZDA kažejo manjše povečanje skupne zaposlenosti v podjetju po odkupu, medtem ko druge, ki upoštevajo tudi prilagoditve za učinke panoge, ugotavljajo, da zaposlenost v podjetju po odkupu ne sledi povprečju v panogi. V Veliki Britaniji so študije pokazale, da se zmanjševanje števila delovnih mest in odpuščanje delavcev pojavljata predvsem v času spremembe lastništva, kasneje pa se zaposlenost povečuje. Zmanjševanje števila zaposlenih pomembno prispeva k dvigu skupnega faktorja produktivnosti. Raziskava, ki jo je naredil CMBOR (Centre for Management Buy-out

Research) leta 2006 kaže, da so managerski odkupi povezani z znatnim povečanjem števila novo razvitih produktov in z drugimi vidiki podjetništva, ki se drugače ne bi pojavili. Poleg že zgoraj omenjene izboljšane produktivnosti so na CMBOR-ju ugotovili, da MBO-ji pomembno vplivajo tudi na procese ravnanja s človeškimi viri v podjetju. Kjer pa so managerji in zaposleni delno tudi lastniki, se je povečala njihova zavzetost pri delu. V Veliki Britaniji so prišli celo do zaključka, da odkupi razbremenijo managerje, saj niso več obremenjeni s kompleksno hierarhično organizacijsko strukturo podjetja, ki morda ni primerna za kupljeno podjetje (Casson, 2006, str. 496; Shapiro, 2000, str. 491; Wright, 2006, str. 20).

1.5 MANAGERSKI ODKUPI V EVROPI

V zadnjih dveh desetletjih so managerski odkupi dobili globalni pomen. Prevladujejo predvsem v ZDA in Veliki Britaniji, vse bolj pa se pojavljajo tudi v Aziji in kontinentalni Evropi. Managerski odkupi so se začeli v 80-ih letih kot oblika reorganizacije zaradi takratne recesije propadlih podjetij in podjetij v težavah. Leta 1986 je bila v Veliki Britaniji vrednost vseh transakcij povezanih z MBO-ji sicer le 1,5 milijarde £, vendar pa se je trg v zadnjih 25-ih letih v Veliki Britaniji in kontinentalni Evropi znatno razvil (glej Tabelo 3 na naslednji strani). Leta 1997 so na angleškem trgu za odkupe prvič prestopili mejo 10 milijard £, tri leta kasneje je bila ta številka že dvakrat večja (20 milijard £). Prvi posel v Veliki Britaniji, vreden več kot 3 milijarde £ (MEPC/Leconport Estates), je bil zaključen leta 2000. Kontinentalna Evropa je v segmentu managerskih odkupov manj razvita od Velike Britanije. V Evropi je bilo šele leta 2005 zaključenih 20.000 managerskih odkupov (od leta 1970) vseh vrst. Sčasoma so se razvijale nove vrste poslov, predvsem kot posledica novih subjektov, ki so se pojavljali na trgu kot konkurenti za investicije v MBO-je. Obseg managerskih odkupov je v Veliki Britaniji in kontinentalni Evropi rasel enakomerno. Največ MBO-jev je bilo v Veliki Britaniji, v kontinentalni Evropi pa sledijo Francija, Nemčija, Španija, Italija in Nizozemska (glej Tabelo 3 na naslednji strani). V Tabeli 3 prikazani podatki o vrednosti managerskih odkupov kažejo prevlado Velike Britanije. Skupna vrednost vseh evropskih MBO-jev je v obdobju od leta 1996 do leta 2005 zrasla kar za petkrat in leta 2005 prestopila prag 100 milijard evrov.

Kljub rasti trga MBO-jev v Veliki Britaniji in kontinentalni Evropi, obstajajo med državami velike razlike glede njegove razvitosti. Pokazatelj relativne razvitosti trga je razmerje med vrednostjo transakcij, ki so namenjene managerskim odkupom v določeni državi, in BDP-jem te države. Glede na ta kazalec je Velika Britanija daleč največji trg MBO-jev v Evropi. Pomembne razlike med evropskimi državami obstajajo tudi glede možnih priložnosti za managerski odkup. V Veliki Britaniji so se managerski odkupi najprej pojavljali zaradi potrebe po prestrukturiranju konglomeratov. Kasneje je bil pomembnejši motiv umik podjetja iz borze s pomočjo MBO-ja. Potreba po prodaji podjetij v družinski lasti, ki se soočajo s problemi nasledstva, je bila glavni vzrok za managerske odkupe v Franciji. Danes so pomembnejše odprodaje delov podjetij, ki so podkrepjene z naraščajočimi pritiski konkurence v francoski industriji in vse večjim pomenom dobrega upravljanja in vrednosti za delničarje. V Nemčiji, Španiji in Italiji je rast trga za odkupe manjša predvsem zaradi odpora lastnikov majhnih in srednje velikih podjetij do prodaje podjetij investitorjem v zasebni kapital. Danes postajajo v Evropi manj pomembni managerski odkupi

družinskih podjetij, narašča pa pomembnost sekundarnih odkupov in managerskih odkupov, ki so posledica odsvojitve delov podjetij. Preoblikovanje javnega v zasebno podjetje prav tako ni pogost motiv za managerske odkupe v Evropi, med drugim tudi zato, ker ima kontinentalna Evropa manj podjetij, ki kotirajo na borzi. Pri tem je pomembna tudi kultura, zaradi katere so managerji v nekaterih državah tako ponosni na to, da podjetje, ki ga vodijo, kotira na borzi, da ne bi nikoli niti pomislili na to, da ga umaknejo. Spet drugi pa se bremenu borze izogibajo in podjetje zato držijo v zasebni lasti. V srednji in vzhodni Evropi so se priložnosti za MBO-je pojavile kot posledica prehoda iz komunizma v kapitalizem. Najpogostejši vzroki za managerske odkupe so bili privatizacija premoženja v državni lasti, iskanje izhoda zasebnih podjetij, ki so bila ustanovljena v času po komunizmu, odcepitve delov podjetij, ki so jih prej prevzela zahodnoevropska podjetja, prestrukturiranje podjetij s sedežem doma in iskanje sredstev za rast s strani javnih družb v okolju s šibkim trgom kapitala.

Tabela 3: Vrednost (v mio EUR) in število managerskih odkupov v kontinentalni Evropi in Veliki Britaniji

Ime države	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Avstrija	72 (1)	128 (2)	95 (2)	680 (1)	734 (2)	47 (1)	154 (4)	303 (0)	88 (1)	28 (0)
Belgija	147 (2)	414 (3)	820 (4)	2.595 (5)	337 (5)	1.744 (4)	517 (2)	1.448 (1)	2.266 (5)	4.057 (8)
Danska	411 (3)	263 (2)	267 (3)	2.173 (3)	1.313 (5)	500 (2)	1.391 (2)	848 (1)	260 (2)	7.060 (6)
Finska	724 (1)	440 (3)	560 (6)	1.085 (3)	675 (2)	1.047 (3)	480 (4)	1.039 (5)	977 (5)	2.044 (6)
Francija	2.189 (26)	5.275 (25)	6.198 (48)	8.387 (64)	6.503 (38)	6.387 (19)	15.557 (25)	8.772 (35)	11.489 (22)	20.714 (63)
Nemčija	1.704 (17)	3.538 (21)	5.265 (22)	4.629 (18)	15.084 (15)	7.229 (21)	8.143 (8)	11.908 (11)	17.915 (17)	11.727 (22)
Irska	116 (1)	119 (3)	244 (4)	1.475 (2)	259 (3)	5.021 (5)	4.930 (4)	747 (5)	970 (4)	770 (2)
Italija	1.146 (15)	3.121 (10)	673 (13)	2.756 (24)	2.555 (10)	1.002 (6)	3.428 (15)	7.773 (12)	3.013 (17)	17.512 (19)
Nizozemska	1.001 (14)	1.059 (13)	3.528 (20)	2.906 (18)	1.856 (15)	4.433 (7)	1.870 (9)	4.958 (8)	7.612 (9)	10.256 (14)
Norveška	315 (2)	180 (0)	22 (0)	225 (0)	1.004 (2)	1.370 (2)	142 (2)	308 (3)	455 (4)	426 (5)
Portugalska	158 (4)	64 (2)	83 (3)	206 (3)	83 (3)	2 (0)	26 (1)	54 (1)	8 (0)	76 (2)
Španija	227 (3)	374 (8)	859 (20)	1.715 (11)	941 (10)	1.528 (12)	2.069 (11)	934 (11)	2.274 (9)	9.391 (22)
Švedska	700 (5)	1.375 (6)	928 (8)	2.926 (7)	3.169 (4)	3.005 (2)	1.116 (6)	2.226 (6)	1.701 (5)	4.702 (13)
Švica	1.316 (11)	2.426 (7)	1.347 (5)	1.013 (7)	1.772 (4)	715 (1)	2.766 (2)	864 (1)	1.570 (4)	563 (0)
Skupaj kontinentalna Evropa	10.226 (105)	18.776 (105)	20.889 (158)	32.771 (166)	36.285 (118)	34.030 (85)	42.589 (95)	42.182 (100)	50.598 (104)	89.326 (182)
Velika Britanija	12.555 (646)	17.114 (709)	23.273 (691)	26.864 (656)	38.349 (618)	31.343 (642)	24.844 (637)	23.570 (711)	30.144 (701)	35.406 (685)
Skupaj	22.781 (751)	35.890 (814)	44.162 (849)	59.635 (822)	74.634 (736)	65.373 (727)	67.433 (732)	65.752 (811)	80.742 (805)	12.4732 (867)

Opomba: prva številka predstavlja vrednost managerskih odkupov v milijonih evrov v določeni državi, številka v oklepaju pa število managerskih odkupov v določeni državi

Vir: M. Wright, Management Buy-outs 1996-2006, Past Achievements, Future Challenges, , 2006, str. 4-5, tabela 1

Zelo pomembne so tudi razlike med evropskimi državami glede na prevzemanje podjetniških tveganj in pripravljenost managerjev, da se lotijo odkupa. V Veliki Britaniji so managerji mnogo bolj naklonjeni tveganju kot drugod v Evropi. Vedno večje število MBO-jev v Franciji je posledica pozitivne podjetniške kulture, ki spodbuja managerske odkupe. V Nemčiji je bila pripravljenost managerjev za odkup tradicionalno nizka, a to se sedaj, zaradi velikega števila poslovnih prestrukturiranj in posledično manjše pravne varnosti managerjev, spreminja. Tudi infrastruktura, ki je potrebna za izvedbo odkupa, se med državami v Evropi močno razlikuje. Velika Britanija ima mnogo bolj razvit trg zasebnega kapitala in trg dolžniških vrednostnih papirjev, boljšo mrežo posrednikov in bolj naklonjen pravni ter davčni okvir. V ostalih državah se počasi uvajajo spremembe, ki bodo izboljšale njihovo institucionalno in zakonodajno infrastrukturo. V Franciji je število investitorjev v zasebni kapital od začetka 80-ih let hitro raslo, pomembno vlogo pri širjenju koncepta odkupov pa so imele tudi odvetniške firme. V Nemčiji je bila infrastruktura odkupom dolgo časa nenaklonjena. Malo posrednikov, podpovprečno razvit trg zasebnega kapitala in visoke stopnje davkov so se začele spreminjati šele sredi 90-ih let. Takrat so se te omejitve začele rahljati. Tipičen primer je bila manjša obdavčitev kapitalskih dobičkov ob prodaji delnic oz. deležev (Wright, 2006).

1.6 MANAGERSKI ODKUPI V SLOVENIJI

Praksa managerskih odkupov, ki je v tujini povsem vsakdanji pojav, se je v Sloveniji začela uveljavljati šele v zadnjih letih. Podobno kot v ostalih tranzicijskih državah, je bilo doslej izpeljanih malo pravih managerskih odkupov. V večino odkupov pri nas so bili vključeni managerji in delavci, kar je predvsem posledica razdelitvene privatizacije. Dogajali so se predvsem v majhnih in srednje velikih podjetjih storitvene dejavnosti in manj v proizvodnji. Managerski odkupi v Sloveniji niso tako uspešni, nimajo podpore širše javnosti in takšne razvojne dinamike kot v razvitejših tržnih gospodarstvih (Petrič, 2002, str. 21; Babič, 2003, str. 14).

Eden najpogostejših motivov za managerski odkup v Sloveniji je izvedba privatizacije. Prva faza privatizacijskega procesa pri nas je bila privatizacija družbenega premoženja, drugo fazo konsolidacije lastništva pa torej predstavljajo managerski odkupi. Število managerskih odkupov se je v Sloveniji povečalo tudi zaradi obrambne strategije vodstev podjetij, ki se bojijo prevelikega vpliva države preko paradržavnih skladov. Urad za makroekonomske raziskave in razvoj (UMAR) je leta 2003 v svojem poročilu o razvoju zapisal, da se bo lastniška sestava podjetij v naslednjih letih intenzivno spreminjala. Tako so napovedali zmanjšanje lastniških deležev obeh paradržavnih skladov, pidov in nekdanjih zaposlenih na račun povečanja lastniških deležev managementa in drugih strateških investitorjev. To se danes tudi dogaja. Slovenski managerski odkupi imajo posebne lastnosti. Večinoma jih financirajo s pomočjo zunanjih virov in velikega zadolževanja. Transparentnost odkupov je nizka, managerji pa ponavadi za podjetja plačujejo nizke prevzemne cene, saj jih večina ne kotira na borzi in so njihovi delničarji slabše poučeni o vrednosti svojih vrednostih papirjev.

Večina managerskih odkupov pri nas se financira s posojili, najpogosteje najetimi pri bankah, saj še nimamo razvitih sodobnih instrumentov in ustanov za podporo tovrstnih transakcij. Transakcije so običajno mnogo manjše kot v tujini, a kljub temu so cene ponavadi previsoke, da bi lahko managerji sami v celoti financirali odkup, saj sta koncentracija in akumulacija kapitala v rokah posameznikov pri nas premajhna. Ker skladov tveganega in zasebnega kapitala, ki bi vlagali v MBO-je, v Sloveniji še ni, se morajo managerji zatekati po pomoč k tujim in domačim strateškim partnerjem. Banke namreč zaradi velikega tveganja ponavadi niso pripravljene same financirati odkupa v celoti (Petrovič, 2007, str. 35–37; Petrič, 2002, str. 24; Malus, 2004, str. 56). Bogomir Kovač iz ljubljanske Ekonomske fakultete meni, da so managerski odkupi koristni, saj podjetja tako dobijo aktivne lastnike, vendar pa je treba biti pozoren na načine financiranja takšnih odkupov. Sporno je namreč pridobivanje kreditov na račun bančnih garancij podjetij, ki jih managerji vodijo, saj imajo tako privilegiran položaj (V prihodnjih letih vse več managerskih odkupov, 2006).

Prvo desetletje in pol po osamosvojitvi Slovenije smo bili priča dokaj majhnemu številu managerskih odkupov, vendar pa so bili le-ti zelo odmevni v javnosti (SCT, Trimo, Primorje, LIP Bled, Kolekotr, itd.). Najbolj so izstopali BTC, Autocommerce, Viator & Vektor ter Iskra. Izpeljani so bili na dva načina. BTC je na podlagi premoženja podjetja najel posojilo pri banki, s katerim je odkupil lastne delnice in s tem zmanjšal kapital. Managerji, ki so imeli delnice v lasti že prej in jih nato seveda niso prodali, so tako pridobili večinski delež v podjetju. V naslednjih letih so posojilo odplačevali iz podjetja. Drugi način, s katerim so bili izvedeni managerski odkupi v Sloveniji, pa je zahteval široko ekipo managerjev (50 ali več), ki je v odkup vložila lastna sredstva in najela osebna bančna posojila za izpeljavo transakcije. Managerji lahko do kapitalskega obvladovanja družbe na najbolj transparenten način pridejo z objavo prevzemne ponudbe s pošteno odkupno ceno za delnice. Vendar je to pri nas redko, saj managerji za to potrebujejo veliko sredstev. V Sloveniji se pogosteje dogaja, da druge družbe, ki so upravam naklonjene, zanje kupujejo deleže. Ko je kapital družbe že bolj skoncentriran, pa managerji te deleže odkupijo, kar je mnogo ceneje od prevzemne ponudbe, kjer bi morali plačati premijo. Poleg tega so takšni odkupi tudi manj opazni v javnosti (Petrovič, 2007, str. 36–37).

Do danes so slovenski managerji postali pomembni lastniki Autocommerca (podjetja s prestižnimi avtomobilskimi znamkami in prikolicami), SCT-ja in GP Primorja (obvladujeta gradnjo avtocest, ki jih financira država), Viator & Vektorja (največje špeditersko podjetje pri nas), podjetja Prevent Global, Probanke (ena največjih bank), Trima (uveljavljeni izdelovalec jeklenih montažnih zgradb), Jata Emone (proizvajalec slovenskih jajc in krmil) ter zdaj tudi Merkurja (največji trgovec s tehničnim blagom v Sloveniji), Pivovarne Laško in Istrabenza (Tekavec, 2007).

Na osnovi slovenskih managerskih odkupov lahko torej zaključimo (Malus, 2004, str. 53):

1. gre za povsem legitimno možnost koncentracije razpršene lastnine v slovenskih podjetjih,
2. do leta 2004 je šlo praviloma za managersko-delavski odkup, ker so bili managerji sami finančno prešibki, danes pa prevladujejo le managerski odkupi

3. sistem ni naklonjen managersko-delavskim odkupom, kljub močnejšemu notranjemu lastništvu zaposlenih in managerjev kot v tržnih ekonomijah,
4. razen bančnih posojil v Sloveniji še nimamo razvitih sodobnih instrumentov in ustanov za podporo odkupom.

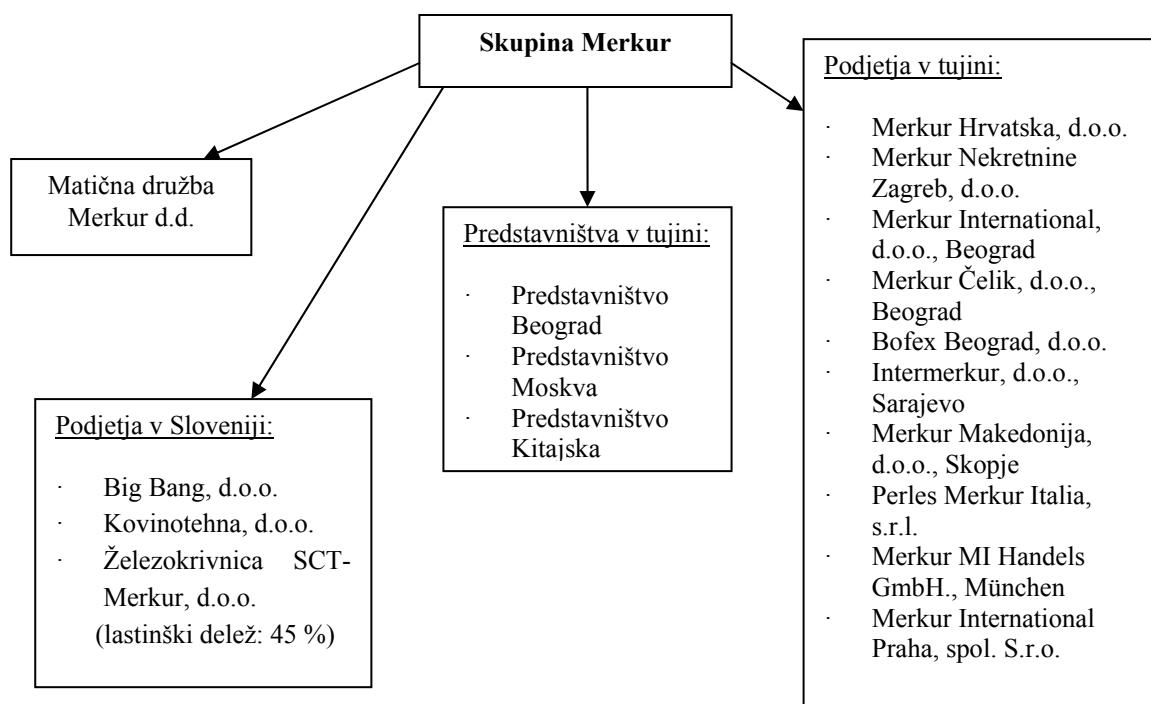
2 PREDSTAVITEV PODJETJA MERKUR IN POTEK MANAGERSKEGA ODKUPA

2.1 PREDSTAVITEV PODJETJA

Podjetje Merkur je podjetje z dolgoletno tradicijo, saj njegovi začetki segajo v leto 1896. Že leta 1933 so zaščitili tudi trgovsko znamko "Merkur–prima kvaliteta". Ves čas je bilo to trgovsko podjetje s tehničnim blagom, ki je uspešno preživelo drugo svetovno vojno. Iz podjetja z dvajsetimi zaposlenimi je po vojni z uspešnimi prevzemi manjših podjetij zraslo v podjetje z več kot petsto delavci (sedemdeseta leta). Takrat se je tudi dokončno specializiralo za veleprodajo, maloprodajo in izvozno dejavnost ter te oblike prodaje ohranilo vse do danes. Po letu 1980 je podjetje širilo svojo maloprodajno mrežo ter zgradilo številna skladišča in logistično infrastrukturo. Po razpadu Jugoslavije je pridobilo vodilni položaj na domačem trgu ter se razširilo tudi v tujino. Po letu 1990 je Merkur postal javna delniška družba, z delnicami katerega se je leta 1998 začelo redno trgovati na Ljubljanski borzi. Danes Merkur uspešno utrjuje svoj vodilni tržni položaj v Sloveniji (20- do 50-odstotni tržni delež pri posameznih blagovnih znamkah) in se širi predvsem na trge jugovzhodne Evrope. Tako imajo med drugim na Hrvaškem zgrajenih osem trgovskih centrov, v Srbiji dva, v Makedoniji pa posluje manjša prodajalna. V Skupini Merkur je zaposlenih več kot 4500 ljudi. 50 odstotkov prihodkov od prodaje skupina ustvari z veleprodajno dejavnostjo. V zadnjih petih letih je Skupina Merkur svoje prihodke od prodaje več kot podvojila (iz 442 mio evrov v letu 2001 na 999 mio evrov v letu 2006), leta 2007 pa je tudi prestopila prag ene milijarde evrov in tako v svojih izkazih izkazala 1,15 mrd evrov prihodkov od prodaje. Tudi čisti poslovni izid se je v obdobju 2001–2006 povečal za več kot trikrat, tj. iz 6,7 milijona evrov na 21 milijonov evrov. Leta 2007 so rezultat še izboljšali in dosegli 33,39 milijona evrov čistega dobička (Letno poročilo 2001, Merkur d.d., 2002, str. 66; Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, 2007, str. 5; Konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur in letno poročilo družbe Merkur, d.d. za leto 2007, 2008, str. 2–3).

Družba Merkur d.d. je krovna družba Skupine Merkur, ki jo poleg matičnega podjetja sestavljajo še tri podjetja v Sloveniji, deset podjetij v tujini ter predstavništva v Beogradu, Moskvi in na Kitajskem (glej Sliko 1 na naslednji strani).

Slika 1: Organizacijska shema Skupine Merkur



Vir: Organizacijska shema Merkur Group, 2007.

2.2 STRATEŠKI CILJI IN NAČRTI

Vizija Merkurja je do leta 2012 postati vodilni trgovec v jugovzhodni Evropi z izdelki za opremo doma, "naredi si sam" ter z gradbenimi, elektrotehničnimi, metalurškimi in profesionalnimi tehničnimi proizvodi. Zato seveda želijo še naprej rasti in se razvijati ter tako doseči zadani cilj. Ta strateški cilj temelji na stalni rasti poslovanja, rasti dobička, zaostajanju rasti stroškov v primerjavi z rastjo kosmatega dobička, uravnoteženi strukturi financiranja ter doseganju ustreznega donosa na kapital. Ciljna stopnja slednjega, ki jo Merkur želi ohranjati na dolgi rok, je 11 odstotkov in je bila dosežena že leta 2006. Dolgoročni strateški cilji Merkurja so:

- krepitev tržnega položaja v Sloveniji,
- razvoj procesa prodaje podjetjem preko maloprodajnega kanala prodaje oz. t.i. procesa "reproprodaje" (naslednjih pet let ključna konkurenčna prednost),
- širitev prodajnega trga in razvoj prodajnih kapacitet na jugovzhodnih trgih,
- uvajanje kakovostnih, inovativnih in potrošniku zanimivih novih izdelkov,
- optimizacija nabavnega procesa z logističnimi procesi,
- razvoj kompleksnejših storitev za vse programe,
- zagotavljanje donosnosti in učinkovitosti poslovanja, rast dobička in cene delnice ter vključevanje v smiselne evropske povezave.

Skupina Merkur naj bi do leta 2012 s pomočjo izpopolnjevanja programov, ostrim cenovnim tekmovanjem in uporabo naprednih oblik trženja v trgovini, še vedno več kot polovico prihodkov ustvarila na slovenskem tržišču. Do leta 2012 naj bi zgradili sedem novih trgovskih centrov v večjih slovenskih mestih. Na trgih izven Slovenije napovedujejo doseganje dinamičnega razvoja ter krepitev vloge in obsega prihodkov v hčerinskih podjetjih Skupine Merkur. Ti trgi so predvsem na Hrvaškem, v Srbiji, Bosni, Makedoniji in Črni Gori, za katere Merkur meni, da jih pozna bolje od konkurence in ima tako pomembno konkurenčno prednost. Zato napovedujejo več kot trikratno povečanje obsega poslovanja v obdobju 2010–2005. V Merkurju načrtujejo, da bodo do leta 2012 prisotni v vseh večjih hrvaških mestih, za kar bodo porabili 145 milijonov evrov. V naslednjih dveh do treh letih naj bi tako na tem trgu dosegli 10-odstotni delež. V Srbiji želi Merkur doseči in utrditi vodilno mesto med trgovci z metalurškimi izdelki in trgovino s tehničnim blagom. Investicije v nove prodajne zmogljivosti trgovskih centrov v večjih srbskih mestih do leta 2012 bodo znašale 112 milijonov evrov. V Bosni je Merkur prisoten predvsem v trgovini z metalurgijo, zato načrtujejo, da bo do leta 2012 tržni delež na tem področju dosegel 25 odstotkov. Leta 2007 so začeli tudi z intenzivnim razvojem maloprodaje. Tako bodo leta 2008 gradili trgovski center v Sarajevu, načrtujejo pa tudi centre v Banja Luki, Tuzli in Mostarju, za kar bodo porabili 72 milijonov evrov. V Makedoniji je na prvem mestu prodaja metalurških izdelkov. Leta 2012 naj bi tako presegli 15.000 ton prodaje teh proizvodov. Zaradi tega bodo investirali v nova skladišča. Širjenje prodajne mreže z vsaj tremi prodajnimi centri načrtujejo šele po letu 2012.

Od leta 1993 dalje je povprečna letna stopnja rasti Skupine Merkur znašala vsaj 14 odstotkov, določena leta je celo presegla 20 odstotkov. Zato tudi v prihodnje načrtujejo vsaj 15-odstotno povprečno letno rast prodaje (Vizija in načrti strateškega razvoja Skupine Merkur 2007–2012, 2007).

2.3 POTEK MANAGERSKEGA ODKUPA

Začetki managerskega odkupa v Merkurju segajo v december 2006, ko je država trgovski hiši Engrotuš prodala svoj 24,3-odstotni delež v Merkurju. Ta je v naslednjih dveh mesecih svoj delež skoraj v celoti prodala bankam, od teh pa je delež julija 2007 kupilo podjetje Merfin d.o.o. Podjetje Merfin d.o.o. je pravzaprav naslednik družbe Lirana, svetovanje in investiranje d.o.o., ki jo je 15. marca 2007 kot edini družbenik ustanovilo podjetje Tax group pravno svetovanje, d.o.o. Le to je 21. maja 2007 odsvojilo svoj poslovni delež Marti Bertonec (članica nadzornega sveta Merkurja), ki je 18. junija tako postala edina družbenica tega podjetja. Podjetje se je 30. maja 2007 preimenovalo v podjetje Merfin d.o.o. in se nato dokapitaliziralo z vstopom novih družbenikov, kar je postalo uradno 5. julija 2007. Lastnikov podjetja Merfin je 38. Dva lastnika imata status d.o.o. (BK Kapital, investiranje, d.o.o. in Merfin Dva, holdinška družba, d.o.o.), ostali so posamezniki (36). Slednji so vsi vodilni delavci Merkurja. Poleg tega je edini lastnik družbe BK Kapital, ki ima v lasti skoraj 31 odstotkov Merfina, prav predsednik uprave Merkurja Albin Kordež. Prav tako je tudi vseh 30 družbenikov Merfina Dva, d.o.o. zaposlenih v Merkurju. Vsi družbeniki so ob ustanovitvi Merfina nanj prenesli tudi svoje delnice Merkurja.

Družba Merfin je že ob ustanovitvi odkupila 20,8 odstotni delež Merkurja (od bank, ki jim je delnice prodal Engrotuš), konec septembra in prve dni oktobra 2007 pa še deleže svojih družbenikov in nekaterih večjih lastnikov Merkurja (NFD 1 delniško investicijski sklad (prodal 10,48 % delnic), Banka Koper (prodala 5,04 % delnic) in Gorenjska banka (prodala 6,47 % delnic)). Tako je družba Merfin postala lastnica 49,33-odstotnega deleža. Po zakonu o prevzemih je s tem prestopila prevzemni prag, zato je morala objaviti prevzemno ponudbo. Ker zakon o prevzemih zahteva, da prevzemnik bodisi deponira denarni znesek za prevzem ali zagotovi bančno garancijo za vso svojo obveznost iz prevzemne ponudbe, se je Merfin s še štirimi obstoječimi lastniki Merkurja združil v konzorcij. S tem si je znižal stroške prevzema, saj je moral zagotoviti bančno garancijo oz. deponirati denarni znesek le za preostalih 21,5 % delnic (konzorcij je namreč imel v lasti 78,5 % delnic (glej Tabelo 4)) in ne za 50,7 %, kot bi jo moral, če bi prevzem izvedel sam. Konzorcij je bil ustanovljen 2. oktobra 2007 z uradnim ciljem, da pridobi čim večje število delnic Merkurja. Na ta dan je konzorcij, ki je imel takrat v lasti 78,5 % delnic Merkurja, objavil tudi prevzemno namero. V konzorcij so se združila podjetja Merfin, d.o.o., Sava, d.d., Banka Koper, d.d., Euro-Veneto, d.o.o. in Interfin naložbe, d.d., ki so se s pogodbo zavezala, da bodo sodelovala le kot finančni partnerji ter tako ne bodo prevzemala nikakršnih finančnih ali drugih obveznosti. V Tabeli 4 so navedeni deleži, ki so jih posamezna podjetja takrat imela v Merkurju.

Tabela 4: Lastništvo prevzemnih podjetij združenih v konzorcij v Merkurju na dan 2.10.2007

Ime podjetja	Lastniški delež v Merkurju
Merfin, d.o.o.	49,33%
Sava, družba za upravljanje in financiranje, d.d.	20,02%
Banka Koper d.d.	3,61%
Euro-Veneto d.o.o.	3,66%
Interfin naložbe d.d.	1,88%
SKUPAJ	78,50%

Vir: Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d.d., 2007, str. 5.

Na podlagi dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev je konzorcij 30.10.2007 uresničil svojo namero in podal prevzemno ponudbo, ki se je nanašala na preostalih 282.152 delnic, ki jih člani konzorcija še niso imeli v lasti. Za delnico je ponudil 405 evrov, v celoti izplačljivih v denarju. Ponudba je bila veljavna od 2.11.2007 do vključno 1.12.2007 do 12.00 ure. Že v prevzemni ponudbi je bilo določeno, da bo Merfin odkupil za 80 milijonov, Banka Koper za 20 milijonov in Euro-Veneto za 14.271.560 evrov delnic. Po končani transakciji naj bi člani konzorcija tako imeli v lasti toliko delnic Merkurja, kor je navedeno v nadaljevanju (glej Tabelo 5 na naslednji strani).

Tabela 5: Lastništvo prevzemnih podjetij združenih v konzorcij v Merkurju po prevzemu

PREVZEMNIK	Število delnic pred prevzemom	Število prevzetih delnic	Število delnic po prevzemu	Delež po prevzemu	Potrebna sredstva (v €)
Merfin, d.o.o.	647.498	197.531	845.029	64,38 %	80.000.055
Sava, d.d.	262.841	0	262.841	20,02 %	0
Banka Koper, d.d.	47.403	49.383	96.786	7,37 %	20.000.115
Euro-Veneto, d.o.o.	48.000	35.238	83.238	6,34 %	14.271.390
Interfin naložbe, d.d.	24.691	0	24.691	1,88 %	0
SKUPAJ	1.030.433	282.152	1.312.585	100,00 %	114.271.560

Vir: Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d.d., 2007, str. 5.

Konzorcij je bil ustanovljen le za čas do izpolnitve cilja, tj. pridobitve vseh preostalih delnic družbe Merkur. Zastopnik konzorcija je bila družba Merfin, d.o.o. Osnovna dejavnost družbe Merfin je dejavnost holdingov, finančni zakup, drugo finančno posredništvo, s finančnim posredništvom povezane pomožne dejavnosti in druge poslovne dejavnosti. Na dan objave prevzemne ponudbe je osnovni kapital podjetja Merfin znašal 2,585 milijona evrov (Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d.d., 2007; Prevzemna namera, ki zagotavlja nadaljnjo rast Skupine Merkur, 2007; Toplak, 2007; Križnik, Tekavec, 2007; Polanič, 2007b).

V času veljavnosti prevzemne ponudbe je ponudbo sprejelo 3.133 akceptantov, ki so bili lastniki 261.701 delnic Merkurja. Tako je konzorcij pridobil dodaten 19,94-odstotni delež v družbi Merkur. Po mnenju konzorcija je prevzemna ponudba za odkup delnic ciljne družbe uspela, kar je 5. decembra 2007 potrdila tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev (Obvestilo o izdaji Odločbe o uspešnosti prevzemne ponudbe, 2007). Člani konzorcija so imeli takrat v lasti 98,44 odstotkov delnic Merkurja. Na dan 31. januar 2008 je bila lastniška struktura družbe Merkur, d.d. kot je navedeno v Tabeli 6.

Tabela 6: Lastniška struktura družbe Merkur, d.d. na dan 31. 1. 2008

Naziv	Št. delničarjev	Št. delnic	Št. Delnic v %
1. Merfin, d.o.o.	1	842.320	64,17
2. Sava, d.d.	1	262.841	20,02
3. Banka Koper d.d.	1	119.474	9,10
4. Euro - Veneto d.o.o.	1	48.000	3,66
5. Interfin naložbe d.d.	1	24.691	1,88
6. Zaposleni	9	325	0,002
7. Druge pravne osebe	21	2.244	0,17
8. Drugi delničarji	794	12.690	0,97
SKUPAJ	829	1.312.585	100,00

Vir: Lastniška struktura na dan 31.1.2008, 2008.

Iz Tabele 6 je razvidno, da so člani konzorcija po objavi uspešne prevzemne ponudbe pridobili še dodatnih 0,39 odstotka delnic. Pričakovati je bilo, da bodo v prihodnosti iztisnili vse male delničarje ter podjetje umaknili iz borze, saj so to namero izrazili že v prevzemni ponudbi. Do iztisnitve malih delničarjev je tako 17. januarja 2008 res prišlo, delnice Merkurja pa so bile z

borze umaknjene 7. marca 2008 (Merkur po 100-odstotnem lastništvu konzorcija z borze, 2008; Delnice Merkurja danes z borze, 2008).

2.4 FINANCIRANJE MANAGERSKEGA ODKUPA

Odkup delnic, omenjenih v prevzemni ponudbi, je bil financiran deloma z lastnimi sredstvi prevzemnikov, večinoma pa s pomočjo bančnih kreditov, za katere so bile pridobljene bančne garancije. Tako je Merfin dobil bančno garancijo za 80 milijonov evrov pri banki Hypo Alpe-Adria-Bank, d.d., Banka Koper in Euro-Veneto pa bančno garancijo Banke Koper v višini 34.271.560 evrov, od tega Banka Koper 20 milijonov in Euro-Veneto 14.271.560 evrov (Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d.d., 2007)

Če na prevzem gledamo širše in vanj vključimo že prve odkupe delnic s strani družbe Merfin julija 2007 ter vse njene nadaljnje odkupe, ki so pripeljali do dokončnega prevzema, so Merkurjevi managerji za potrebe le-tega najeli za 350 milijonov evrov posojil. Kot garancijo so pri bankah zastavili delnice Merkurja, ki so jih takrat imeli, in tiste, ki so jih pridobili šele kasneje, ter svoje osebno premoženje in dobro ime (Toplak, 2007).

3 OCENA VREDNOSTI PODJETJA MERKUR OB PREVZEMU

Vrednotenja podjetja sem se lotila zato, ker sem želela ugotoviti, kakšna je bila vrednost podjetja Merkur na dan objave prevzemne namere in na osnovi te vrednosti oceniti pošteno vrednost njegove delnice. Dobljeno vrednost delnice sem nato primerjala s ponujeno prevzemno ceno in tako ugotovila ali je bila le-ta primerna. S tem sem izpolnila prvi zastavljeni cilj: ugotoviti ali je bil managerski odkup Merkurja izveden po prenizki ceni, kot se je prej pogosto dogajalo v Sloveniji.

3.1 METODE VREDNOTENJA

Teorija poslovnih financ pozna veliko različnih modelov za ocenjevanje vrednosti podjetja. V nadaljevanju bom na kratko opisala štiri glavne in najbolj razširjene skupine metod vrednotenja ter se nato osredotočila na metodo diskontiranih denarnih tokov, ki jo bom kasneje uporabila tudi na primeru podjetja Merkur. Poznamo štiri večje skupine metod vrednotenja, ki so poznane po vsem svetu. To so:

1. na bilanci stanja temelječe metode,
2. na izkazu poslovnega izida temelječe metode,
3. mešane metode,
4. na diskotiranju denarnih tokov temelječe metode.

Konceptualno pravilne so le metode, ki temeljijo na diskontiranju denarnih tokov. V nadaljevanju bom kljub temu na kratko opisala tudi ostale, saj se pogosto uporabljajo.

Na osnovi metod, ki temeljijo na bilanci stanja, je podjetje vredno toliko, kot so vredna vsa njegova sredstva zapisana v bilanci stanja. Gre za tradicionalne metode, ki vrednotenje obravnavajo statično in zato ne upoštevajo pričakovanj v zvezi s prihodnjim poslovanjem podjetja ter predpostavke o nadaljevanju dejavnosti. Prav tako ne upoštevajo ostalih dejavnikov, ki vplivajo na vrednost podjetja, a niso zapisani v računovodskih izkazih (pogodbe, trenutni položaj v določeni panogi, človeški viri, organizacijski problemi, ipd.). Takšne metode so npr. knjigovodska vrednost, prilagojena knjigovodska vrednost, likvidacijska vrednost in nadomestna vrednost (Fernández, 2007, str. 6–9; Giacomelli, 1998, str. 24).

Kot že ime pove, druga skupina metod temelji na izkazu poslovnega izida. Pri izračunavanju vrednosti podjetja uporabljajo vrednost njegove prodaje, zaslužkov ali kakšen drug kazalec. Pravzaprav gre za uporabo mnogokratnikov in sicer tako, da določen povprečni mnogokratnik v panogi pomnožimo z določenim podatkom, značilnim le za podjetje, katerega vrednost ocenjujemo. Seveda morajo biti uporabljeni mnogokratniki izračunani na podlagi podatkov primerljivih podjetij. Med temi metodami je najbolj poznana t.i. metoda PER (angl. *price earnings ratio*), ki uporablja razmerje med ceno delnice na trgu in dobički podjetja. Vrednost kapitala nekega podjetja dobimo tako, da povprečno vrednost mnogokratnika PER v panogi pomnožimo z letnim dobičkom podjetja, ki ga ocenjujemo. Naslednja metoda, ki temelji na izkazu poslovnega izida, je metoda vrednosti dividend, pri kateri dividendo na delnico (angl. *dividend per share*), ki je ponavadi edini stalni zaslužek delničarjev, delimo s stroškom kapitala. Druge metode iz te skupine so še mnogokratnik prodaje in drugi mnogokratniki (razmerje med vrednostjo podjetja in EBIT-om, razmerje med vrednostjo podjetja in EBITDA-jem, razmerje med vrednostjo podjetja in denarnim tokom iz poslovanja ter razmerje med vrednostjo podjetja in knjigovodsko vrednostjo).

Tretja skupina metod so t.i. mešane metode oz. metode, ki temeljijo na dobrem imenu. Dobro ime je vrednost, za katero je vrednost podjetja večja od svoje knjigovodske ali prilagojene knjigovodske vrednosti. Do tega pride zaradi neopredmetenih sredstev podjetja, ki niso zapisana v bilanci stanja, a mu kljub temu dajejo pomembno konkurenčno prednost. Kako ovrednotiti dobro ime je velik problem, saj v finančnih krogih ne obstaja konsenz o metodologiji, ki naj bi jo v ta namen uporabili. Za mešane metode se zato uporabljajo mešane poti. Najprej uporabijo statično vrednotenje sredstev podjetja, ki ga nato dopolnijo z vrednostjo, za katero predvidevajo, da jo bo podjetje ustvarilo v prihodnosti.

Z metodami, ki temeljijo na diskontiranju denarnih tokov, poskušajo ugotoviti vrednost podjetja tako, da ocenijo denarne tokove, ki jih bo podjetje ustvarilo v prihodnosti in jih diskontirajo na sedanjo vrednost po diskontni stopnji, ki ustreza tveganju teh denarnih tokov (Fernández, 2007). Najbolj znane metode te skupine so (Damodaran, 2002, str. 12–13):

- vrednotenje kapitala, kjer vrednotimo le delež, ki ga ima v podjetju lastniški kapital, in pri tem za diskontno stopnjo uporabimo strošek lastniškega kapitala,
- vrednotenje podjetja, kjer poleg vrednotenja kapitala vrednotimo tudi ostale terjatve po diskontni stopnji, ki je enaka tehtanemu povprečju stroškov kapitala (angl. *WACC*),

- APV vrednotenje (angl. *adjusted present value valuation*) oz. vrednotenje po prilagojeni sedanji vrednosti, kjer podjetje vrednotimo po delih.

V nadaljevanju se bom osredotočila le na drugo metodo, ki jo bom kasneje uporabila tudi na svojem primeru.

3.2 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Primarni cilj managerja je maksimizacija vrednosti delnice podjetja. V teoriji temelji na bodočih denarnih tokovih, ki jih bo podjetje ustvarilo. Če želimo ugotoviti, kakšna je vrednost podjetja za delničarja, moramo najprej določiti vrednost celotnega podjetja in od nje odšteti vrednost dolga. Vrednost celotnega podjetja ugotovimo tako, da seštejemo (Brigham, 2004, str. 191; Rappaport, 1998, str. 33):

1. sedanjo vrednost prihodnjega denarnega toka iz poslovanja za določeno obdobje, ki ga napovedujemo (kasneje vrednost operacij),
2. preostalo vrednost (residual value), ki predstavlja sedanjo vrednost podjetja po obdobju, ki smo ga napovedovali in
3. trenutno vrednost vrednostnih papirjev in drugih investicij, ki jih podjetje lahko hitro spremeni v denar in niso pomembni za poslovanje podjetja.

3.2.1 VREDNOST OPERACIJ

Splošna formula za izračun sedanje vrednosti pričakovanega denarnega toka za določeno obdobje je razvidna iz naslednje enačbe (1) (Brigham, 2004, str. 337):

$$vrednost\ operacij = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

n = obdobje, za katerega napovedujemo denarne tokove

FCF_t = pričakovani prosti denarni tok v obdobju t

$WACC$ = tehtano povprečje stroškov kapitala

Pri vrednotenju podjetja uporabljamo denarni tok po davkih in potrebnih reinvesticijah v podjetje, a pred plačili dolga. Izvzeti so torej vsi denarni tokovi, povezani s financiranjem kot so stroški obresti ali dividend. Imenujemo ga prosti denarni tok, saj gre za denarni tok iz poslovanja, ki je namenjen poplačilu vseh investorjev: delničarjev, imetnikov obveznic in prednostnih delnic. Napovedovanje teh denarnih tokov lahko izvedemo v treh korakih:

1. napovemo dobiček, ki ga bo podjetje ustvarilo z obstoječimi sredstvi in investicijami,
2. napovemo, kolikšen del tega dobička bo porabljen za plačilo davkov,
3. ugotovimo, koliko sredstev podjetje nameni za financiranje bodoče rasti oz. za reinvestiranje.

Prosti denarni tok za določeno obdobje torej ugotovimo tako, da od dobička pred obrestmi in davki (EBIT) odštejemo pripadajoči davek in zahtevane investicije v obratna sredstva (Brigham, 2004, str. 336–338; Damodaran, 2002; Copeland, 2000, str. 134–135).

3.2.2 *PREOSTALA VREDNOST*

Če želimo izračunati celotno vrednost podjetja, moramo vrednosti operacij prišteti še t.i. preostalo vrednost. Preostala vrednost je vrednost podjetja po obdobju, za katerega napovedujemo denarne tokove. Dobimo jo lahko na tri različne načine. Pri prvem predvidevamo, da bo prišlo do likvidacije podjetja po obdobju, za katerega smo napovedovali denarne tokove. Tako je preostala vrednost enaka znesku, ki so ga za sredstva podjetja pripravljeni plačati kupci v tistem času. Lahko je enaka knjigovodski vrednosti vseh sredstev podjetja, popravljeni za inflacijo v tistem času, ali pa vrednosti, ki temelji na rentabilnosti vsakega sredstva posebej. Ostala dva pristopa predvidevata poslovanje podjetja po obdobju, za katerega smo napovedovali denarne tokove v neskončnost. Tako en način temelji na mnogokratniku dobička, prihodkov ali knjigovodske vrednosti, drugi pa predpostavlja stabilno rast denarnega toka v neskončnost in tako uporablja model stalne rasti. Če za vrednotenje operacij uporabljamo model diskontiranih denarnih tokov, moramo temu primerno uporabiti likvidacijsko vrednost ali model stabilne rasti za izračun preostale vrednosti (Brigham, 2004, str. 338; Damodaran, 2002, str. 303–305). Formula za izračun preostale vrednosti na podlagi modela stalne rasti je razvidna iz naslednje enačbe (2) (Brigham, 2004, str. 338):

$$\text{preostala vrednost} = \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} \quad (2)$$

FCF_{n+1} = pričakovani prosti denarni tok eno leto po obdobju, za katerega smo napovedali

WACC = tehtano povprečje stroškov kapitala

g = stabilna stopnja rasti

Kot je razvidno iz enačbe (3) je vrednost podjetja enaka seštevku vrednosti operacij in preostale vrednosti (Damodaran, 2002, str. 303).

$$\text{vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{preostala vrednost}_n}{(1+WACC)^n} \quad (3)$$

3.2.3 *DISKONTNA STOPNJA*

Tako delničarji kot tudi upniki pričakujejo povračilo za investiranje svojih sredstev v točno določen posel in ne v nekega drugega, ki je enako tvegan. Investitorji v lastniški kapital pričakujejo, da bodo dobili plačano premijo za investiranje v lastniške vrednostne papirje. Njihov pričakovani donos tako imenujemo strošek lastniškega kapitala. Investitorji v dolžniške vrednostne papirje želijo poplačilo v obliki premije za tveganje nepoplačila dolga s strani posojilojemalca (angl. premium for default risk). Njihov pričakovani donos tako imenujemo strošek dolga. Koliko vsak od njih zahteva za to, da vloži svoj denar v točno določeno podjetje,

je različno. Tehtano povprečje stroškov kapitala oz. WACC, ki predstavlja primerno diskontno stopnjo za diskontiranje pričakovanih prihodnjih prostih denarnih tokov v sedanost, je tako definirano kot tehtano povprečje teh stroškov za navadne in prednostne delničarje ter upnike (glej enačbo (4)) (Damodaran, 2002, str. 216).

$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{(D + E + PS)} + k_d \cdot \frac{D}{(D + E + PS)} \cdot (1 - t) + k_{ps} \cdot \frac{PS}{(D + E + PS)} \quad (4)$$

WACC = tehtano povprečje stroškov kapitala

k_e = strošek lastniškega kapitala

k_d = strošek dolžniškega kapitala

k_{ps} = strošek prednostnih delnic

E = tržna vrednost lastniškega kapitala

D = tržna vrednost dolžniškega kapitala, za katerega podjetje plačuje obresti

PS = tržna vrednost prednostnega kapitala

t = mejna davčna stopnja za podjetje, ki ga vrednotimo

Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) je primerno predvsem zato, ker je skladno z modelom diskontiranih denarnih tokov za celotno podjetje. Ker je prosti denarni tok na razpolago vsem, ki so investirali v podjetje, mora tudi strošek kapitala odsevati zahtevano donosnost vseh teh investorjev. Prav tako mora biti strošek kapitala izračunan po davkih, saj je tudi prosti denarni tok definiran po davkih. Nenazadnje je prosti denarni tok podan v nominalnem znesku in zato je treba tudi pri izračunu stroška kapitala upoštevati nominalne stopnje donosa, ki jih dobimo s pomočjo realnih stopenj in pričakovane inflacije. Prvi korak pri izračunu vrednosti WACC, je določitev ciljne strukture kapitala na podlagi njegovih tržnih vrednosti. Tako dobimo uteži, s katerimi bomo tehtali posamezne dele stroška kapitala. Če delnice in obveznice podjetja kotirajo na borzi, njihove tržne vrednosti ni težko ugotoviti. Upoštevamo le število določenega vrednostnega papirja in ga pomnožimo z njegovo trenutno ceno na trgu. Problem se pojavi, ker veliko virov financiranja ne kotira na trgu in zato ne poznamo njihove tržne cene. Ponavadi se to zgodi pri dolžniškem viru financiranja, saj podjetja mnogokrat vzamejo bančna posojila. Vrednost le-teh v knjigah je enaka njihovi knjigovodski in ne tržni vrednosti. Tržno vrednost ugotovimo tako, da celotni delež dolga v knjigah obravnavamo kot eno kuponsko obveznico, za katero velja, da je vrednost kupona enaka strošku obresti od vseh kreditov podjetja, dospelost pa nominalni vrednosti tehtanega povprečja dospelosti za vsa posojila. Nato takšno kuponsko obveznico vrednotimo z uporabo trenutnega stroška dolga za podjetje (Copeland, 2000, str. 201–204; Damodaran, 2002).

3.2.3.1 STROŠEK LASTNIŠKEGA KAPITALA

Strošek lastniškega kapitala je enak stopnji donosa, ki jo zahtevajo imetniki lastniških vrednostnih papirjev kot kompenzacijo za tržno tveganje. Poznamo več modelov, s pomočjo katerih izračunavamo strošek lastniškega kapitala. Vsem modelom je skupno, da merijo tveganje z zornega kota investitorja, ki ima v lasti dobro diverzificirano premoženje. Tako odstranimo tveganje, ki je specifično za določeno podjetje (nesistematično tveganje). Ostane torej le

tveganje, ki ga z diverzifikacijo ne moremo odpraviti. Imenuje se tržno oz. sistematično tveganje in vsi modeli predvidevajo, da so investitorji v lastniški kapital nagrajeni le za to tveganje. Najbolj znana metoda za merjenje tega tveganja je t.i. metoda CAPM oz. model ocenjevanja dolgoročnih sredstev, ki jo bom v nadaljevanju tudi podrobneje predstavila. V zadnjem času postajata vse bolj prepoznavna tudi arbitražna teorija določanja cen (model APM) in večstranski model (angl. multifactor model). Modeli se med seboj razlikujejo glede na način definiranja tržnega premoženja. Pri modelu CAPM je le-to sestavljeno iz delnic, ki kotirajo na borzi, in ne iz vseh naložb, kot bi bilo teoretično pravilno. Model APM poizkuša to pomanjkljivost odpraviti tako, da namesto le enega faktorja tveganja (tržno premoženje) v model uvaja več poljubnih faktorjev (Damodaran, 2002, 68–75; Copeland, 2000, str. 214; Mramor, 2000, str. 104–105).

• MODEL CAPM

Po modelu CAPM je oportunitetni strošek lastniškega kapitala enak vsoti donosa netvegane vrednostnega papirja in zmnožka premije za tržno tveganje ter bete podjetja, ki predstavlja njegovo sistematično tveganje (glej enačbo (5)) (Copeland, 2000, str. 215).

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta \quad (5)$$

k_e = strošek lastniškega kapitala

r_f = netvegana stopnja donosa

r_m = donosnost tržnega premoženja

$(r_m - r_f)$ = tržna premija za tveganje

β = koeficient beta za podjetje

Model CAPM vključuje kar nekaj predpostavk:

1. trg kapitala je učinkovit,
2. investitorji na trgu kapitala so tveganju nenaklonjeni,
3. na trgu kapitala ni davkov in transakcijskih stroškov, dovoljene so vse transakcije,
4. opravka imamo z normalno porazdelitvijo možnih donosov, kjer standardni odklon investitorjem pomeni mero za tveganje,
5. mnenja vseh investitorjev o verjetnostni porazdelitvi bodočih pričakovanih donosnosti posameznih naložb so enaka.

Model CAPM torej predpostavlja idealne razmere na trgu kapitala, kar pa v realnem svetu redko drži. Problem nastane pri določitvi donosnosti tržnega premoženja, saj model predpostavlja, da ga sestavljajo vse tvegane naložbe. Če bi želeli biti skladni z modelom, bi pravzaprav morali upoštevati svetovno tržno premoženje. Ker je to seveda nemogoče, v praksi za vzorec tržnega premoženja uporabljamo kar hipotetično premoženje, sestavljeno iz delnic, ki kotirajo na borzi posamezne države. Problem se pojavi tudi, ko želimo opredeliti prihodnje možne in pričakovane donosnosti tržnega premoženja in posamezne naložbe, ki jih potrebujemo za izračun bete in tržne premije za tveganje. V praksi problem rešimo z uporabo preteklih donosnosti, tako za izračun bete kot tudi za izračun pričakovane donosnosti tržnega premoženja. Zadnje vprašanje, ki si ga

zastavljamo pri modelu CAPM pa je, kaj uporabiti kot netvegano donosnost. Če želimo odgovoriti na to vprašanje, moramo najprej ugotoviti, kakšne so sploh značilnosti netvegane investicije. Netvegana investicija je investicija, katere dejanski donos je vedno enak pričakovanemu. Za to morata biti po Damodaranu (2008a) izpolnjena dva pogoja: obstajati ne smeta nikakršno tveganje nepoplačila dolga s strani posojilodajalca in tveganje reinvestiranja. Prvi pogoj izpolnjujejo le državni vrednostni papirji, drugega pa včasih tudi ti ne. Mramor (2000) navaja, da za netvegano donosnost, ki v modelu nastopa samostojno, uporabimo trenutno donosnost kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev, medtem ko pri izračunu tržne premije za tveganje uporabimo netvegano donosnost, ki je enaka dolgoročnemu povprečju donosnosti kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev. Če potrebujemo dolgoročnejše uporabno oceno stroška lastniškega kapitala, je bolje, da namesto donosnosti kratkoročnih, upoštevamo donosnosti dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev, saj so stabilnejše. Vendar pa je v tem primeru potrebno od donosnosti odšteti premijo za tveganje zaradi dolgoročnosti. Damodaran po drugi strani pravi, da naj v praksi pri ocenjevanju podjetij uporabimo strategijo časovnega ujemanja. Slednje pomeni, da če pri ocenjevanju vrednosti predvidevamo denarne tokove za pet let, moramo temu primerno kot netvegano stopnjo donosa upoštevati petletne državne vrednostne papirje. Prav tako moramo biti pozorni pri izračunu tržne premije za tveganje. Če slednjo izračunavamo na podlagi preteklih podatkov, moramo v izračunu kot netvegano donosnost uporabiti donosnost istih državnih vrednostnih papirjev, kot jo uporabimo, ko v modelu CAPM netvegana donosnost stoji sama.

Kljub velikemu številu omejujočih predpostavk in problemov implementacije v praksi, je model CAPM še vedno najpogostejše uporabljeni model za določanje stroška lastniškega kapitala. Njegova prednost je predvsem v tem, da je preprost, empirične raziskave pa so pokazale, da zadovoljivo pojasnjuje stvarnost (Damodaran, 2008a, str. 3–6).

- BETA

Kot sem omenila že na začetku tega poglavja, lahko investitorji eliminirajo nesistematično tveganje tako, da imajo v lasti dobro diverzificirano premoženje. Tako je edino tveganje, ki se mu izpostavljajo, sistematično oz. tržno tveganje. Koliko k tveganju popolnoma diverzificiranega premoženja investitorja prispeva njegov vložek v delnico nekega podjetja, je odvisno od občutljivosti te delnice na spremembe na trgu. To občutljivost imenujemo beta. Vrednostni papir, katerega beta znaša 1, ima tveganje enako tržnemu tveganju. Za vrednostne papirje, katerih koeficient beta je večji od 1, velja, da so nadpovprečno tvegani, tisti z beto v intervalu od 0 do 1, pa podpovprečno tvegani. Negativna beta nam pove, da se donosnost tega vrednostnega papirja ne premika v isto smer s trgom. To pomeni, da se donosnost tega vrednostnega papirja zmanjša, ko se tržna donosnost poveča, in obratno. Če želimo ugotoviti vrednost bete za določeno podjetje, lahko to naredimo na tri različne načine: z uporabo preteklih podatkov, s pomočjo osnovnih značilnosti podjetja ali z uporabo računovodskih bet. V nadaljevanju je podrobneje predstavljeno, kako pridemo do bete s pomočjo preteklih podatkov. Takšen način izračuna bete sem na svojem primeru namreč uporabila tudi sama (Damodaran, 2002; Brealey, 2000, str. 187; Mramor, 2000, str. 98).

Beto na podlagi preteklih podatkov izračunamo s pomočjo regresije donosnosti določene investicije glede na donosnost tržnega indeksa. Ko imamo opravka s podjetji, ki kotirajo na borzi, je podatke enostavno dobiti, saj se cene vrednostnih papirjev in tržnih indeksov na borzi beležijo dnevno. Vzamemo torej podatke, ponavadi za obdobje 5 let, o tečaju vrednostnega papirja in tržnega indeksa na zadnji dan v mesecu (če je podatkov manj, zadnji dan v tednu) ter tako po enačbi (6) izračunamo mesečne (tedenske) donosnosti obeh (Čadež, 2000, str. 264).

$$r_{i,t} = \frac{teč_{i,t} - teč_{i,t-1}}{teč_{i,t-1}} \quad (6)$$

r_i = mesečna donosnost i-te delnice v časovni enoti t

$teč_{i,t}$ = tečaj i-te delnice v časovni enoti t

$teč_{i,t-1}$ = tečaj i-te delnice v časovni enoti t-1

Nato izvedemo regresijo donosnosti delnice podjetja, ki ga obravnavamo, glede na tržno donosnost. Naklon tako dobljene regresijske premice je enak beti podjetja in meri njegovo tveganost. Poleg bete z regresijo dobimo tudi podatek o R-kvadratu (R^2) oziroma determinacijskem koeficientu. Statistična razlaga tega parametra je, da nam pove, kako dober je podatek, dobljen z regresijo. Ekonomisti R-kvadrat uporabljajo za ocenjevanje deleža celotnega tveganja podjetja, ki ga lahko pripišemo tržnemu tveganju. Ostalo tveganje, torej $(1 - R^2)$, lahko dodelimo nesistematičnemu tveganju. Statistiki pri opravljanju regresije izračunavajo tudi standardno napako pri oceni bete, ki razkriva, za koliko se ocena lahko razlikuje od realnosti. Uporabimo jo lahko tudi pri izračunu t.i. intervala zaupanja za resnično vrednost bete na podlagi njene ocene (Damodaran, 2002, str. 182–183; Brealey, 2000, str. 224; Čadež, 2000, str. 264–265).

Pri izračunavanju bete na podlagi preteklih podatkov moramo sprejeti tri odločitve. Prva je obdobje, iz katerega bomo vzeli podatke. Daljše je obdobje, več podatkov imamo, vendar je večja tudi verjetnost, da se je podjetje v tem času spremenilo, kar se tiče njegovega tveganja. Druga odločitev je povezana z določitvijo intervala za donosnost. Za javna podjetja vemo kakšna je njihova dnevna, tedenska, mesečna in letna donosnost. Uporaba dnevne donosnosti sicer poveča število opazovanj pri opravljanju regresije, a hkrati proces napovedovanja bete izpostavi pomembni pristranskosti zaradi netrgovanja, predvsem kadar govorimo o manjših podjetjih. To lahko odpravimo z uporabo tedenskih ali mesečnih donosnosti. Preden se lotimo ocenjevanja bete s pomočjo regresije, se moramo odločiti tudi, kateri tržni indeks bomo uporabili. Praksa je, da vzamemo tržni indeks tistega trga, na katerem obravnavano podjetje trguje. Če imamo opravka z mednarodnim podjetjem, je bolje uporabiti mednarodni indeks (Damodaran, 2002, str. 187).

3.2.3.2 STROŠEK DOLGA

Merjenje stroška dolga podjetja je relativno enostavno. Zavedati se je treba le, da je primerno uporabiti strošek novega oz. trenutnega dolga in ne tistega, ki že obstaja. Temu je tako, ker je zaželenost bodoče investicije odvisna od prihodnjih in ne preteklih stroškov. Strošek dolga je odvisen od treh spremenljivk:

1. netvegane stopnje donosa,
2. tveganja neizpolnjevanja finančnih obveznosti,
3. davčne koristi, povezane z dolgom.

Večja netvegana stopnja donosa poveča strošek dolga za podjetje. Prav tako se strošek dolga poveča, če se poveča verjetnost neizpolnitve finančnih obveznosti podjetja. Strošek dolga po davkih ugotovimo na način, razviden iz enačbe (7) (Damodaran, 2002, str. 208):

$$\text{strošek dolga po davku} = \text{strošek dolga pred davki} \cdot (1 - \text{davčna stopnja}) \quad (7)$$

Ker so obresti odbitna postavka pred obračunom davka na dobiček, ima podjetje od tega določene koristi. Iz zgornje formule je razvidno, da višja kot je davčna stopnja, manjši bo strošek dolga po davkih in s tem večja korist.

Strošek dolga je najlažje predvidevati, če je podjetje izdalo dolgoročne obveznice, s katerimi se redno trguje na trgu. V tem primeru lahko donos izračunamo iz trenutne cene obveznic na trgu, vrednosti njihovih kuponov in dospelosti, in ga uporabimo za strošek dolga podjetja. Vendar za številna podjetja velja, da imajo izdane dolgoročne obveznice, s katerimi pa se na trgu redno ne trguje. Za takšna podjetja so ponavadi znani t.i. "ratingi" oz. ocene kreditnih sposobnosti podjetja s strani za to specializiranih podjetij. Tako lahko strošek kapitala za podjetje dobimo s pomočjo teh ocen in z njimi povezanimi pribitki na referenčno obrestno mero (angl. *default spread*). Ko smo tako prišli do stroška dolga, potrebujemo le še primerno davčno stopnjo, da bomo lahko dobili še strošek dolga po davkih. Pravilno je, da uporabimo mejno davčno stopnjo, ki nam pove stopnjo, po kateri je obdavčen zadnji evro dobička. Ker so tudi obresti odbitna postavka od tega zadnjega evra dobička, je uporaba mejne davčne stopnje edina ustrezna (Damodaran, 2002, str. 208–210).

3.3 OCENA VREDNOSTI PODJETJA MERKUR

Ker je družba Merkur, d.d. krovno oz. matično podjetje celotne Skupine Merkur, je lastnik družbe Merkur, d.d. hkrati tudi lastnik celotne Skupine Merkur. Zato v nadaljevanju ocenjujem vrednost celotne Skupine Merkur in ne le družbe Merkur, d.d., saj je konzorcij lastnikov s 100-odstotnim lastništvom Merkurja, d.d. postal tudi 100-odstotni lastnik Skupine Merkur.

3.3.1 OCENA DISKONTNE STOPNJE ZA PODJETJE MERKUR

Kot sem pojasnila že v poglavju o diskontni stopnji, je edina primerna diskontna stopnja za ocenjevanje vrednosti podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov, tehtano povprečje stroškov kapitala oz. WACC. Ker podjetje Merkur nima izdanih prednostnih delnic je formula za izračun vrednosti WACC sledeča (glej enačbo (8)):

$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{(D+E)} + k_d \cdot \frac{D}{(D+E)} \cdot (1-t) \quad (8)$$

WACC = tehtano povprečje stroškov kapitala

k_e = strošek lastniškega kapitala

k_d = strošek dolžniškega kapitala pred davki

E = tržna vrednost lastniškega kapitala

D = tržna vrednost dolžniškega kapitala, za katerega podjetje plačuje obresti

t = mejna davčna stopnja za podjetje, ki ga vrednotimo

WACC za Skupino Merkur na dan 30.9.2007 je bil **10,76 %**:

$$WACC = 14,49\% \cdot \frac{535.810.322,85}{(334.417.643,31 + 535.810.322,85)} + 4,8\% \cdot \frac{334.417.643,31}{(334.417.643,31 + 535.810.322,85)}$$
$$WACC = 10,76\%$$

V nadaljevanju je razloženo, kako sem določila tržno vrednost in strošek lastniškega in dolžniškega kapitala.

Tržno vrednost lastniškega kapitala določimo tako, da upoštevamo število vseh izdanih delnic podjetja in ga množimo s trenutnim tečajem te delnice na trgu. Ker sem želela ugotoviti, kakšna je bila vrednost Skupine Merkur pred objavo prevzemne namere, sem pri izračunu tržne vrednosti lastniškega kapitala uporabila tečaj delnice Merkurja na dan 28.9.2007 (dan objave prevzemne namere je bil 3.10.2007). To je bil tudi zadnji dan, za katerega sem iz javno dostopnih podatkov lahko ugotovila tržno vrednost dolžniškega kapitala. Uporaba tega podatka je konsistentna tudi z mojim izračunom ocene vrednosti podjetja, pri katerem sem prav tako uporabila podatke do vključno septembra 2007. Za nakup delnic Merkurja je bilo 28. septembra 2007 potrebno plačati 408,21 evra (glej Prilogo 2), število izdanih delnic pa je na ta dan znašalo 1.312.585. Iz teh dveh podatkov sem izračunala, da je tržna vrednost lastniškega kapitala Merkurja in s tem tudi Skupine Merkur na dan 28.9.2008 znašala **535.810.322,85 evrov**.

Skupina Merkur je imela na dan 30. september 2007 v svoji bilanci stanja za 117.719.589 evrov dolgoročnih in 502.857.874 evrov kratkoročnih obveznosti do virov sredstev (Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar-september 2007, 2008). Od tega je šlo večinoma za prejeta bančna posojila (za 100.048.212 evrov dolgoročnih in za 237.104.627 evrov kratkoročnih), ostalo pa so predstavljale dolgoročne rezervacije, dolgoročne poslovne obveznosti in odložene obveznosti za davek (pri dolgoročnih

obveznostih do virov sredstev) ter kratkoročne poslovne in druge obveznosti, obveznosti za davek od dohodkov po odmeri in kratkoročne rezervacije (pri kratkoročnih obveznostih do virov sredstev). Finančni odhodki za obresti v obdobju od januarja do septembra 2007 so znašali 13.175.393 evrov (glej Prilogo 3).

Ker Skupina Merkur ni imela izdanih obveznic, ki bi kotirale na trgu, tržne vrednosti dolžniškega kapitala ni bilo mogoče ugotoviti po isti poti kot tržno vrednost lastniškega kapitala. Zato sem predpostavila, da celotni delež prejetih bančnih posojil v knjigah predstavlja eno kuponsko obveznico, katere kupon je enak odhodkom Merkurja za obresti v tem obdobju, dospelost pa tehtanemu povprečju dospelosti vseh posojil. Pri tem sem kot nominalno vrednost obveznice uporabila knjigovodsko vrednost dolgoročno in kratkoročno prejetih bančnih posojil z dne 30.9.2007. Predpostavila sem tudi, da je bilo tehtano povprečje dospelosti bančnih posojil na dan 30.9.2007 enako tehtanemu povprečju dospelosti bančnih posojil konec leta 2006, saj so bili v času vrednotenja to najnovejši dostopni podatki. Poleg tega je predpostavka smiselna, ker se vrednost tako dolgoročnih kot tudi kratkoročnih bančnih posojil v obdobju od januarja do septembra 2007 ni pretirano spremenila (Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar–september 2007, 2008, str. 29). Izvedla sem tudi ekstrapolacijo odhodkov za obresti tako, da sem iz vrednosti za obdobje od januarja do septembra 2007 izračunala letno vrednost teh odhodkov. Nato sem, z uporabo trenutnega stroška dolga Merkurja (6 %) (glej poglavje Strošek dolga) izračunala tržno vrednost dolžniškega kapitala (glej Prilogo 3). Pri tem sem uporabila enačbo (9):

$$V = F \frac{I}{(1+r)^n} + R \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+r)^t} \quad (9)$$

V = tržna vrednost dolga

F = knjigovodska vrednost dolga

R = odhodki za obresti

n = tehtano povprečje dospelosti posojil

Tržna vrednost dolžniškega kapitala Skupine Merkur, za katerega podjetje plačuje obresti, na dan 30.9.2007 torej znaša **334.417.643,31 evrov** (glej Prilogo 3), kar je zelo blizu njegovi knjigovodski vrednosti (337.152.839,00 evrov).

3.3.1.1 STROŠEK LASTNIŠKEGA KAPITALA

Strošek lastniškega kapitala za podjetje Merkur sem izračunala na podlagi modela CAPM, pri čemer sem za tržno premoženje določila indeks SBI20, saj je Merkur v času moje raziskave kotiral na Ljubljanski borzi.

- **NETVEGANA DONOSNOST**

Za netvegano donosnost sem kot najprimernejšo izbrala donosnost obveznic Republike Slovenije z dospeljem desetih let. Damodaran (2008a) namreč pravi, da je najprimerneje uporabiti prav

obveznice s takšno dospelostjo, če imamo opravka z oceno vrednosti celotnega podjetja, za katerega pričakujemo neprekinjeno delovanje,. Za obveznice Republike Slovenije pa sem se odločila, ker je Merkur takrat kotiral na Ljubljanski borzi, imel na slovenskem trgu visok tržni delež in tu ustvaril tudi več kot polovico svojih prihodkov. Ker je Slovenija v času mojega vrednotenja imela izdane le 5- in 11-letne obveznice, sem se odločila za zadnje. Donosnost do dospelja (angl. YTM oz. yield to maturity) za obveznice Republike Slovenije, izdane 24.1.2006 (RS62) je bila na dan 28.9.2007 enaka **4,7268%**. To vrednost sem v CAPM modelu uporabila kot vrednost za **netvegano donosnost**. Izračunala sem jo z uporabo enačbe (10) (Mramor, 2006).

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{K}{(1 + YTM)^t} + \frac{FV}{(1 + YTM)^n} \quad (10)$$

PV = sedanja vrednost obveznice

FV = nominalna vrednost obveznice

K = vrednost kupona

YTM = donosnost do dospelja

N = število obdobj obrestovanja

Pri tem sem za sedanjo vrednost obveznice uporabila enotni tečaj obveznice RS62 na dan 28.9.2007 (zadnji trgovalni dan pred objavo prevzemne namere), ki je znašal 90,4 % nominalne vrednosti obveznice. Kuponska obrestna mera te obveznice je bila 3,5 %, kot nominalno vrednost obveznice pa sem uporabila 100 %. Nato sem izračunala donosnost do dospelja na dan 28.9.2007. Pri tem sem zanemarila obresti za obdobje 23.3.2007–28.9.2007 (glej Prilogo 4).

- TRŽNA PREMIJA ZA TVEGANJE

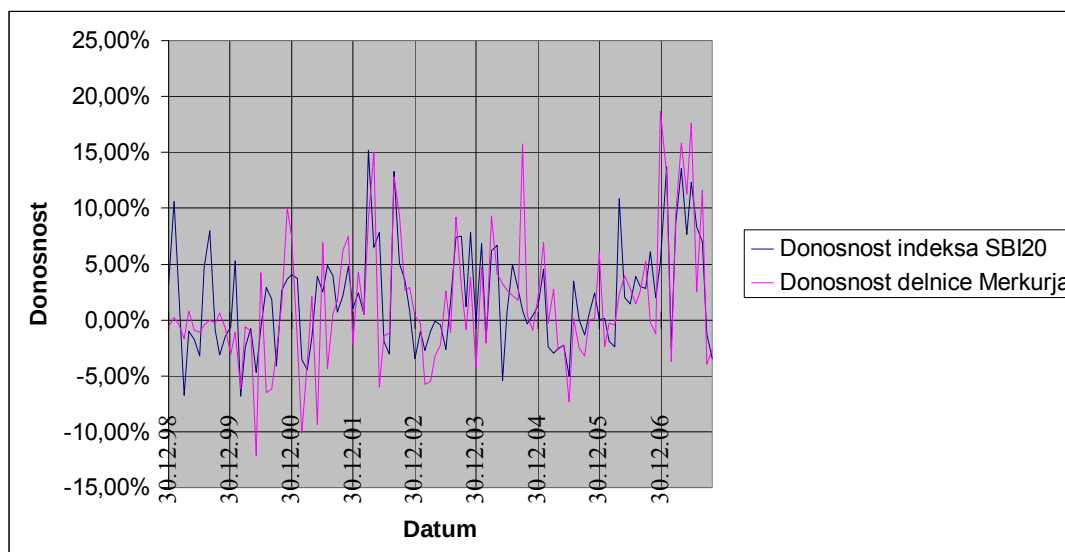
Slovenski delniški trg je trg v razvoju, za katerega zakonitosti zrelih delniških trgov ne veljajo. Prav tako je zanj značilna nizka likvidnost in specifičnost strategije slovenskih vlagateljev, ki s kupljenimi vrednostnimi papirji ne trgujejo aktivno. V modelu CAPM bi bilo, kot tržno premijo za tveganje, tako neprimerno uporabiti tržno premijo zrelega delniškega trga (npr. ameriškega), zato sem morala ugotoviti tržno premijo za tveganje za slovenski delniški trg. Slednjo sem povzela po diplomskem delu Tomaža Beja (2007), katerega ocena je **12,75 odstotnih točk**.

- BETA

Za izračun bete za podjetje Merkur, d.d. sem uporabila metodo, ki temelji na uporabi preteklih podatkov. Tako sem z regresijo donosnosti delnice Merkurja glede na donosnost tržnega indeksa SBI20 prišla do bete za Merkur. Pri tem sem uporabila podatke o mesečnih donosnostih v obdobju od 30.11.1998 do 30.10.2007 oz. od začetka kotiranja delnice Merkurja na Ljubljanski borzi do objave prevzemne ponudbe s strani konzorcija petih lastnikov Merkurja (glej Prilogo 2). Za uporabo mesečnih donosnosti sem se odločila zato, ker Damodaran pravi, da pri podjetjih, ki so na borzi že tri leta ali več, le-te nudijo dovolj podatkov za izvedbo regresije. Tako sem se izognila tudi problemu netrgovanja z vrednostnimi papirji, ki se pojavi, če uporabljamo tedenske

ali dnevne donosnosti (Damodaran, 2008b, str. 11). Na Sliki 2 je prikazano gibanje donosnosti delnice Merkurja in indeksa SBI20 v obdobju od 30.12.1998 do 30.10.2007.

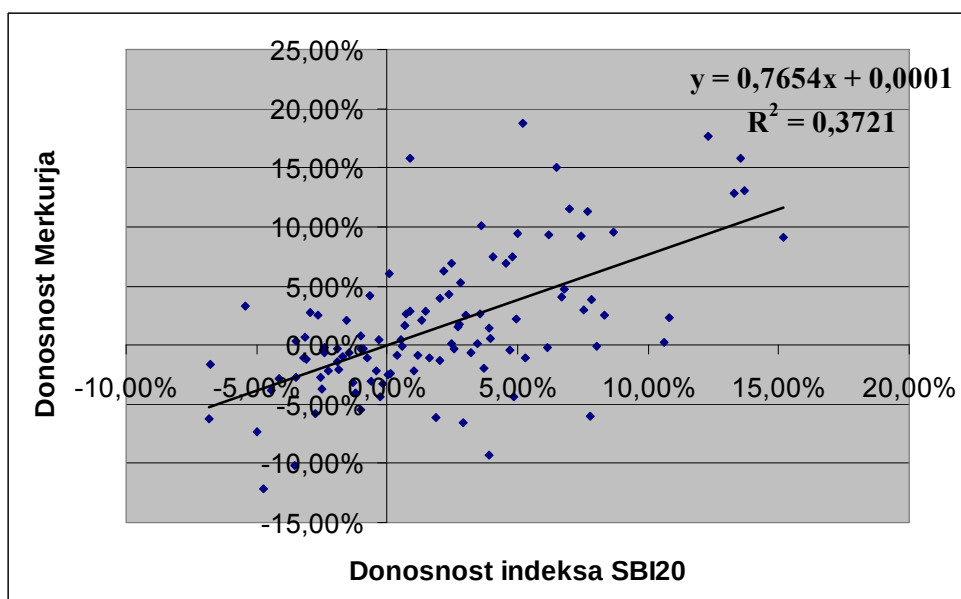
Slika 2: Mesečne donosnosti indeksa SBI20 in delnice Merkurja v obdobju 30.12.1998–30.10.2007



Vir: Lastni izračuni.

Iz Slike 2 bi že lahko sklepali, da bo beta za podjetje Merkur pozitivna ter da se bo njena vrednost bližala 1. Vidimo namreč, da se je donosnost delnice Merkur v proučevanem obdobju gibala v isti smeri kot donosnost indeksa SBI20 (pozitivna beta) ter da so bili premiki večinoma približno enako močni (beta blizu 1). Ko sem izvedla regresijo donosnosti delnice Merkurja glede na donosnost indeksa SBI20, sem svoje ugotovitve le še potrdila. **Beta** za podjetje Merkur, izračunana na podlagi preteklih podatkov, znaša namreč **0,7654** (glej Sliko 3).

Slika 3: Izračun bete Merkurja z regresijo



Vir: Lastni izračuni.

Iz podatka o R-kvadratu (R^2) sklepam, da je 37,21 odstotka celotnega tveganja podjetja Merkur, d.d. potrebno pripisati tržnemu tveganju, ostalo pa nesistematičnemu tveganju.

MODEL CAPM

Strošek lastniškega kapitala za podjetje Merkur sem določila z uporabo modela CAPM, tako da sem kot parametre uporabila zgoraj navedene vrednosti za netvegano donosnost, tržno premijo za tveganje in beto za Merkur. Strošek lastniškega kapitala podjetja Merkur tako znaša **14,49 %**.

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta = 4,73\% + 12,75\% \cdot 0,7654 = 14,4857\%$$

k_e = strošek lastniškega kapitala

r_f = netvegana stopnja donosa

r_m = donosnost tržnega premoženja

$(r_m - r_f)$ = tržna premija za tveganje

β = koeficient beta za podjetje

3.3.1.2 STROŠEK DOLGA

Ker podjetje Merkur nima izdanih obveznic, sem njegov strošek dolga ocenila s pomočjo ocene kreditne sposobnosti. Glede na podatke dobljene na bazi GVIN (bonitetna ocena podjetja Merkur, d.d., 2008) se boniteta Merkurja, d.d. od leta 2004 dalje ni spremenila in je tako opredeljena kot B**. Slednje pomeni, da je po njihovem mnenju naložba v Merkur sprejemljivo tvegana oz. da je finančna ocena Merkurja s strani GVIN-a dobra (oznaka B). Dinamična ocena, ki jo predstavljata dve zvezdici, pa nam pove, da je Merkur včasih plačilno nesposoben. Zato sem, po pregledu pogojev za najem kredita pri večjih slovenskih bankah, ocenila, da banke Merkurju ne bi dale najbolj ugodne obrestne mere, temveč oceno približno B1 (merila banke Raiffeisen Bank), kar bi pomenilo 2,75 odstotne točke pribitka na EURIBOR. Strošek dolga pred davki za Merkur na dan 28.9.2007 bi tako moral znašati 7,542 % (glej Prilogo 5).

Vendar pa je po mojem mnenju treba upoštevati tudi dejstvo, da je eden pomembnejših lastnikov Merkurja (tudi član konzorcija za prevzem) Banka Koper, kar za Merkur lahko pomeni ugodnejšo obrestno mero za posojila. V preteklosti je bila delna lastnica Merkurja tudi Gorenjska banka. Tudi če ti dve banki prevzemnikom nista smeli dati posojila, pa se je moramo zavedati, da je Merkur ena izmed desetih največjih slovenskih družb, ki že zelo dolgo dobro posluje in deluje v stabilni panogi. Je torej podjetje, s katerim si banke v Sloveniji želijo poslovati, ga obdržati kot stranko in se z njegovim vodstvom najverjetneje pogajajo glede višine obrestnih mer (ki so zato ugodnejše). V to sem bila še bolj prepričana po pregledu Konsolidiranega računovodskega poročila Skupine Merkur za leto 2006, saj sem v njem našla podatek o višini obrestnih mer za najete dolgoročne in kratkoročne kredite. Obrestna mera (za kredite v evrih) za prve tako znaša 3,7 % do 4,68 % in za druge pa 3,36 % do 4,61 %. Obrestne mere za kredite v drugih valutah so sicer večje, a ker so bila skoraj vsa posojila Skupine Merkur najeta v evrih, sem to zanemarila. Glede na sedanje zviševanje obrestnih mer v bankah sem ocenila, da bo primeren **strošek dolga pred davki** za Skupino Merkur **6 %**. To je potrdilo tudi najnovejše letno poročilo Skupine

Merkur za leto 2007, v katerem so obrestne mere za kredite v primerjavi s prejšnjim letom višje: za dolgoročne kredite v evrih med 4,87 % in 5,85 % ter za kratkoročne v evrih med 4,73 % in 7 % (Konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur in letno poročilo družbe Merkur, d.d. za leto 2007, 2008). Zato menim, da je izbrana obrestna mera za Skupino Merkur primerna.

Kot sem ugotovila že v uvodnih poglavjih je treba pri vrednotenju podjetja upoštevati strošek dolga po davkih. Dobimo ga tako, da strošek dolga pred davki popravimo za ustrezno mejno davčno stopnjo. V Sloveniji se ta mejna davčna stopnja zmanjšuje in bo v prihodnosti enaka 20 %. **Strošek dolga po davkih** za podjetje Merkur torej znaša **4,8 %**:

$$\text{strošek dolga po davkih} = \text{strošek dolga pred davki} \cdot (1 - t) = 0,06 \cdot (1 - 0,2) = 0,048\%$$

3.3.2 OCENA PROSTIH DENARNIH TOKOV

Če želimo oceniti, koliko je določeno podjetje vredno, moramo najprej napovedati kakšne proste denarne tokove bo v prihodnosti ustvarilo. Za to sem v svojem primeru uporabila naslednjo shemo:

prosti denarni tok = EBIT* zmanjšan za davke - reinvestiranje

*EBIT = poslovni izid iz poslovanja

Napoved poslovnega izida iz poslovanja sem naredila po naslednji shemi:

Prihodki od prodaje
- nabavna vrednost prodanih količin blaga in proizvodjalni stroški
= kosmati poslovni izid od prodaje
+ drugi poslovni prihodki
- stroški prodajanja
- stroški splošnih dejavnosti
- drugi poslovni odhodki
= EBIT

Pri tem sem za naslednjih 5 let predpostavila 15-odstotno rast prihodkov od prodaje in s tem posledično tudi enako rast nabavne vrednosti prodanih količin blaga in proizvodjalnih stroškov ter stroškov prodajanja in splošnih dejavnosti. Za takšno rast sem se odločila, ker so jo napovedali vodilni delavci Merkurja (Vizija in načrti strateškega razvoja Skupine Merkur 2007–2012, 2007, str. 8). Slednji imajo boljše podatke o poslovanju podjetja ter ga tudi natančneje poznajo, zato njihovi napovedi zaupam. Pri drugih poslovnih odhodkih in prihodkih sem predpostavila le 10-odstotno rast, saj gre večinoma za dobičke pri prodaji nepremičnin, naprav in opreme ter odpise in oslabitve, za katere menim, da ne bodo rasli po tako visoki stopnji kot prihodki od prodaje.

Kot primerno davčno stopnjo sem upoštevala mejno davčno stopnjo davka na dobiček pravnih oseb, ki se v Sloveniji sedaj vsako leto zmanjšuje in naj bi se leta 2010 ustalila pri 20-ih odstotkih.

Reinvestiranje je sestavljeno iz dveh komponent:

1. neto naložbe v osnovna sredstva (neto CAPEX),
2. investicije v nedenarni obratni kapital.

Neto naložbe v osnovna sredstva sem dobila tako, da sem od naložb v osnovna sredstva odštela amortizacijo. Amortizacija je namreč namenjena nadaljnjim naložbam v osnovna sredstva in tako le presežek naložb v osnovna sredstva nad amortizacijo za podjetje predstavlja črpanje denarnega toka (Damodaran, 2002, str. 255–256).

Ker so v Merkurju napovedali (glej poglavje Strateški cilji in načrti), da bodo do leta 2012 na Hrvaškem za investicije v osnovna sredstva porabili 145 milijonov, v Srbiji 112 milijonov in v Bosni 72 milijonov evrov, sem vrednost teh pričakovanih investicij seštela (329 milijonov evrov) ter jih enakomerno razporedila za obdobje naslednjih petih let. Tako sem dobila vrednost 65,8 milijona evrov, ki sem jo uporabila kot podatek za naložbe v osnovna sredstva (CAPEX) v letih 2008–2012. Pri tem sem zanemarila morebitna vlaganja v osnovna sredstva v Sloveniji, ker menim, da bodo te morebitne investicije majhne v primerjavi s tistimi na Hrvaškem, v Srbiji in Bosni. Merkurjeva trgovska mreža je v Sloveniji namreč že močno razpredena. Moja predpostavka tako bistveno ne vpliva na dobljeni rezultat. Da sem nato ugotovila neto naložbe v osnovna sredstva, sem od CAPEX-a odštela predvideno amortizacijo. Do slednje sem prišla s pomočjo preteklih podatkov za obdobje 2004–2007 in sicer tako, da sem amortizacijo nepremičnin, naprav in opreme ter amortizacijo neopredmetenih sredstev primerjala z vrednostjo le-teh v knjigah. Tako sem dobila razmerje med amortizacijo in amortizirljivimi osnovnimi sredstvi, ki je v vseh letih dosegalo povprečno 5,4 % (povprečje). Ta odstotek sem nato uporabila v svoji napovedi amortizacije za obdobje 2008–2012. Vrednosti osnovnih sredstev na dan 30.9.2007 (zadnji znani podatek) sem vsako leto dodala vrednost CAPEX-a (65,8 mio EUR) in dobljeno vrednost pomnožila s preteklim povprečjem razmerja med amortizacijo in amortizirljivi sredstvi (5,4 %). Tako dobljeno amortizacijo sem odštela od vsakoletnega CAPEX-a (65,8 mio EUR) in tako dobila neto CAPEX (glej Prilogo 6).

Druga komponenta reinvesticij je nedenarni obratni kapital (angl. *noncash working capital*). Do slednjega sem prišla s pomočjo obratnega kapitala, ki je enak razliki med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev. Iz dobljene razlike sem nato izločila denar in njegove ustreznike, ker le-ti prinašajo pošteni donos na netvegano investicijo, ter vse kratkoročne obveznosti, za katere podjetje plačuje obresti (kratkoročni dolg in delež dolgoročnega dolga, ki zapade v plačilo v tistem letu). Zадnje je potrebno zato, ker sem ta dolg upoštevala že pri oceni stroška kapitala in ne bi bilo primerno, če bi ga upoštevala dvakrat. Ker so spremembe nedenarnega obratnega kapitala običajno nestabilne, sem do napovedi obratnega kapitala prišla tako, da sem na podlagi preteklih podatkov (za obdobje od 2002 do 2007) ugotovila, kolikšen delež je predstavljal nedenarni obratni kapital v prihodkih iz poslovanja v preteklosti. Nato sem iz dobljenih podatkov izračunala povprečje in ta odstotek uporabila pri izračunu nedenarnega obratnega kapitala za prihodnost (obdobje 2008–2012). Pri izračunu

prostih denarnih tokov, sem nato uporabila le razliko v nedenarnem obratnem kapitalu med letom napovedovanja in preteklim letom (glej Prilogo 7) (Damodaran, 2002, str. 261–264).

Zgoraj omenjene predpostavke so za naslednjih pet let napovedale negativne proste denarne tokove za Merkur (glej Prilogo 8). Takšen rezultat sem pričakovala, saj namerava Merkur v naslednjih petih letih veliko investirati in se tako širiti, kar se običajno odraža v negativnih denarnih tokovih. Zato predvidevam, da se bo v naslednjih letih moral še dodatno zadolžiti in negativni denarni tok iz naložbenja delno pokriti tudi s pozitivnim denarnim tokom iz financiranja. V Tabeli 7 so predstavljeni najpomembnejši podatki potrebni za napoved prostih denarnih tokov v obdobju 2008–2012.

Tabela 7: Napoved najpomembnejših podatkov potrebnih za napoved prostih denarnih tokov v letih 2008–2012 (v tisoč EUR)

Leto	Napoved				
	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	1.301.063,022	1.496.222,475	1.720.655,846	1.978.754,223	2.275.567,357
EBIT	25.910,119	29.799,503	34.272,582	39.416,937	45.333,293
EBIT(1-t)	20.728,095	23.839,602	27.418,065	31.533,550	36.266,635
Neto CAPEX	-49.146,072	-45.565,258	-41.984,443	-38.403,628	-34.822,814
Sprememba nedenarnega obratnega kapitala	-32.659,510	-37.558,437	-43.192,202	-49.671,033	-57.121,688
Prosti denarni tok	-61.077,488	-59.284,092	-57.758,580	-56.541,111	-55.677,866

Vir: Lastni izračuni.

3.3.3 OCENA PREOSTALE VREDNOSTI

Če želimo izračunati celotno vrednost podjetja, moramo sedanji vrednosti prostih denarnih tokov prišteti preostalo vrednost. Pri izračunu preostale vrednosti za Merkur sem uporabila model stalne rasti, pri čemer sem kot stabilno stopnjo rasti uporabila vrednost 5 odstotkov. Za slednjo sem se odločila, ker gospodarska rast Slovenije za leto 2008 po napovedih UMAR-ja znaša 4,4 odstotke, za leto 2009 pa 4,1 odstotka. (Pomladanska napoved 2008, 2008) Ker pa Merkur načrtuje vedno večjo prisotnost na trgih nekdanje Jugoslavije, predvsem na Hrvaškem, v Bosni in Srbiji, sem kot stabilno rast za Merkur vzela nekoliko višjo vrednost (5 odstotkov). Za prej omenjene države namreč napovedujejo večjo gospodarsko rast v prihodnosti. Tako naj bi po raziskavi italijanske skupine UniCredit te države v naslednjih letih rasle po 5,5- do 6,7-odstotni stopnji rasti (Economic Outlook – UniCredit Sees Robust Economic Growth in EU-aspiring Bosnia, Croatia, Serbia in 2007/09, 2008). Tudi Evropski center ICEG za leto 2008 napoveduje 6-odstotno gospodarsko rast v Bosni, 4,4-odstotno na Hrvaškem in 5,9-odstotno v Srbiji (Quarterly Forecast on the Western Balkan and Turkey, 2007). Menim, da bodo države vzhodne Evrope, na katere se Merkur širi in postajajo njegov ciljni trg v prihodnosti, še kar nekaj časa imele tako visoko raven gospodarske rasti, zato je 5-odstotna stabilna stopnja rasti primerna.

Poleg tega sem pri izračunu preostale vrednosti predpostavila, da bo Merkur po letu 2012 reinvestiral le še toliko, kot bo vsako leto amortiziral. Tako je prosti denarni tok za leto 2013, ki sem ga uporabila pri izračunu preostale vrednosti pozitiven in znaša malo manj kot 42 milijonov

evrov (glej Prilogo 9). Ob že prej napovedanem WACC-u (10,76 %) je moja napoved sedanje vrednosti preostale vrednosti Merkurja nekaj manj kot **392 milijona evrov** (Priloga 9).

3.3.4 OCENA VREDNOSTI PODJETJA IN KOMENTAR

Vrednost podjetja je enaka vsoti sedanje vrednosti prostih denarnih tokov za obdobje, za katerega jih napovedujemo, in sedanje vrednosti preostale vrednosti podjetja. V mojem primeru so napovedani prosti denarni tokovi za naslednjih 5 let negativni, ker so načrtovane investicije Merkurja visoke (glej Tabelo 7). Kadar imamo opravka z negativnimi prostimi denarnimi tokovi, ne moremo pravilno oceniti vrednosti podjetja, saj pride do tega, da se z večanjem vrednosti WACC zmanjšuje negativna vrednost denarnih tokov, kar ni pravilno. Zato sem do vrednosti Merkurja prišla s smiselno poenostavitvijo. Tako kot sem za napoved denarnih tokov za leto 2013 predpostavila enakost amortizacije in reinvesticij, sem to storila tudi za obdobje 2008–2012. Prosti denarni tok v določenem letu je tako enak napovedanemu EBIT-u po davkih za to leto (glej Tabelo 7). Predpostavka se mi zdi smiselna, saj bodo v obdobju 2008–2012 investicije Merkurja sicer mnogo večje od amortizacije, kar bo povzročalo negativen denarni tok, vendar pa Merkur v prihodnosti (od 2013 dalje) ne bo več tako veliko investiral in verjetno se bo zgodilo, da bo amortizacija na novo pridobljenih sredstev večja od investicij v tistem obdobju, kar bo povzročilo dodatni pozitiven denarni tok, ki v prejšnjem izračunu ni bil upoštevan. Vse ostale predpostavke glede rasti prihodkov, stroškov, ipd. sem pustila nespremenjene. Prav tako je ostal nespremenjen izračun preostale vrednosti.

Vrednost Merkurja ob zgoraj naštetih predpostavkah tako znaša nekaj manj kot **493 milijonov evrov** (glej Prilogo 10). To ob upoštevanju števila vseh izdanih delnic na dan 30.9.2007 (1.312.585) pomeni, da je bila ena delnica Merkurja na ta dan vredna **375,53 evra** (Priloga 10). Prezemniki so torej s ceno 405 evrov presegli to vrednost, kar nakazuje, da so delničarjem ponudili pošteno ceno ter da v Merkurju vidijo neko dodatno vrednost, ki ni razvidna le iz poslovnih izkazov in javno dostopnih informacij. Tudi dejstvo, da prevzemne ponudbe ni sprejelo le manj kot 2 odstotka delničarjev, nam pove, da jo je večina ocenila kot pošteno.

Seveda pa se je treba zavedati, da sem pri svojem izračunu notranje vrednosti delnice Merkurja uporabila mnogo predpostavk. Sprememba ene izmed njih lahko oceno vrednosti podjetja precej spremeni. Tako bi na primer manjša rast stroškov v primerjavi s prihodki povzročila povečanje napovedanih denarnih tokov in posledično večjo vrednost podjetja in s tem njegove delnice. Morda bi bilo bolj smiselno napovedati nižjo rast stroškov od prihodkov, saj je za MBO-je znano, da se po odkupu stroškovna učinkovitost podjetja močno izboljša, vendar pa sem se raje odločila za bolj pesimistično predpostavko enake rasti. Brez notranjih informacij bi bilo namreč napovedovanje nižje rasti stroškov, po mojem mnenju, preveliko ugibanje. Ocena stroška kapitala še pomembnejše vpliva na vrednost podjetja, saj že majhna sprememba stroška kapitala občutno spremeni oceno vrednosti podjetja. Tudi tukaj sem uporabila kar nekaj predpostavk, poleg tega pa zaradi svojih slabosti že sam model CAPM v mojo oceno vnaša določen dvom. Vseeno sem mnenja, da so bile predpostavke kar se da realno postavljene in da je ocenjena

notranja vrednost delnice Merkurja toliko nižja od ponujene prevzemne cene, da nismo bili ponovno priča stari slovenski praksi prenizkih prevzemnih cen.

Prevzemna cena za odkup preostalih 21,5 % delnic Merkurja, ki še niso bile v lasti konzorcija, je bila torej poštena. Vendar pa ostaja odprto še eno vprašanje. Po kakšni ceni so managerji oz. njihovo podjetje Merfin delnice Merkurja odkupili pred objavo prevzemne namere? Vemo namreč, da so 20,8-odstotni delež kupili posredno od podjetja Engrotuš (ta pa od države) za približno 300 evrov za delnico. Predpostavljam, da so tudi večino preostalih delnic kupili po ugodni ceni, saj so jim jih prodale prijateljske družbe (Banka Koper (eden od članov konzorcija), Gorenjska banka (Merkur je njen 14,5 % lastnik) in NFD 1 delniško-investicijski sklad (Merkur je njihov delni lastnik)). Zaradi teh dejstev ugotavljam, da je bil uradni prevzem sicer izpeljan transparentno in po primerni ceni, ki je vsebovala celo premijo, vendar pa je pri tem šlo le za manjši del vseh delnic, ki so danes v rokah Merkurjevih managerjev. Odkupi Merkurjevih delnic pred objavo prevzemne namere so bili večinoma izpeljani po nižji ceni od notranje vrednosti delnice. Seveda tu ni šlo za nikakršno oškodovanje, saj so bili manjšinski delničarji na koncu primerno poplačani. Vsi, ki so Merfinu delnice prodali prej, pa so s ponujeno ceno očitno soglašali, sicer delnic ne bi prodali. V primeru Merkurja je jasno razvidna še ena značilnost slovenskih prevzemov: managerji glavnino delnic za MBO običajno parkirajo pri prijateljskih podjetjih, ki jim v primernem trenutku po ugodni ceni te delnice prodajo. Ko imajo managerji v lasti že veliko večino delnic, pa kot piko na i podajo prevzemno ponudbo po pošteni ceni in tako jim ne moremo očitati, da so oškodovali manjšinske delničarje.

4 ANALIZA REALNE IZVEDLJIVOSTI PREVZEMNE STRATEGIJE

V tem poglavju bom poskušala odgovoriti na drugo vprašanje, ki sem si ga zastavila v uvodu: ali je strategija prevzema, tako kot jo je v javnosti predstavil Bine Kordež, predsednik uprave, realno izvedljiva. Na tem mestu bi rada poudarila, da sem pri analizi prevzemne strategije uporabila le javno dostopne informacije. S tem sem želela tudi ugotoviti, ali so bili dvomi javnosti, ki je imela na razpolago iste informacije kot jaz, glede sposobnosti odplačevanja visokega posojila brez izčrpavanja podjetja, upravičeni.

4.1 PREDVIDENE POSLEDICE PREVZEMNE PONUDBE

V Prevzemni ponudbi in prospektu za prevzem družbe Merkur, d.d. (2007, str. 47) je zapisano: "Namen prevzemne ponudbe je 100-odstotno obvladovanje družbe Merkur, d.d. in preko nje celotne Skupine Merkur s strani prevzemnikov." Zato je bilo pričakovati, da kateri od prevzemnikov v prihodnosti izvede iztисnitev preostalih delničarjev. Napovedan je bil tudi umik Merkurjevih delnic iz borze. Do iztисnitve malih delničarjev je tako prišlo 17. januarja 2008, delnice Merkurja pa so bile z borze umaknjene 7. marca 2008 (Merkur po 100-odstotnem lastništvu konzorcija z borze, 2008; Delnice Merkurja danes z borze, 2008).

Kljub temu, da so prevzemniki prevzem financirali večinoma z bančnimi posojili, ne pričakujejo bistvenih sprememb na področju usmeritev in poslovanja Merkurja. Stroške zadolževanja bodo

sicer delno krili z izplačanimi dividendami, vendar trdijo, da zaradi tega ne bo prišlo do izčrpavanja Merkurja, saj bodo dividende glede na stroške financiranja in stabilno poslovanje optimalne. Prav tako ne nameravajo priključiti Merkurja kateremukoli izmed prevzemnikov ali obratno. Zadolženost prevzemnikov naj torej ne bi vplivala na zadolženost Merkurja. Prevzemniki podpirajo strateške načrte sedanje uprave in nadaljevanje obstoječe poslovne politike. Zato tudi na tem področju ne pričakujejo sprememb. Po prevzemu tako ne predvidevajo nikakršnega prestrukturiranja družbe, sprememb politike zaposlovanja ali strateških sprememb pri poslovanju in usmeritvah (Prevzemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d.d., 2007, str. 47–49).

Pričakovati je, da bodo Merkurjevi managerji po izpeljanem prevzemu na družbo Merfin prenesli vse finančne naložbe Merkurja, ki bodo tako služile kot jamstvo za izplačilo Merfinovih velikanskih posojil. Bine Kordež, predsednik uprave Merkurja in glavni družbenik v Merfinu, je celo dejal, da ni nujno, da posojila odplačajo v naslednjih 20-ih letih, če bo vrednost Merkurja zadovoljivo rasla. Pri bankah so namreč zastavili delnice Merkurja in če bo vrednost le-teh naraščala, bodo s tem na boljšem tudi banke. Zavzemali se bodo torej za povečevanje vrednosti podjetja, kar jim bo po Kordeževem mnenju omogočilo obnavljanje starih posojil z novimi, ki bodo najverjetneje tudi ugodnejša (Toplak, 2007).

V letnem poročilu za leto 2007 lahko vidimo, da so Merkurjevi managerji eno svojih večjih naložb, tj. naložbo v Gorenjski banki, že predstavili iz dolgoročnih finančnih naložb med dolgoročna sredstva, namenjena prodaji. Naložbo so tudi prevrednotili navzgor, in sicer iz 1153 evrov na 3050 evrov za delnico. S tem so popravili vrednost kapitala Merkurja kar za 87 milijonov evrov, skupaj pa se je kapital Merkurja v letu 2007 povečal kar za 56 odstotkov (za 122 mio evrov). Zaradi tega je prišlo do dviga knjigovodske vrednosti delnice Merkurja iz 166,6 evrov za delnico v letu 2006 na 259,6 evra v letu 2007. S tem so managerji seveda pomagali sami sebi oz. njihovemu podjetju Merfin, ki je najeta posojila, potrebna za izvedbo prevzema, zavaroval predvsem z delnicami Merkurja. Vrednost le-teh je po umiku Merkurja iz borze padla iz tržne (okrog 400 evrov na delnico) na knjigovodsko vrednost. Še septembra 2007 je bila knjigovodska vrednost Merkurjeve delnice 180 evrov, konec leta pa že 259,6 evra. Če je Merfin za najete kredite pri bankah zastavil vse svoje delnice v Merkurju, je tako vrednost zastavljenega premoženja padla iz 335 milijonov evrov na 217 milijonov evrov. Če do prevrednotenja knjigovodske vrednosti Merkurjeve delnice ne bi prišlo, bi bila vrednost zastavljenega premoženja le nekaj več kot 150 milijonov evrov, kar ne bi več zadostovalo za kritje vseh Merfinovih posojil (Lipnik, 2008).

4.2 NAPOVED DOBIČKA SKUPINE MERKUR ZA OBDOBJE 2008–2012

Predvidevanje, kakšen dobiček bo Skupina Merkur ustvarila v naslednjih letih, je potrebno zato, da ugotovimo kakšne dividende lahko Merkur izplača svojim lastnikom, če se drži politike stalne rasti dividend v skladu z rastjo dobička, napovedane v Poslovnem poročilu za leto 2006 (2007, str. 29). Pri napovedi dobička sem EBIT ugotovila na enak način in pod istimi predpostavkami kot pri napovedi prostih denarnih tokov. EBIT-u sem nato prištela finančne prihodke in odštela

finančne odhodke. Pri tem sem upoštevala izjavo Bineta Kordeža, predsednika uprave Merkurja, ki je dejal, da bodo finančne naložbe Merkurja prenesli na Merfin ter s tem poplačali del stroškov prevzema (Polanič, 2007a). Ker finančne naložbe ustvarijo večino finančnih prihodkov (če že ne vseh), sem pri napovedi dobička za obdobje 2008–2012 vse finančne prihodke izločila iz izračuna. Finančne odhodke sem dobila tako, da sem izračunala obresti od vsakoletnih napovedanih negativnih denarnih tokov ter jih prištela finančnim odhodkom prejšnjega leta (glej Prilogo 11). Menim namreč, da se bo moral Merkur v naslednjih 5 letih dodatno zadolžiti, če bo hotel izpeljati načrtovane investicije. Najeti bo torej moral toliko novih posojil, kolikor sem sama izračunala, da bodo znašali negativni denarni tokovi (glej Tabelo 7), ostala pa bodo tudi posojila iz prejšnjih let. Pri izračunu obresti sem kot obrestno mero upoštevala strošek dolga pred davki (6 %) za Merkur, ki sem ga izračunala v poglavju o strošku kapitala za Merkur. Kot davčno stopnjo sem ponovno uporabila mejno davčno stopnjo 20 %. Na osnovi zgoraj opisanih predpostavk sem zaključila, da bo Skupina Merkur kljub izgubi vseh finančnih prihodkov poslovala z dobičkom, ki pa bo precej nižji od tistega iz prejšnjih let (glej Prilogo 12).

4.3 NAPOVED POSLOVNEGA IZIDA DRUŽBE MERFIN ZA OBDOBJE 2008–2013

- **NAPOVED FINANČNIH PRIHODKOV**

Merfinove finančne prihodke sem izračunala tako, da sem seštela prihodke od dividend, dobljenih od Merkurja, in prihodke od finančnih naložb, ki naj bi jih prevzemniki iz Merkurja prenesli na Merfin. Pri prvem sem upoštevala rast dobička v Merkurju in temu prilagodila izplačane dividende po načelu, ki so ga v svojem poslovnem poročilu za leto 2006 (Poslovno poročilo 2006, 2007) objavili vodilni v Merkurju: »Zavzemamo se za stalno rast dividende v skladu z rastjo dobička.« Glede na to, da se bo dobiček v Merkurju po mojih izračunih najprej močno zmanjšal (leto 2008) nato pa bo stalno rasel, sem za toliko odstotkov, kot se je zmanjšal dobiček, zmanjšala tudi zadnjo izplačano dividendo. Tako sem dobila bruto dividendo na delnico za leto 2008. Za vsa ostala leta sem dividendo prejšnjega leta ustrezno zmanjšala ali povečala, glede na to, za koliko se je zmanjšal ali povečal dobiček (glej Prilogo 13).

Prihodke od finančnih naložb, ki naj bi jih prevzemniki iz Merkurja prenesli na Merfin, sem dobila tako, da sem finančne prihodke Merkurja vsako leto povečala za 5 odstotkov. Za takšno rast sem se odločila zato, ker gre po mojem mnenju za stalno dolgoročno gospodarsko rast, ki se mi zdi ustrezen kazalec rasti naložb. Poleg tega ima Merkur v svojem portfelju finančne naložbe v dobro stoječa slovenska podjetja kot so npr. Gorenjska banka, Abanka Vipava, Aero, NFD 1 ID, Elektro Gorenjska, Zdravilišče Laško, ipd. (Cirman, Polanič, 2007), ki bodo v prihodnosti zagotovo rasla vsaj po stopnji, enaki gospodarski rasti (glej Prilogo 13). Obe vrsti finančnih prihodkov sem seštela ter tako dobila napoved finančnih prihodkov za Merfin (glej Tabelo 8 na naslednji strani).

Tabela 8: Napoved vrednosti celotnih finančnih prihodkov podjetja Merfin za obdobje 2008–2013 (v evrih)

Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finančni prihodki od Merkurjevih dividend	2.303.823	408.626	444.885	554.814	745.950	1.026.966
Finančni prihodki od finančnih naložb Merkurja	18.289.421	19.203.892	20.164.086	21.172.291	22.230.905	23.342.451
SKUPAJ	20.593.244	19.612.518	20.608.972	21.727.104	22.976.856	24.369.416

Vir: Lastni izračuni.

• NAPOVED FINANČNIH ODHODKOV

Finančne odhodke Merfina sem napovedala tako, da sem izračunala kolikšne obresti bi moral vsako leto odplačati Merfin, glede na višino za prevzem najetega posojila (350 mio evrov). Višino vsakoletnih obresti Merfina za najeti kredit sem torej ugotovila tako, da sem strošek dolga pred davki, ki sem ga izračunala za Merkur (6 %), množila z vrednostjo kredita (350 milijonov evrov). Tako izračunane letne obresti znašajo 21 milijonov evrov (glej Tabelo 9).

Tabela 9: Napoved letnih obresti za najeti kredit

Vrednost posojila (v EUR)	350.000.000
Obrestna mera	6 %
Letne obresti = finančni odhodki	21.000.000

Vir: Lastni izračuni.

Drugih finančnih odhodkov podjetje Merfin po mojem mnenju nima, saj je bilo ustanovljeno le z namenom prevzema družbe Merkur.

• NAPOVED POSLOVNEGA IZIDA

Poslovni izid za Merfin sem napovedala ob upoštevanju naslednjih predpostavk:

1. 5-odstotna rast stroškov
2. vrednost finančnih prihodkov po predpostavkah predstavljenih v tem poglavju
3. vrednost finančnih odhodkov po predpostavkah predstavljenih v tem poglavju

Pod takšnimi pogoji in v skladu z mojimi izračuni lahko zaključim, da bo v naslednjih petih letih Merfin, kljub izredno velikim posojilom, posloval z relativno majhno izgubo, že leta 2010 pa se bo le-ta prevesila v dobiček, ki bo nato vsako leto rasel (glej Prilogo 14 in Tabelo 10 na naslednji strani).

Tabela 10: Napoved najpomembnejših podatkov, potrebnih za napoved poslovnega izida podjetja Merfin, za obdobje 2008-2013

Postavka (v evrih)	Napoved					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Poslovni izid poslovanja	-370.885	-389.429	-408.901	-429.346	-450.813	-473.354
Finančni prihodki	20.593.244	19.612.518	20.608.972	21.727.104	22.976.856	24.369.416
Finančni odhodki	-21.000.000	-21.000.000	-21.000.000	-21.000.000	-21.000.000	-21.000.000
Poslovni izid pred obdavčitvijo	-777.642	-1.776.912	-799.929	297.758	1.526.042	2.896.062

Vir: Lastni izračuni.

4.4 KOMENTAR DOBLJENIH REZULTATOV

Prezemna strategija vodilnih managerjev podjetja Merkur, ki so v javnosti dejali, da podjetja po uspešnem prevzemu ne mislijo izčrpati, je po mojih izračunih najverjetneje izvedljiva, vendar pa jo lahko kakšni nepričakovani dogodki postavijo pod vprašaj. Po mojem mnenju se realna izvedljivost te strategije namreč giblje po meji, kajti tako izguba kot tudi dobiček nista velika in se lahko kaj hitro prevesita v drugo stran. Podjetje Merfin bo ob vseh prej navedenih predpostavkah prva tri leta po prevzemu Merkurja poslovalo z izgubo, od leta 2010 naprej pa že z dobičkom. Pri tem moram poudariti, da so bile moje predpostavke dokaj pesimistične. Že enaka rast tako prihodkov kot tudi stroškov je zelo zadržana. Kot sem ugotovila v prvem poglavju, je za managerske odkupe značilno, da se poslovanje podjetja po prevzemu močno izboljša. Managerji torej zagotovo vedo, kje so v podjetju skrite rezerve in kako lahko stroške še dodatno znižajo. Zato lahko v primeru Merkurja pričakujemo, da stroški ne bodo rasli po isti stopnji kot prihodki, temveč po nižji. Koliko bo ta stopnja nižja, vedo le managerji sami, zato tega nisem napovedovala. Če bo temu res tako, pomeni to večji dobiček Skupine Merkur v prihodnosti ter posledično možnost izplačevanja višjih dividend delničarjem (podjetju Merfin idr.) po načelu stalne rasti dividend z rastjo dobička. Poleg tega nameravajo prevzemniki iz Merkurja na Merfin prenesti vse finančne naložbe. V svojih izračunih sem predpostavila, da bodo te finančne naložbe obdržali in z njimi vsako leto ustvarjali finančne prihodke. Vendar pa je realno pričakovati tudi, da bodo kakšno izmed naložb prodali po njeni tržni vrednosti (njihovo naložbo v Gorenjsko banko že zdaj ocenjujejo na nekje 140 mio evrov), ter tako ustvarili dodaten denarni tok, potreben za odplačilo visokih obresti. Merkur ima namreč večino svojih finančnih naložb v dobro stoječih podjetjih, za delnice katerih lahko na trgu veliko iztrži. V Merkurju se bodo za to pot zagotovo odločili, če bodo potrebovali denar.

Probleme lahko prevzemnikom v prihodnosti povzročajo le dvigi obrestnih mer, do katerih dandanes prihaja zaradi krize v bančnem sistemu. Najverjetneje je obrestna mera za najeta posojila podjetja Merfin vezana na referenčno obrestno mero EURIBOR in če bo le-ta rasla, kot se danes dogaja, bo rasla tudi višina obresti, ki jih mora Merfin vsako leto odplačevati. Ker je po mojih izračunih izvedljivost te strategije zelo na meji, utegnejo višje obrestne mere Merfinu povzročati kar nekaj preglavic.

Nenazadnje pa se sprašujem tudi, kaj pravzaprav je izčrpavanje podjetja. Ponavadi o njem govorimo, kadar si managerji iz dobička prevzetega podjetja izplačujejo previsoke dividende, zato da lahko plačajo obresti, ki so posledica velikih najetih posojil. Podjetju tako ne ostane dovolj denarja za investicije in razvoj v prihodnosti. Merkurjevi managerji so seveda zatrdili, da si previsokih dividend ne bodo izplačevali in da Merkurja ne mislijo izčrpati. Vendar pa so tudi dejali, da bodo vse finančne naložbe Merkurja prenesli na Merfin. Sama to dejanje vidim kot nekaj zelo podobnega izplačevanju previsokih dividend, saj je učinek isti. Ker managerji denarja, potrebnega za plačilo visokih obresti, ne morejo dobiti z izplačili visokih dividend, saj bi bil namen le-teh tako preveč očiten, bodo denar iz Merkurja vzeli drugje – iz finančnih naložb. V obeh primerih torej prevzemno podjetje odplačuje obresti za najeta posojila managerjev, ki so podjetje odkupili. Razlika je le v tem, da drugi način za pridobivanje potrebnih denarnih sredstev na papirju zgleda mnogo lepše kot pa izplačevanje previsokih dividend.

SKLEP

V diplomske delu sem predstavila managerske odkupe, pozitivne in negativne plati njihove izvedbe ter se nato osredotočila na managerske odkupe, financirane s posojili. Ugotavljala sem tudi, kakšni so učinki in posledice, ki jih lahko v podjetju pričakujemo, če je le-to predmet managerskega odkupa ter na kratko opisala razvoj managerskih odkupov v Evropi in Sloveniji. Tako sem pridobila potrebno znanje na tem področju in lahko sem se posvetila analizi pred kratkim izvedenega managerskega odkupa družbe Merkur, d.d., trgovca s tehničnim blagom iz Naklega.

Najprej sem se seznanila s podjetjem, njegovo zgodovino, dejavnostjo in osnovnimi finančnimi kazalci. Nato sem se lotila proučevanja tega, v javnosti tako odmevnega managerskega odkupa. Ugotovila sem, da je ta prevzem poseben predvsem z dveh vidikov: gre za največji odkup v zgodovini Slovenije, za katerega so vodilni v podjetju najeli najvišje kredite doslej (350 milijonov evrov) ter za prvi managerski odkup podjetja iz prve kotacije Ljubljanske borze. Tudi potek in izvedba odkupa sta zanimiva ter v nekaterih delih tudi inovativna. Videti je, da je bil prevzem skrbno načrtovan in da so se vodilni nanj že dolgo pripravljali. Vsak je namreč sam zase najprej akumuliral delnice Merkurja, nato pa je 67 vodilnih managerjev podjetja ustanovilo novo podjetje Merfin, na katerega so vsi prenesli svoje delnice. To podjetje je nato, po uspešnih odkupih delnic Merkurja, ki so bile do takrat varno spravljene pri Merkurju prijateljskih družbah, v manj kot pol leta pridobilo skoraj polovični lastniški delež podjetja. Nato so se, zaradi znižanja stroškov prevzema, s še štirimi večjimi lastniki Merkurja, združili v konzorcij, ki je preostalim delničarjem oktobra 2007 podal ponudbo za prevzem po 405 evrov na delnico. Ponudba je v javnosti sprožila veliko polemik o tem, da imamo ponovno opravka s prenizkimi prevzemnimi cenami, in da bodo spet prikrajšani mali delničarji (to je bila namreč slovenska praksa v preteklosti). V diplomski nalogi sem na podlagi ocene vrednosti podjetja Merkur, d.d. izračunala notranjo vrednost njegove delnice, ki znaša 375,5 evra. Ker je nižja od ponujene prevzemne cene 405 evrov, sem zaključila, da je bila prevzemna ponudba poštena in primerna. Mali delničarji tako v tem primeru niso bili oškodovani. Seveda sem pri izračunu notranje vrednosti delnice

uporabila kar nekaj predpostavk. Če bi se katera izmed njih spremenila, bi se spremenili tudi rezultati mojih izračunov. Vseeno sem mnenja, da so bile predpostavke dovolj realno postavljene in da sprememba nobene izmed njih ne bi vplivala na mojo sklepno ugotovitev o ustreznosti ponujene prevzemne cene. Za konec tega prvega dela bi dodala le, da je bila ponujena prevzemna cena sicer poštena, a se je nanašala le na okrog 20 odstotkov vseh Merkurjevih delnic. Preostalo večino delnic so managerji odkupili večinoma po cenah nižjih od moje izračunane notranje vrednosti delnice. Praksa, ki smo ji tu priča, je torej jasna: za uspešen managerski odkup je potrebno večino delnic podjetja parkirati pri managerjem prijateljskih podjetjih ter jih nato ob pravem času po ugodnih cenah odkupiti, za preostali minimalni del pa dati pošteno ponudbo. Tako mali delničarji niso oškodovani in prevzem zgleda izpeljan zelo transparentno.

V javnosti pa ob začetku prevzema niso najbolj odmevali očitki o prenizki ponujeni prevzemni ceni, temveč dejstvo, da so Merkurjevi managerji za nakupe delnic podjetja najeli izjemno visoke kredite. Strokovnjaki so se predvsem spraševali, ali je možno te kredite sploh vračati, ne da bi pri tem izčrpali družbo. Seveda so vodilni v Merkurju zatrdili, da podjetja ne bodo izčrpali, da bodo dividende rasle skladno z dobičkom in da posojil sploh ne bodo vračali, temveč jih bodo le zamenjevali z novimi, za katere upajo da bodo ugodnejša. V diplomski nalogi sem ugotovila, da bo v javnosti predstavljena strategija managerjev najverjetneje uspešna, vendar pa se po mojem mnenju giblje na meji izvedljivosti. Zato utegnejo imeti v prihodnosti težave. Predvsem vidim težave v dvigovanju obrestnih mer zaradi krize v bančnem sistemu, ki smo ji dandanes priča in ki ji trenutno ni videti konca. Posojila v bankah so namreč ponavadi vezana na neko referenčno obrestno mero in kljub ugotovitvi, da so managerji za najeta posojila dobili zelo ugoden pribitek na referenčno obrestno mero, to ne spremeni dejstva, da se ob dvigu referenčne obrestne mere povečajo tudi obresti, ki jih morajo managerji vsako leto plačevati. Ker so bila njihova najeta posojila zelo velika, je tudi znesek dodatnih obresti, ki jih morajo plačati ob povečanju obrestne mere, velik. V tem primeru si bodo managerji najverjetneje pomagali tako, da bodo prodali kakšno izmed številnih Merkurjevih finančnih naložb ali pa celo del podjetja. Tako bodo lažje prebrodili to krizno obdobje. Moje slutnje o možnih težavah Merkurjevih managerjev so podkrepile informacije, ki v zadnjem času prihajajo v javnost. V časopisu Finance so tako 5. junija 2008 zapisali, da Merkur prodaja zemljišča v Zagrebu, govori pa se tudi, da razmišlja o odprodaji dela podjetja, ki se ukvarja z gradbeništvo (Matejčič, Černetič, 2008). Drugo v podjetju zaenkrat zanikajo, kaj pa se bo res zgodilo, bomo izvedeli kmalu.

LITERATURA IN VIRI

1. Arhiv podatkov (podatki o donosnosti indeksa SBI20 in delnice Merkurja, d.d.). Ljubljanska borza, d.d. Najdeno 22. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=bhyCYb8em6KVVzxZ>.
2. Babič, K. (2003). *Managerski odkupi v slovenskih razmerah*. [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Beja, T. (2008). *Izračun tržne premije za tveganje za slovenski delniški trg*. [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Bonitetna ocena podjetja Merkur, d.d. *Baza GVIN*. Najdeno 22. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com>.
5. Brealey R. A. & Myers S. C. (2000). *Principles of Corporate Finance*. (6th ed.). Boston: Irwin McGraw-Hill.
6. Brigham E. F. & Daves P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*. (8th ed.). B.k., South-Western.
7. Bruner R. F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. Hoboken: Wiley Finance.
8. Casson M., Yeung B., Bose A. & Wadeson N. (2006). *The Oxford Handbook of Entrepreneurship*. New York: Oxford University Press.
9. Cirman P. & Polanič M. (2007, 4. oktober). Kordež zavlada Merkurju z rekordnim menedžerskim posojilom. *Dnevnik.si*. Najdeno 20. oktobra 2007 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/272720.
10. Copeland T., Koller T. & Murrin J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons.
11. Čadež S., Jogan N. & Pustatičnik J. (2000). Analiza donosnosti finančnih naložb v Sloveniji. V Mramor D., *Trg kapitala v Sloveniji* (str. 251-299). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
12. Damodaran A. Estimating Risk free Rates. Najdeno 14. marca 2008a na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
13. Damodaran A. Estimating Risk Parameters. Najdeno 14. marca 2008b na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
14. Damodaran A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
15. Delnice Merkurja danes iz borze. *Večer*. Najdeno 7. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.vecer.si/clanek2008030705302096>.
16. Economic Outlook – *UniCredit Sees Robust Economic Growth in EU-aspiring Bosnia, Croatia, Serbia in 2007/09*. Najdeno 22. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.seenews.com/news/latestnews/economicoutlook__unicreditseesrobusteconomicgrowthineu-aspiringbosnia_in-155704/.
17. Fernández P. (2007). *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations*. B.k.: IESE Business School.
18. Giacomelli J. (1998). *Vrednost podjetja kot temelj za strateško odločanje v zaprti družbi – primer podjetja Gospodarski vestnik, d.d.* [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

19. Irgl W. (2002 januar). *Management Buy-out: das erfolgreiche Modell für Unternehmensnachfolge und Wachstum*. Najdeno 2. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.corpfin.at/Dateien/NewsJan02.pdf>.
20. Izvleček iz cenika NLB. Najdeno 22. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.nlb.si/images/content/_doc/Cenik_za_kreditno_depozitno_poslovanje_mar08.pdf
21. Kaplan S. (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24 (2), 217–254.
22. Križnik B. & Tekavec V. (2007, 4. oktober). Vodilni že polovični lastniki Merkurja. *Delo.si*. Najdeno 20. oktobra 2007 na spletnem naslovu http://www.delo.si/index.php?sv_path=41,36,243718&src=rp.
23. Konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur in letno poročilo družbe Merkur, d.d. za leto 2007. (2008 maj). Najdeno 27. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/fileadmin/datoteke/investitorji/dokumenti/porocila/Letno_porocilo_SLO.pdf.
24. Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006. (2007 maj). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/investitorji0/podatki_o_poslovanju/letna_in_medletna_porocila/index.html.
25. Lastniška struktura na dan 31.1.2008. Najdeno 5. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/novinarsko_sredisce0/lastniska_struktura/index.html.
26. Letno poročilo 2001, Merkur d.d. (2002 maj). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/investitorji0/podatki_o_poslovanju/letna_in_medletna_porocila/index.html.
27. Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2002. (2003 maj). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/investitorji0/podatki_o_poslovanju/letna_in_medletna_porocila/index.html.
28. Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2003. (2004 maj). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/investitorji0/podatki_o_poslovanju/letna_in_medletna_porocila/index.html.
29. Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2004. (2005 maj). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/investitorji0/podatki_o_poslovanju/letna_in_medletna_porocila/index.html.
30. Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2005. (2006 maj). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/investitorji0/podatki_o_poslovanju/letna_in_medletna_porocila/index.html.
31. Lipnik K. (2008, 23. april). Kreativnost bilanc Kordeževega Merkurja. *Finance*, str. 4–5
32. Malus B. (2004). *Teoretični vidiki managerskih odkupov podjetij*. [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

33. Management Buyout Demystified. *The Business Development Bank of Canada*. (2007, 21. marec). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.bdc.ca/en/my_project/Projects/articles/acquisition_mbo.htm.
34. Matejčič K. & Černetič B. (2008, 5. junij). Merkur odprodaja gradbeništvo? Bine Kordež pravi, da ne. *Finance*, str. 4.
35. Merkur po 100-odstotnem lastništvu konzorcija z borze. Najdeno 17. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.vecer.si/clanek2008011705285849>.
36. Mramor D. (2000). Poglavlja iz poslovnih financ. (četrta izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
37. Mramor D. (2006). *Prosojnice predavanj pri predmetu Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
38. Nash A. (2005). *The MBO Guide for Management Teams: Real Life Lessons from the front*. B.k.: Harriman House Limited.
39. Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar-september 2007. (2007 oktober). Najdeno 13. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/fileadmin/datoteke/investitorji/dokumenti/porocila/Nerevidirano_poro_cilo_jan_sept07.pdf.
40. Obvestilo o izdaji Odločbe o uspešnosti prevzemne ponudbe. Najdeno 7. decembra 2007 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/novinarsko_sredisce0/sporocila_za_javnost/article/41/obvestilo_o_izdaji_odlocbe_o_uspesnosti_prevzemne_ponudbe/index.html?cHash=4554c93b95.
41. Organizacijska shema Merkur Group. Najdeno 7. decembra 2007 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/skupina_merkur0/organizacijska_shema/index.html.
42. Petrič T. (2002). *Managerski odkupi v Sloveniji*. [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Petrovič B. (2007). *Managerski odkup podjetja*. [diplomsko delo]. Maribor: Ekonomska poslovna fakulteta.
44. Podatki o državni obveznici RS26. Ljubljanska borza, d.d. Najdeno 22. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=764&tab=1&SecurityID=RS62&sid=irohrBRfbO6ZXg7W>.
45. Polanič M. (2007a, 18. december). Predsednik uprave Bine Kordež iztiska manj kot tisoč malih delničarjev Merkurja. *Poslovni dnevnik*. Najdeno 20. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik//287944/.
46. Polanič M. (2007b, 3. november). Prevzemniki bi Merkur umaknili iz borze. *Poslovni Dnevnik*. Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/278491.
47. Pomladanska napoved 2008. *UMAR*. Najdeno 9. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.umar.gov.si/>.
48. Poslovno poročilo 2006, družba Merkur d.d. (2007, 5. december). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/investitorji0/podatki_o_poslovanju/letna_in_medletna_porocila/index.html.

49. Prezemna namera, ki zagotavlja nadaljnjo rast Skupine Merkur. (2007, 3. oktober). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/novinarsko_sredisce0/porocila_za_javnost/browse/1/article/27/pr-evzemna_namera_ki_zagotavlja_nadaljnjo_rast_skupine_merkur/index.html?cHash=d1334f3b17.
50. Prezemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d.d. (2007, 30. oktober). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu https://partner.merkur.si/fileadmin/partner.merkur.si/Prezemna_ponudba_in_prospekt_MER.pdf.
51. Quarterly Forecast on the Western Balkan and Turkey. (2007 pomlad) Najdeno 2. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.icegec.hu/hun/_docs/Qreports/WBT_Q1_2007.pdf.
52. Rappaport A. (1998). *Creating Shareholder Value – A Guide for Managers and Investors*. B.k.: Free Press.
53. Reed Foster S. & Lajoux Reed A. (1998). *The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide*. (3rd ed.). New York: McGraw-Hill Professional.
54. Shapiro A. P. & Balbirer S. D. (2000). *Modern Corporate Finance*. New Jersey: Prentice Hall.
55. Slorach S. (2004). *Corporate Finance, Mergers & Acquisitions*. New York: Oxford University Press.
56. Sklep o obrestnih merah na področju poslovanja s podjetji z veljavnostjo od 1.1. 2008. Najdeno 22. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.raiffeisen.si/ceniki_in_tecaji/obrestne_mere/podjetja.
57. Tekavec V. (2007, 15. oktober). »Zakaj nas ni zraven!«. *Delo.si*. Najdeno 2. januarja 2007 na spletnem naslovu http://www.delo.si/index.php?sv_path=41,36,245859.
58. Toplak D. (2007, 8. oktober). Postal bo tretji najbogatejši Slovenec. *Večer*. Najdeno 2. januarja 2007 na spletnem naslovu <http://213.250.55.115/Ris2007/default.asp?kaj=3&id=2007100805254684>.
59. V prihodnjih letih vse več managerskih odkupov. (2006, 25. december). *STA. Finance*. Najdeno 26. decembra 2006 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/171352>.
60. Vizija in načrti strateškega razvoja Skupine Merkur 2007–2012 [povzetek gradiva]. (2007 maj). Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/novinarsko_sredisce0/pomembni_dokumenti/index.html.
61. Vrednost referenčne obrestne mere EURIBOR. Najdeno 22. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.euribor.org/html/download/euribor_2007B.xls.
62. Wright M., et. al. (2006, junij). *Management Buy-outs 1996-2006, Past Achievements, Future Challenges*. Centre for Management Buy-out Research (CMBOR).
63. Zorko N. (2007, 29. marec). MBO na pohodu. *Finance*. Najdeno 2. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/178495>.

PRILOGE

Priloga 1: Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov

Izraz v izvornem jeziku	Kratika	Izraz v slovenskem jeziku
Acquisition		pripojitev
Adjusted Book Value		prilagojena knjigovodska vrednost
Asset Management		upravljanje premoženja
Asset Pricing Model	APM	arbitražna teorija določanja cen
Adjusted Present Value Valuation	APV	
Balance Sheet-Based Methods		na bilanci stanja temelječe metode
Buyout Market		trg za odkupe
Capital Asset Pricing Model	CAPM	model ocenjevanja dolgoročnih sredstev
Cash Flow Discounting-Based Methods		na diskotiranju denarnih tokov temelječe metode
Center for Management Buy-out Research	CMBOR	center za raziskave managerskih odkupov
Corporate Governance		upravljanje
Costs of Financial Distress		stroški finančne nestabilnosti
Convertible Loan Stock		za delnice zamenljive obveznice
die Ausstiegsphase		faza umika
die Investitionsphase		faza investiranja
die Prüfungsphase		faza pregleda
Debt Instrument		dolžniški papir
Debt to Equity Ratio		stopnja zadolženosti
Dividend per Share	DPS	dividenda na delnico
Equity		lastniški kapital
Goodwill-Based Methods		na dobrem imenu temelječe metode
Human Resource Management		ravnanje s človeškimi viri
Income Statement-Based Methods		na izkazu uspeha temelječe metode
Investing Institutions		investicijske institucije
Investment Performance		investicijska uspešnost
Leveraged Buyout	LBO	s posojili financiran odkup
Liquidation Value		likvidacijska vrednost
Loan Note		blagajniški zapis
Management Buyout	MBO	managerski odkup
Median Market-adjusted Return on Buyout Equity		Srednji, trgu prilagojeni zaslužek od prevzemnega kapitala
Mixed Methods		mešane metode
Multiple		mnogokratnik
Operating Cash Flow		denarni tok iz poslovanja
Operating Performance		poslovna uspešnost
Premium for Default Risk		premija za tveganje nepopolnplačila dolga s strani posojilojemalca
Price Earnings Ratio	PER	razmerje med ceno delnice na trgu in zaslužki podjetja
Private Equity Investors		investitorji v zasebni kapital
Public to Private	PTP	preoblikovanje javnega v zasebno podjetje
Risk of Financial Distress		tveganje finančne nestabilnosti
Sales Multiple		mnogokratnik prodaje
Secured Debt		zavarovani dolg
Stakeholder		zainteresirani udeleženec
Substantial Value		nadomestna vrednost
Total Factor Productivity		skupna faktorska produktivnost
Trade Sale		prodaja trgovcu v isti panogi
Venture Capitalists		investitorji v naložbeni kapital

Priloga 2: Izračun mesečne donosnosti indeksa SBI20 in delnice Merkurja, d.d.

Datum	Tečaj v EUR		Mesečna donosnost	
	SBI 20	Merkur	SBI20	Merkur
30.11.1998	1.652,37	95,75		
30.12.1998	1.705,77	95,14	3,23%	-0,64%
29.1.1999	1.886,87	95,34	10,62%	0,21%
26.2.1999	1.935,00	95	2,55%	-0,36%
31.3.1999	1.804,12	93,44	-6,76%	-1,64%
30.4.1999	1.786,34	94,18	-0,99%	0,79%
31.5.1999	1.755,79	93,3	-1,71%	-0,93%
30.6.1999	1.699,28	92,28	-3,22%	-1,09%
30.7.1999	1.779,49	91,85	4,72%	-0,47%
31.8.1999	1.922,31	91,81	8,03%	-0,04%
30.9.1999	1.905,20	91,53	-0,89%	-0,30%
29.10.1999	1.844,99	92,1	-3,16%	0,62%
30.11.1999	1.817,66	91,46	-1,48%	-0,69%
30.12.1999	1.806,26	88,66	-0,63%	-3,06%
31.1.2000	1.901,52	87,66	5,27%	-1,13%
29.2.2000	1.771,81	82,24	-6,82%	-6,18%
31.3.2000	1.729,28	81,72	-2,40%	-0,63%
28.4.2000	1.716,29	80,87	-0,75%	-1,04%
31.5.2000	1.635,21	71,04	-4,72%	-12,16%
30.6.2000	1.624,17	74,02	-0,68%	4,19%
31.7.2000	1.671,73	69,2	2,93%	-6,51%
31.8.2000	1.703,10	64,94	1,88%	-6,16%
29.9.2000	1.632,29	63,07	-4,16%	-2,88%
30.10.2000	1.676,42	64,02	2,70%	1,51%
30.11.2000	1.737,22	70,46	3,63%	10,06%
29.12.2000	1.807,94	75,7	4,07%	7,44%
31.1.2001	1.875,35	74,23	3,73%	-1,94%
28.2.2001	1.808,49	66,71	-3,57%	-10,13%
30.3.2001	1.728,68	64,16	-4,41%	-3,82%
30.4.2001	1.701,99	65,51	-1,54%	2,10%
31.5.2001	1.768,80	59,4	3,93%	-9,33%
29.6.2001	1.812,54	63,5	2,47%	6,90%
31.7.2001	1.900,49	60,72	4,85%	-4,38%
31.8.2001	1.975,59	61,04	3,95%	0,53%
28.9.2001	1.989,20	62,06	0,69%	1,67%
30.10.2001	2.032,38	65,95	2,17%	6,27%
30.11.2001	2.129,84	70,87	4,80%	7,46%
28.12.2001	2.151,59	69,35	1,02%	-2,14%
31.1.2002	2.202,96	72,34	2,39%	4,31%
28.2.2002	2.214,80	72,66	0,54%	0,44%
29.3.2002	2.550,55	79,25	15,16%	9,07%
30.4.2002	2.715,65	91,16	6,47%	15,03%
31.5.2002	2.927,11	85,68	7,79%	-6,01%
28.6.2002	2.871,81	84,49	-1,89%	-1,39%
31.7.2002	2.783,30	83,52	-3,08%	-1,15%

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

Datum	Tečaj v EUR		Mesečna donosnost	
	SBI 20	Merkur	SBI20	Merkur
30.8.2002	3.153,99	94,24	13,32%	12,84%
30.9.2002	3.311,70	103,09	5,00%	9,39%
30.10.2002	3.429,93	105,81	3,57%	2,64%
29.11.2002	3.460,35	108,86	0,89%	2,88%
30.12.2002	3.340,20	109,25	-3,47%	0,36%
31.1.2003	3.305,77	108,95	-1,03%	-0,27%
28.2.2003	3.215,23	102,66	-2,74%	-5,77%
31.3.2003	3.182,96	97	-1,00%	-5,51%
30.4.2003	3.178,22	93,87	-0,15%	-3,23%
30.5.2003	3.164,43	91,8	-0,43%	-2,21%
30.6.2003	3.079,91	94,14	-2,67%	2,55%
31.7.2003	3.129,28	93,11	1,60%	-1,09%
29.8.2003	3.361,30	101,68	7,41%	9,20%
30.9.2003	3.613,99	104,73	7,52%	3,00%
30.10.2003	3.656,74	103,83	1,18%	-0,86%
28.11.2003	3.942,75	107,8	7,82%	3,82%
30.12.2003	3.931,64	103,06	-0,28%	-4,40%
30.1.2004	4.199,21	107,92	6,81%	4,72%
27.2.2004	4.120,71	105,65	-1,87%	-2,10%
31.3.2004	4.375,67	115,51	6,19%	9,33%
30.4.2004	4.667,63	120,26	6,67%	4,11%
31.5.2004	4.415,02	124,18	-5,41%	3,26%
30.6.2004	4.446,86	127,53	0,72%	2,70%
30.7.2004	4.666,73	130,29	4,94%	2,16%
31.8.2004	4.796,55	132,64	2,78%	1,80%
30.9.2004	4.838,82	153,52	0,88%	15,74%
29.10.2004	4.822,53	154,25	-0,34%	0,48%
30.11.2004	4.841,30	152,86	0,39%	-0,90%
30.12.2004	4.904,48	156,04	1,31%	2,08%
31.1.2005	5.128,56	166,84	4,57%	6,92%
28.2.2005	5.005,88	166,42	-2,39%	-0,25%
31.3.2005	4.858,45	171,03	-2,95%	2,77%
29.4.2005	4.734,72	166,46	-2,55%	-2,67%
31.5.2005	4.627,39	162,76	-2,27%	-2,22%
30.6.2005	4.396,80	150,89	-4,98%	-7,29%
29.7.2005	4.548,44	151,1	3,45%	0,14%
31.8.2005	4.549,32	147,36	0,02%	-2,48%
30.9.2005	4.490,19	142,65	-1,30%	-3,20%
28.10.2005	4.515,85	142,55	0,57%	-0,07%
30.11.2005	4.626,60	142,75	2,45%	0,14%
30.12.2005	4.630,10	151,34	0,08%	6,02%
31.1.2006	4.637,03	147,69	0,15%	-2,41%
28.2.2006	4.549,71	147,25	-1,88%	-0,30%
31.3.2006	4.438,97	146,57	-2,43%	-0,46%
28.4.2006	4.919,59	150,04	10,83%	2,37%
31.5.2006	5.019,27	156,02	2,03%	3,99%
30.6.2006	5.092,89	160,49	1,47%	2,87%
31.7.2006	5.291,80	162,76	3,91%	1,41%
31.8.2006	5.450,85	166,94	3,01%	2,57%
29.9.2006	5.603,19	175,74	2,79%	5,27%

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

Datum	Tečaj v EUR		Mesečna donosnost	
	SBI 20	Merkur	SBI20	Merkur
30.10.2006	5.947,18	175,44	6,14%	-0,17%
30.11.2006	6.067,25	173,19	2,02%	-1,28%
27.12.2006	6.382,92	205,63	5,20%	18,73%
31.1.2007	7.258,09	232,54	13,71%	13,09%
28.2.2007	7.077,89	223,94	-2,48%	-3,70%
30.3.2007	7.691,44	245,28	8,67%	9,53%
30.4.2007	8.734,54	284,09	13,56%	15,82%
31.5.2007	9.403,88	316,15	7,66%	11,29%
29.6.2007	10.561,34	371,86	12,31%	17,62%
31.7.2007	11.441,02	381,18	8,33%	2,51%
31.8.2007	12.242,01	425,2	7,00%	11,55%
28.9.2007	12.092,39	408,21	-1,22%	-4,00%
30.10.2007	11.669,60	397,26	-3,50%	-2,68%

Vir: Arhiv podatkov (podatki o donosnosti indeksa SBI20 in delnice Merkurja, d.d.), 2008.

Priloga 3: Izračun tržne vrednosti dolga

VREDNOST BANČNIH POSOJIL DNE 30.9.2007 (v evrih)	
	30.9.2007
Dolgoročno prejeta bančna posojila	100.048.212,00
Kratkoročno prejeta bančna posojila	237.104.627,00
SKUPAJ	337.152.839,00

Viri: Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar–september 2007, 2007, str., 41–43.

Izračun povprečne zapadlosti bančnih posojil konec leta 2006		
Prejeta bančna posojila (v tisoč SIT)	31.12.2006	
Dolgoročno prejeta posojila	22.004.739	Povprečna zapadlost konec leta 2006
· Zapadlost od 1 do 2 let	15.680.889	1,5
· Zapadlost od 2 do 5 let	5.862.065	3,5
· Zapadlost nad 5 let*	461.785	10
Kratkoročno prejeta posojila (zapadlost od 0 do 1 leto)	51.612.206	0,5
Posojila skupaj	73.616.945	
*- kot zgornjo mejo sem upoštevala dobo 15 let		
Tehtano povprečje zapadlosti konec leta 2006	1,01	

Vira: Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, 2007, str. 46, 48; Lastni izračuni.

Izračun odhodkov za obresti za leto 2007 (v evrih)	
Odhodki za obresti za obdobje januar-september 2007	13.175.393,00
Z ekstrapolacijo dobljeni odhodki za obresti za leto 2007	17.567.190,67

Vira: Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar–september 2007, 2007, str. 44; Lastni izračuni.

Izračun tržne vrednosti dolga na dan 30.10.2007	
Kupon = Odhodki za obresti za leto 2007 (v evrih)	17.567.190,67
Dospelost = Tehtano povprečje zapadlosti konec leta 2006	1,01
Nominalna vrednost obveznice = Knjigovodska vrednost bančnih posojil dne 30.9.2007 (v evrih)	337.152.839,00
Obrestna mera	0,06
Tržna vrednost dolga (v evrih)	334.417.643,31

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 4: Izračun netvegane stopnje donosa

Podatki o obveznici RS62	
Valuta	EVRO
Tržna vrednost lota	40,29
Obrestna mera	3,5%
Ex-kupon	17.03.09
Placilo kuponov	
Datum dospelja	23.3.2017
Ročnost (v letih)	11
Možnost predčasnega odpoklica	ne
Izračun obresti	Linearni

Vir: Podatki o državni obveznici RS26, 2008.

Amortizacijski načrt za obveznico RS62 (v evrih)

Št. izplačila	Datum dospelosti	Glavnica	Izplačilo obresti	Vrednost izplačila
0	23.1.2006	41,73	0,00	0,00
1	23.3.2007	41,73	1,70	1,70
2	23.3.2008	41,73	1,46	1,46
3	23.3.2009	41,73	1,46	1,46
4	23.3.2010	41,73	1,46	1,46
5	23.3.2011	41,73	1,46	1,46
6	23.3.2012	41,73	1,46	1,46
7	23.3.2013	41,73	1,46	1,46
8	23.3.2014	41,73	1,46	1,46
9	23.3.2015	41,73	1,46	1,46
10	23.3.2016	41,73	1,46	1,46
11	23.3.2017	0,00	1,46	43,19

Vir: Podatki o državni obveznici RS26, 2008.

Izračun donosnosti do dospelja za obveznico RS62 na dan 28.9.2007:

Obdobje	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Pritoki/Odtoki	-90,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	103,5
Donosnost do dospelja	4,7268%										

Opomba: Izračun je narejen z uporabo enotnih tečajev izraženih v % nominalne vrednosti obveznice in zato tudi z uporabo kuponske obrestne mere.

Vira: Podatki o državni obveznici RS26, 2008, Lastni izračuni

Priloga 5: Določitev obrestne mere za najetje kredita za podjetje Merkur, d.d. po javnodostopnih kriterijih

Po pregledu pogojev za najem kredita pri večjih bankah (NLB, Raiffeisen Bank), ki delujejo v Sloveniji, sem ugotovila, da jih večina obrestno mero za kredit izračunava na podlagi EURIBOR-ja. Ker je bilo tehtano povprečje zapadlosti bančnih kreditov v Merkurju konec leta 2006 enako nekaj več kot 1 leto, sem se odločila, da bom za strošek dolga uporabila trimesečni EURIBOR (tako delajo tudi v zgoraj omenjenih bankah) za obdobje 1 do 3 let. V tem primeru znaša pribitek na EURIBOR nekje med 2,25 in 5,6 odstotne točke (Sklep o obrestnih merah na področju poslovanja s podjetji z veljavnostjo od 1.1. 2008, 2008; Izvleček iz cenika NLB, 2008), odvisno od bonitete podjetja in njegovih pogajalskih sposobnosti. Čeprav oba vira navajata obrestne mere in pribitke v letu 2008, sem predpostavila, da se le-ti v primerjavi s preteklimi leti niso dosti spremenili.

Pribitki na trimesečni EURIBOR za 1- do 3-letne kredite podjetjem

Banka	Kredit 1–3 let (za boniteto A)	Boniteta						
		A-	B1	B2	B3	B-	C	D
Raiffeisen Bank	EURIBOR + 2,25	0,3	0,5	0,75	1,1	1,8	2,6	3,5
	SKUPAJ EURIBOR +	2,55	2,75	3	3,35	4,05	4,85	5,75
	Kredit 1–3 let (za boniteto A)							
NLB	EURIBOR + 2,35 - 5,60							

Vira: Sklep o obrestnih merah na področju poslovanja s podjetji z veljavnostjo od 1.1. 2008, 2008; Izvleček iz cenika NLB, 2008.

Trimesečni EURIBOR je na dan 28.9.2007 (pred objavo prevzemne namere) znašal 4,792% (Vrednost referenčne obrestne mere EURIBOR, 2008). Glede na to, da je po podatkih GVIN-a podjetje Merkur včasih plačilno nedisciplinirano, sem predpostavila, da mu banke ne bi dale najbolj ugodne obrestne mere, temveč oceno nekje okrog B1 (gledano merila banke Raiffeisen Bank), kar bi pomenilo 2,75 odstotne točke pribitka na EURIBOR. Strošek dolga pred davki za Merkur na dan 28.9.2007 bi tako moral znašati 7,542 % .

$$\text{Strošek dolga pred davki} = \text{EURIBOR}_{28.9.2007} + 3\% = 4,792\% + 2,75\% = 7,542\%$$

Priloga 6: Napoved neto CAPEX-a Skupine Merkur za obdobje 2008–2012

Napoved naložb v osnovna sredstva v obdobju 2008–2012 (v evrih)	
Hrvaška	145.000.000
Srbija	112.000.000
Bosna	72.000.000
Skupaj	329.000.000
Na leto (5 let)	65.800.000

Vir: Vizija in načrti strateškega razvoja Skupine Merkur 2007–2012, 2007, str. 2–6.

Amortizacija – pretekli podatki (v tisoč SIT)

Leto	2004	2005	2006	2007*
Amortizacija nepremičnin, naprav in opreme	2.350.878	2.394.086	2.642.701	2.689.033
Amortizacija neopredmetenih sredstev	128.016	149.943	179.677	165.664
Amortizacija skupaj	2.478.894	2.544.029	2.822.378	2.854.697

Legenda: *- Amortizacija je bila ugotovljena z ekstrapolacijo podatka o amortizaciji za obdobje januar–september 2007 (spodnja tabela).

Viri: Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2005, str. 113; Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, str. 6.

Pretvorba podatkov iz evrov v tolarje

Obdobje januar–september 2007	v evrih	v tisoč SIT
Amortizacija nepremičnin, naprav in opreme	8.415.853	2.016.775,01
Amortizacija neopredmetenih sredstev	518.477	124.247,83

Legenda :*- Pretvorba EUR v SIT po tečaju 239,64 SIT/EUR.

Vir: Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar–september 2007, str. 31

Vrednost amortizirljivih sredstev – pretekli podatki (v tisoč SIT)

Leto	2004	2005	2006	2007 sept.*
Nepremečnine, naprave in oprema	42.707.392	44.480.021	51.200.125	56.919.546
Neopredmetena sredstva	624.642	575.793	1.899.338	648.617
SKUPAJ	43.332.034	45.055.814	53.099.463	57.568.163

Legenda: * - Pretvorba podatka iz evrov v tolarje (glej tabelo Pretvorba podatkov iz evrov v tolarje na naslednji strani)

Vira: Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2005, 2006, str. 111; Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, 2007, str. 4.

Pretvorba podatkov iz evrov v tolarje

	2007 sept (v evrih)	2007 sept.(v tisoč SIT)
Nepremečnine, naprave in oprema	237.521.056	56.919.546
Neopredmetena sredstva	2.706.630	648.617

Vir: Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar-september 2007, 2007, str. 28.

Razmerje med amortizacijo in vrednostjo amortizirljivih sredstev – pretekli podatki

Leto	2004	2005	2006	2007 *	Povprečje
Amortizacija skupaj/vrednost amortizirljivih sredstev skupaj	0,0572	0,0565	0,0532	0,0496	0,0544

Legenda: * - Za amortizacijo sem uporabila podatek, dobljen z ekstrapolacijo, za vrednost amortizirljivih sredstev pa sem predpostavila, da je vrednost septembra 2007 enaka vrednosti konec leta 2007 (glej tabelo Amortizacija – pretekli podatki (v tisoč SIT) in Vrednost amortizirljivih sredstev – pretekli podatki (v tisoč SIT), obe na prejšnji strani).

Vir: Lastni izračuni.

Napoved vrednosti osnovnih sredstev za obdobje 2008–2012 (v tisoč evrih)

Leto	2007 sept.*	2008	2009	2010	2011	2012
Nepremičnine, naprave in oprema	237.521					
Neopredmetena sredstva	2.707					
Skupaj**	240.228	306.028	371.828	437.628	503.428	569.228

Legenda: * - Podatek dobljen po tečaju 239,64 SIT/EUR.

** - Vrednosti prejšnjega leta so prištete napovedane naložbe v osnovna sredstva (65,8 mio EUR).

Vir: Lastni izračuni

Napoved amortizacije za obdobje 2008–2012 (v tisoč evrih)

Leto	2008	2009	2010	2011	2012
Amortizacija*	16.653,928	20.234,742	23.815,557	27.396,372	30.977,186

Legenda: * - Zmnožek napovedi vrednosti osnovnih sredstev in povprečnega razmerja med amortizacijo in vrednostjo amortizirljivih sredstev v preteklosti (5,44 %).

Vir: Lastni izračuni.

Izračun neto naložb v osnovna sredstva (neto CAPEX) (v tisoč evrih)

	2008	2009	2010	2011	2012
CAPEX	65.800.000	65.800.000	65.800.000	65.800.000	65.800.000
Amortizacija	16.653,928	20.234,742	23.815,557	27.396,372	30.977,186
Neto CAPEX	49.146,072	45.565,258	41.984,443	38.403,628	34.822,814

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 7: Napoved sprememb nedenarnega obratnega kapitala Skupine Merkur v obdobju 2008–2012

LETO 2002	v tisoč SIT	v tisoč SIT
	31. 12. 2002	31. 12. 2001
Kratkoročna sredstva	59.419.485	53.472.147
Kratkoročne obveznosti	69.674.857	62.462.836
Obratni kapital	-10.255.372	-8.990.689
Denar	864.614	825.702
Investicije v vrednostne papirje	3.843.383	3.289.506
Kratkoročni dolg, za katerega podjetje plačuje obresti	38.887.618	36.170.760
Nedenarni obratni kapital	23.924.249	23.064.863
Povprečje	23.494.556	
Čisti prihodki od prodaje	124.391.227	
Delež nedenarnega obratnega kapitala v prihodkih	18,89 %	

Vir: Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2002, 2003, str. 40–41, 73.

LETO 2003	v tisoč SIT	v tisoč SIT
	31. 12. 2003	31. 12. 2002
Kratkoročna sredstva	67.111.845	59.419.485
Kratkoročne obveznosti	65.658.782	69.674.857
Obratni kapital	1.453.063	-10.255.372
Denar	1.270.934	864.614
Investicije v vrednostne papirje	6.273.961	3.843.383
Kratkoročni dolg, za katerega podjetje plačuje obresti	32.809.802	39.904.609
Nedenarni obratni kapital	26.717.970	24.941.240
Povprečje	25.829.605	
Čisti prihodki od prodaje	142.563.740	
Delež nedenarnega obratnega kapitala v prihodkih	18,12 %	

Vir: Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2003, 2004, str. 52–53.

LETO 2004	v tisoč SIT	v tisoč SIT
	31. 12. 2004	31. 12. 2003
Kratkoročna sredstva	82.586.531	67.111.845
Kratkoročne obveznosti	79.134.574	65.658.782
Obratni kapital	3.451.957	1.453.063
Denar	1.452.384	1.270.934
Investicije v vrednostne papirje	6.449.694	6.273.961
Kratkoročni dolg, za katerega podjetje plačuje obresti	42.307.135	32.809.802
Nedenarni obratni kapital	37.857.014	26.717.970
Povprečje	32.287.492	
Čisti prihodki od prodaje	178.743.080	
Delež nedenarnega obratnega kapitala v prihodkih	18,06 %	

Vir: Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2004, 2005, str. 56–57.

LETO 2005	v tisoč SIT	v tisoč SIT
	31. 12. 2005	31. 12. 2004
Kratkoročna sredstva	83.687.165	82.499.996
Kratkoročne obveznosti	85.437.027	81.034.800
Obratni capital	-1.749.862	1.465.196
Denar	2.696.958	1.452.384
Investicije v vrednostne papirje	0	0
Kratkoročni dolg, za katerega podjetje plačuje obresti	37.709.443	42.326.381
Nedenarni obratni kapital	33.262.623	42.339.193
Povprečje	37.800.908	
Čisti prihodki od prodaje	187.824.468	
Delež nedenarnega obratnega kapitala v prihodkih	20,13 %	

Vir: Letno poročilo družbe Merkur d.d. in konsolidirano letno poročilo Skupine Merkur za leto 2005, 2006, str. 111–112.

LETO 2006	v tisoč SIT	v tisoč SIT
	31. 12. 2006	31. 12. 2005
Kratkoročna sredstva	113.161.628	83.687.165
Kratkoročne obveznosti	108.156.204	85.437.027
Obratni capital	5.005.424	-1.749.862
Denar	2.591.221	2.696.958
Investicije v vrednostne papirje	0	0
Kratkoročni dolg, za katerega podjetje plačuje obresti	52.292.944	37.709.443
Nedenarni obratni kapital	54.707.147	33.262.623
Povprečje	43.984.885	
Čisti prihodki od prodaje	239.407.387	
Delež nedenarnega obratnega kapitala v prihodkih	18,37 %	

Vir: Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, 2007, str. 4–5.

LETO 2007	v EUR	v EUR
	30. 9. 2007	1.1.2007
Kratkoročna sredstva	526.306.578	472.215.106
Kratkoročne obveznosti	502.857.874	451.327.842
Obratni capital	23.448.704	20.887.264
Denar	6.644.731	10.812.974
Investicije v vrednostne papirje	0	0
Kratkoročni dolg, za katerega podjetje plačuje obresti	250.513.286	218.214.589
Nedenarni obratni kapital	267.317.259	228.288.879
Povprečje	247.803.069	
Čisti prihodki od prodaje	848.519.362	
Prihodki z ekstrapolacijo za 2007	1.131.359.149	
Delež nedenarnega obratnega kapitala v prihodkih	21,90 %	

Vir: Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar–september 2007, 2007, str. 28–30.

POVPREČNI DELEŽ OBRATNEGA KAPITALA V PRIHODKIH IZ POSLOVANJA						
Leto	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Delež nadenarnega obratnega kapitala v poslovnih prihodkih	18,89 %	18,12 %	18,06 %	20,13 %	18,37 %	21,90 %
Povprečje	19,2450 %					

Vir: Lastni izračuni.

***Napoved sprememb nadenarnega obratnega kapitala za obdobje 2008–2012
(v tisoč EUR)***

Leto	2006	30.9.2007	2007*	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	999.029,323	848.519,362	1.131.359,149	1.301.063,022	1.496.222,475	1.720.655,846	1.978.754,223	2.275.567,357
Nedenarni obratni kapital**	192.263,193	163.297,551	217.730,068	250.389,579	287.948,015	331.140,218	380.811,250	437.932,938
Sprememba nadenarnega obratnega kapitala			25.466,875	32.659,510	37.558,437	43.192,202	49.671,033	57.121,688

Legenda: * -Podatek je dobljen z ekstrapolacijo podatka z dne 30.9.2007.

** - Pri izračunu sem uporabila povprečni delež nadenarnega obratnega kapitala v prihodkih od prodaje, ki sem ga izračunala v tabeli zgoraj.

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 8: Napoved prostih denarnih tokov Skupine Merkur (v tisoč evrih) za obdobje 2008–2012

Napoved prostih denarnih tokov (v tisoč evrih) za obdobje 2008–2012								
				Napoved				
Leto	2006	30.9.2007	2007*	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	999.029,323	848.519,362	1.131.359,149	1.301.063,022	1.496.222,475	1.720.655,846	1.978.754,223	2.275.567,357
Nabavna vrednost prodanih količin blaga in proizvodjalni stroški	-815.726,365	-703.794,680	-938.392,907	-1.079.151,843	-1.241.024,619	-1.427.178,312	-1.641.255,059	-1.887.443,318
Kosmati poslovni izid od prodaje	183.302,959	144.724,682	192.966,243	221.911,179	255.197,856	293.477,534	337.499,164	388.124,039
Drugi poslovni prihodki **	22.654,465	3.423,066	4.564,088	5.020,497	5.522,546	6.074,801	6.682,281	7.350,509
Stroški prodajanja	-121.041,375	-96.541,273	-128.721,697	-148.029,952	-170.234,445	-195.769,611	-225.135,053	-258.905,311
Stroški splošnih dejavnosti	-38.034,573	-31.248,116	-41.664,155	-47.913,778	-55.100,845	-63.365,971	-72.870,867	-83.801,497
Drugi poslovni odhodki	-10.116,078	-3.462,155	-4.616,207	-5.077,827	-5.585,610	-6.144,171	-6.758,588	-7.434,447
EBIT	36.765,398	16.896,204	22.528,272	25.910,119	29.799,503	34.272,582	39.416,937	45.333,293
EBIT(1-t)				20.728,095	23.839,602	27.418,065	31.533,550	36.266,635
Reinvestiranje				-81.805,583	-83.123,694	-85.176,645	-88.074,661	-91.944,501
- Neto CAPEX				-49.146,072	-45.565,258	-41.984,443	-38.403,628	-34.822,814
- Sprememba nedenarnega obratnega kapitala				-32.659,510	-37.558,437	-43.192,202	-49.671,033	-57.121,688
Prosti denarni tok				-61.077,488	-59.284,092	-57.758,580	-56.541,111	-55.677,866

Legenda: *- Podatek je dobljen z ekstrapolacijo podatka iz dne 30.9.2007.

** - V letu 2006 so drugi poslovni prihodki tako veliki zaradi odprave slabega imena in dobička od prodaje naložbenih nepremičnin (enkratno dejanje).

Vir: Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, 2007, str. 5; Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar–september 2007, 2007, str. 30; Lastni izračuni.

Predpostavke, upoštevane pri zgornjem izračunu:

Mejna davčna stopnja	20 %
Stopnja rasti prodaje in stroškov	15 %
Stopnja rasti drugih prihodkov in odhodkov	10 %
Delež nadenarnega obratnega kapitala v prihodkih	19,25 %

Priloga 9: Izračun preostale vrednosti

Napoved prostih denarnih tokov za leto 2013 (v tisoč evrih)

	Napoved 2013
Prihodki od prodaje	2.616.902,460
Nabavna vrednost prodanih količin blaga in proizvodjalni stroški	-2.170.559,815
Kosmati poslovni izid od prodaje	446.342,645
Drugi poslovni prihodki	8.085,560
Stroški prodajanja	-297.741,108
Stroški splošnih dejavnosti	-96.371,721
Drugi poslovni odhodki	-8.177,892
EBIT	52.137,484
EBIT(1-t)	41.709,987
Prosti denarni tok*	41.709,987

Legenda: * - Predpostavka: reinvestiranje je enako amortizaciji, zato je prosti denarni tok enak EBIT-u po davkih.

Vir: Lastni izračuni.

Preostala vrednost

Predpostavke

WACC	10,76 %
Dolgoročna rast	5 %

$$\text{Preostala vrednost} = \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} = \frac{41.709.987}{10,76\% - 5\%} = 723.679.427$$

$$\text{Sedanja vrednost preostale vrednosti} = \frac{\text{preostala vrednost}}{(1 + WACC)^6} = \frac{723.679.427}{(1 + 0,1076)^6} = 391.889.702$$

Priloga 10: Izračun vrednosti Skupine Merkur

IZRAČUN VREDNOSTI SKUPINE MERKUR (v tisoč evrih)									
				Napoved					
Leto	2006	30.9.2007	2007*	2008	2009	2010	2011	2012	Preostala vrednost
Prihodki od prodaje	999.029,323	848.519,362	1.131.359,149	1.301.063,022	1.496.222,475	1.720.655,846	1.978.754,223	2.275.567,357	2.616.902,460
Nabavna vrednost prodanih količin blaga in proizvodjalni stroški	-815.726,365	-703.794,680	-938.392,907	-1.079.151,843	-1.241.024,619	-1.427.178,312	-1.641.255,059	-1.887.443,318	2.170.559,815
Kosmati poslovni izid od prodaje	183.302,959	144.724,682	192.966,243	221.911,179	255.197,856	293.477,534	337.499,164	388.124,039	446.342,645
Drugi poslovni prihodki **	22.654,465	3.423,066	4.564,088	5.020,497	5.522,546	6.074,801	6.682,281	7.350,509	8.085,560
Stroški prodajanja	-121.041,375	-96.541,273	-128.721,697	-148.029,952	-170.234,445	-195.769,611	-225.135,053	-258.905,311	-297.741,108
Stroški splošnih dejavnosti	-38.034,573	-31.248,116	-41.664,155	-47.913,778	-55.100,845	-63.365,971	-72.870,867	-83.801,497	-96.371,721
Drugi poslovni odhodki	-10.116,078	-3.462,155	-4.616,207	-5.077,827	-5.585,610	-6.144,171	-6.758,588	-7.434,447	-8.177,892
EBIT	36.765,398	16.896,204	22.528,272	25.910,119	29.799,503	34.272,582	39.416,937	45.333,293	52.137,484
EBIT(1-t)	29.412,318	13.516,963	18.022,618	20.728,095	23.839,602	27.418,065	31.533,550	36.266,635	41.709,987
Prosti denarni tok				20.728,095	23.839,602	27.418,065	31.533,550	36.266,635	41.709,987
Preostala vrednost									723.679,427
Sedanja vrednost				18.713,815	19.431,435	20.176,490	20.950,028	21.753,140	391.889,702
Vrednost podjetja	492.914,610								

Legenda: *-Podatki so dobljeni z ekstrapolacijo podatkoviz dne 30.9.2007.

** - V letu 2006 so drugi poslovni prihodki tako veliki zaradi odprave slabega imena in dobička od prodaje naložbenih nepremičnin (enkratno dejanje).

Viri: Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, 2007, str. 5; Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar-september 2007, 2007, str. 30; Lastni izračuni.

Izračun vrednosti 1 delnice Merkurja

Vrednost podjetja	492.914,610
Število delnic	1.312.585,00
Vrednost 1 delnice	375,5297

Vir: Lastni izračuni.

Zgoraj uporabljene predpostavke:

Mejna davčna stopnja	20 %
Stopnja rasti prodaje in stroškov	15 %
Stopnja rasti drugih prihodkov in odhodkov	10 %
WACC	10,76 %
Dolgoročna rast	5 %

Priloga 11: Napoved finančnih odhodkov Skupine Merkur za obdobje 2008–2012 (v tisoč evrih)

Leto	2008	2009	2010	2011	2012
Napovedani prosti denarni tok	-61.077,49	-59.284,09	-57.758,58	-56.541,11	-55.677,87
Finančni odhodki	3.664,649	3.557,046	3.465,515	3.392,467	3.340,672
Finančni odhodki za prejšnje leto	18.500,152	22.164,801	25.721,847	29.187,362	32.579,828
Finančni odhodki skupaj	22.164,801	25.721,847	29.187,362	32.579,828	35.920,500
Obrestna mera	6 %				

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 12: Napoved dobička Skupine Merkur za obdobje 2008–2012

Predpostavke

Mejna davčna stopnja	20 %
Stopnja rasti prodaje in stroškov	15 %
Stopnja rasti drugih prihodkov in odhodkov	10 %

NAPOVED DOBIČKA ZA OBDOBJE 2008 – 2012 (v tisoč evrih)								
				Napoved				
Leto	2006	30.9.2007	2007*	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	999.029,323	848.519,362	1.131.359,149	1.301.063,022	1.496.222,475	1.720.655,846	1.978.754,223	2.275.567,357
Nabavna vrednost prodanih količin blaga in proizvodjalni stroški	-815.726,365	-703.794,680	-938.392,907	-1.079.151,843	-1.241.024,619	-1.427.178,312	-1.641.255,059	-1.887.443,318
Kosmati poslovni izid od prodaje	183.302,959	144.724,682	192.966,243	221.911,179	255.197,856	293.477,534	337.499,164	388.124,039
Drugi poslovni prihodki *	22.654,465	3.423,066	4.564,088	5.020,497	5.522,546	6.074,801	6.682,281	7.350,509
Stroški prodajanja	-121.041,375	-96.541,273	-128.721,697	-148.029,952	-170.234,445	-195.769,611	-225.135,053	-258.905,311
Stroški splošnih dejavnosti	-38.034,573	-31.248,116	-41.664,155	-47.913,778	-55.100,845	-63.365,971	-72.870,867	-83.801,497
Drugi poslovni odhodki	-10.116,078	-3.462,155	-4.616,207	-5.077,827	-5.585,610	-6.144,171	-6.758,588	-7.434,447
EBIT	36.765,398	16.896,204	22.528,272	25.910,119	29.799,503	34.272,582	39.416,937	45.333,293
Finančni prihodki	17.237,807	13.063,872	17.418,496	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finančni odhodki	-28.546,148	-13.875,114	-18.500,152	-22.164,801	-25.721,847	-29.187,362	-32.579,828	-35.920,500
Neto finančni prihodki/odhodki	-11.308,342	-811,242	-1.081,656	-22.164,801	-25.721,847	-29.187,362	-32.579,828	-35.920,500
Poslovni izid pred obdavčitvijo	25.457,056	16.084,962	21.446,616	3.745,317	4.077,656	5.085,220	6.837,109	9.412,793
Davek iz dobička	-3.839,939	-3.415,360	-4.553,813	-749,063	-815,531	-1.017,044	-1.367,422	-1.882,559
Čisti poslovni izid	21.617,117	12.669,602	16.892,803	2.996,254	3.262,125	4.068,176	5.469,687	7.530,235

Legenda: * - Podatek dobljen z ekstrapolacijo podatka z dne 30.9.2007.

** - V letu 2006 so drugi poslovni prihodki tako veliki zaradi odprave slabega imena in dobička od prodaje naložbenih nepremičnin (enkratno dejanje).

Viri: Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, 2007, str. 5; Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar – september 2007, 2007, str. 30; Lastni izračuni.

Priloga 13: Napoved finančnih prihodkov za podjetje Merfin za obdobje 2008–2013

Rast dobička

	2006	2007*	2008	2009	2010	2011	2012
Dobiček po davkih (v tisoč evrih)	21.617,12	16.892,8	2.996,254	3.262,125	4.068,176	5.469,687	7.530,235
Rast dobička		78,15	17,74	108,87	124,71	134,45	137,67

Legenda: * - Dobiček za leto 2007 temelji na ekstrapolaciji podatka o dobičku za obdobje januar 2007–september 2007.

Viri: Lastni izračuni; Konsolidirano računovodsko poročilo Skupine Merkur za poslovno leto 2006, 2007, str. 5; Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar–september 2007, 2007, str. 30.

Izračun bruto dividend na delnico glede na rast dobička

			Napoved					
Glede na dobiček za leto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Datum izplačila	9.8.2006	5.9.2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dividenda/delnico (v evrih/delnico)	3,13	3,50	2,74	0,49	0,53	0,66	0,89	1,22

Viri: Lastni izračuni;; Poslovno poročilo 2006, 2007, str. 29.

Napoved vrednosti finančnih prihodkov od dividend družbe Merkur za družbo Merfin:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dividenda/delnico (v evrih)	2,74	0,49	0,53	0,66	0,89	1,22
Finančni prihodki iz dividend za Merfin (v evrih)	2.303.823	408.626	444.885	554.813	745.950	1.026.966
Število Merkurjevih delnic v lasti Merfina	842.320					

Vir: Lastni izračuni.

Napoved vrednosti celotnih finančnih prihodkov podjetja Merfin za obdobje 2008–2013 (v evrih)

	2007	2007*	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finančni prihodki od Merkurjevih dividend			2.303.823	408.626	444.885	554.814	745.950	1.026.966
Finančni prihodki od finančnih naložb Merkurja	13.063.872**	17.418.496	18.289.421	19.203.892	20.164.086	21.172.291	22.230.905	23.342.451
SKUPAJ			20.593.244	19.612.518	20.608.972	21.727.104	22.976.856	24.369.416

Legenda: * - Podatek Finančni prihodki od finančnih naložb Merkurja so izračunano z ekstrapolacijo podatka o finančnih prihodkih Merkurja v obdobju januar 2007–september 2007.

** - Podatek za obdobje jan 200 –september 2007.

Viri: Lastni izračuni; Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Merkur in družbe Merkur, d.d. za obdobje januar–september 2007, 2007, str. 30.

Priloga 14: Napoved poslovnega izida podjetja Merfin v obdobju 2008-2013

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA								
			Napoved					
Postavka (v evrih)	mar–sept 2007	2007*	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Prihodki iz poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0
Stroški materiala	-21	-42	-44	-46	-49	-51	-54	-56
Stroški storitev	-176.309	-352.618	-370.249	-388.761	-408.199	-428.609	-450.040	-472.542
Povračila stroškov zaposlencem v zvezi z delom	-282	-564	-592	-622	-653	-686	-720	-756
Poslovni izid poslovanja	-176.612	-353.224	-370.885	-389.429	-408.901	-429.346	-450.813	-473.354
Finančni prihodki	1.249.235	2.498.470	20.593.244	19.612.518	20.608.972	21.727.104	22.976.856	24.369.416
Finančni odhodki	-786.117	-1.572.234	-21.000.000	-21.000.000	-21.000.000	-21.000.000	-21.000.000	-21.000.000
Neto finančni prihodki/odhodki	463.118	926.236	-406.756	-1.387.482	-391.028	727.104	1.976.856	3.369.416
Poslovni izid pred obdavčitvijo	286.506	573.012	-777.642	-1.776.912	-799.929	297.758	1.526.042	2.896.062
Predpostavljena predvidena rast stroškov	5%							

Legenda: * - Podatek je izračunan z ekstrapolacijo podatkov za obdobje marec 2007–september 2007.

Viri: Lastni izračuni; Prevezemna ponudba in prospekt za prevzem družbe Merkur, d.d., 2007, str. 34.