

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**MATJAŽ MALETIČ**







**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**SPREMLJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA  
SKUPINE ISTRABENZ Z MODELOM  
EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI**

Ljubljana, avgust 2007

**MATJAŽ MALETIČ**

Študent Matjaž Maletič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Urške Kosi, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

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

Podpis:

# KAZALO VSEBINE

<b>1. Uvod</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Cilj poslovanja podjetja</b> .....	<b>2</b>
<b>3. Izračun vrednosti navadne delnice s pomočjo načela sedanje vrednosti</b> .....	<b>4</b>
<b>4. Uspešnost in modeli merjenja uspešnosti poslovanja podjetja</b> .....	<b>5</b>
<b>5. Ekonomska dodana vrednost</b> .....	<b>7</b>
<i>5.1. Tehtano povprečje stroškov kapitala</i> .....	<i>9</i>
<i>5.1.1. Strošek dolga</i> .....	<i>10</i>
<i>5.1.2. Strošek prednostnih delnic</i> .....	<i>11</i>
<i>5.1.3. Strošek navadnega kapitala</i> .....	<i>11</i>
<i>5.2. Poslovno investiran kapital in prilagoditve računovodskih podatkov</i> .....	<i>16</i>
<b>6. Prednosti in slabosti modela EVA<sup>®</sup></b> .....	<b>24</b>
<b>7. Predstavitev in poslovanje Skupine Istrabenz</b> .....	<b>25</b>
<b>8. Spremljanje uspešnosti Skupine Istrabenz z modelom EVA<sup>®</sup></b> .....	<b>29</b>
<i>8.1. Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala</i> .....	<i>29</i>
<i>8.2. Izračun donosnosti na poslovno investiran kapital (ROIC)</i> .....	<i>32</i>
<i>8.3. Izračun ekonomske dodane vrednosti – EVA<sup>®</sup></i> .....	<i>34</i>
<b>9. Zaključek</b> .....	<b>40</b>
<b>Literatura</b> .....	<b>42</b>
<b>Viri</b> .....	<b>43</b>
<b>Priloge</b>	

# KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Primarne interesne skupine (narava interesa in moči) .....</i>	<i>2</i>
<i>Tabela 2: Vpliv računovodskih prilagoditev na poslovno investiran kapital .....</i>	<i>17</i>
<i>Tabela 3: Prednosti in slabosti modela EVA<sup>®</sup> .....</i>	<i>24</i>
<i>Tabela 4: Rezultati poslovanja za Skupino v letu 2005 in 2006 ter primerjava po obsegu.....</i>	<i>27</i>
<i>Tabela 5: WACC, delež v prihodkih in ponderirane točke posamezne dejavnosti in SPP .....</i>	<i>31</i>
<i>Tabela 6: NOPAT za obdobje 2003-2006.....</i>	<i>33</i>
<i>Tabela 7: Upoštevane postavke pri izračunu poslovno investiranega kapitala za obdobje 2002-2006.....</i>	<i>33</i>
<i>Tabela 8: NOPAT, IC, ROIC in (podjetju) prilagojena EVA<sup>®</sup> za Skupino Istrabenz za obdobje 2003-2006 .....</i>	<i>34</i>
<i>Tabela 9: Kapital, sredstva, EBIT, ROE (EBIT / (povprečni kapital)), ROA (EBIT / (povprečna sredstva)) ter tako izračunana EVA<sup>®</sup> za obdobje 2003-2006 .....</i>	<i>35</i>
<i>Tabela 10: Prilagoditve NOPAT in poslovno investiranega kapitala, če obravnavamo Skupino kot finančni holding .....</i>	<i>36</i>
<i>Tabela 11: Finančnemu holdingu prilagojena EVA<sup>®</sup> .....</i>	<i>37</i>
<i>Tabela 12: Izračun kazalnika EV/EBITDA .....</i>	<i>38</i>

# KAZALO ENAČB

<i>Enačba 1: Splošna enačba za izračun vrednosti (navadne) delnice.....</i>	<i>4</i>
<i>Enačba 2: Enačba za izračun donosnosti naložbe .....</i>	<i>6</i>
<i>Enačba 3: Enačba za izračun EVA<sup>®</sup> po poslovnem pristopu .....</i>	<i>8</i>
<i>Enačba 4: Enačba za izračun EVA<sup>®</sup> po finančnem pristopu.....</i>	<i>8</i>
<i>Enačba 5: Enačba za izračun WACC .....</i>	<i>9</i>
<i>Enačba 6: Enačba za izračun stroška dolgoročnega dolga po obdavčitvi.....</i>	<i>10</i>



<i>Enačba 7: Enačba za izračun stroška prednostnega kapitala</i> .....	11
<i>Enačba 8: Enačba modela za določanje cen dolgoročnih naložb (CAPM modela)</i> .....	12
<i>Enačba 9: Enačba za izračun zahtevane stopnje donosa tržnega premoženja (<math>r_m</math>)</i> .....	14
<i>Enačba 10: Enačba za izračun koeficienta <math>\beta</math></i> .....	14
<i>Enačba 11: Izračun WACC za posamezno dejavnost na ameriškem trgu</i> .....	30
<i>Enačba 12: Enačba za izračun NOPAT po posameznih letih</i> .....	32
<i>Enačba 13: Enačba za izračun kazalnika EV/EBITDA</i> .....	38

## KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Intervali gibanja koeficientov <math>\beta</math></i> .....	15
<i>Slika 2: Povezava med poslovno investiranim kapitalom in viri financiranja</i> .....	16
<i>Slika 3: Razlika med enakomernim in naraščajočim načinom časovnega amortiziranja z vidika EVA<sup>®</sup></i> .....	21
<i>Slika 4: Razlika med ekonomskim dobičkom in EVA<sup>®</sup></i> .....	23
<i>Slika 5: Struktura prihodkov Skupine po posameznih divizijah</i> .....	28
<i>Slika 6: Prilagojena EVA<sup>®</sup></i> .....	35
<i>Slika 7: Finančnemu holdingu prilagojena EVA<sup>®</sup></i> .....	39



# 1. Uvod

S poslovanjem podjetja razumemo uresničevanje temeljnih poslovnih funkcij skladno s postavljenim predmetom, namenom in cilji poslovanja (Turk, 2002, str. 486). Na vprašanje kako izmeriti uspešnost poslovanja podjetja ni enoznačnega odgovora. Številni ugledni strokovnjaki ponujajo vsak svoj način oziroma model za merjenje te (ne)uspešnosti. Dejstvo je, da je v tržnem gospodarstvu dobiček tisti, ki narekuje smernice in cilj gospodarjenja. Tako je maksimiranje dobička in posledično rentabilnost sredstev temeljni cilj poslovanja podjetja v tržnem gospodarstvu (Rozman, 2000, str. 60).

Sodobna finančna teorija gre tu še korak dlje, ko pravi, da maksimiranje rentabilnosti sredstev za lastnika pomeni maksimiranje vrednosti enote kapitala, v delniški družbi delnice. V diplomskem delu bomo zato predstavili tudi modele za vrednotenje slednje, saj je neupravičeno zahtevati, da maksimiramo nekaj, česar ne znamo izmeriti.

Glavni cilj diplomskega dela bo tako ugotoviti uspešnost poslovanja Skupine Istrabenz z modelom ekonomske dodane vrednosti, z namenom, da to spoznanje pripomore k odločitvam, ki bodo vodile k večji uspešnosti poslovanja Skupine. Prav tako je namen diplomskega dela tudi predstaviti model vrednotenja podjetja, ki investitorjem pomaga oceniti ali se je vrednost podjetja v katerega bodo vložili svoje premoženje povečala in posledično odgovoriti na vprašanje: ali je cena, ki jo bodo plačali za svojo naložbo v podjetje sorazmerna vrednosti sredstev, ki jih bodo kupili. Namen torej ni kritizirati oziroma hvaliti ravnateljstva in poslovanja Skupine, pač pa v prihodnosti zagotoviti večjo uspešnost poslovanja in informiranost investitorjev.

Metoda ugotavljanja uspešnosti bo deduktivna in nikakor ne normativna niti pozitivna. Ne poskušamo predpisovati pač pa s korektnim, realnim in strokovnim pristopom k poslovanju Skupine Istrabenz (v nadaljevanju Skupine) ravnateljstvu omogočiti orodje za kvalitetne, dobre in odločitve, ki bodo v skladu z zgoraj postavljenim namenom (Jaklič, 2005, str. 5).

V tem delu je smotrno, da zapišemo pot, po kateri bomo hodili, do tako postavljenega glavnega cilja in namena. Tako si bomo v prvem poglavju pogledali, kaj cilj poslovanja podjetja je, kakšne delitve ciljev poznamo in predvsem kakšen je vpliv interesnih skupin in okolja na doseganje zastavljenih ciljev. Pogledali si bomo katerim ciljem so podjetja v preteklosti sledila ter nekaj modelov za vrednotenje delnic. Nato bomo definirali, kaj je uspešnost poslovanja, kakšno merilo bi potrebovali, da bi jo lahko merili v skladu s maksimiranjem vrednosti enote kapitala (delnice), ter predstavili nekaj modelov za ugotavljanje uspešnosti poslovanja. V nadaljevanju se bomo posvetili izključno ekonomski dodani vrednosti. Navedimo že zdaj, da je bistvo v upoštevanju tehtanega povprečja stroškov kapitala. Nato bomo pogledali, katere vrednosti lahko zavzame, in sistematično od elementa do elementa enačbe (bodisi po poslovnem oziroma finančnem pristopu) pogledali, kaj ta element je, kako ga izmerimo in vsebinsko »sestavili« enačbo za izračun ekonomske dodane vrednosti.

V pogledu v poslovno investiran kapital sledi predstavitev tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) ter njegovih sestavin: strošek dolga (po davkih), strošek prednostnega in navadnega kapitala. Za izračun slednjega bomo uporabili model določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM model). Ob prikazu nekaterih prilagoditev izida iz poslovanja (EBIT) in poslovno investiranega kapitala (IC), diplomsko delo nadaljujemo s prednostmi in slabostmi modela ekonomske dodane vrednosti.

Na koncu sledi poglavje, kjer so pričakovanja najvišja, in sicer bomo preko predstavitve Skupine izračunali ekonomsko dodano vrednost. Prvič tako, da bomo izvedli nekaj (po naši oceni najbolj nujnih) prilagoditev računovodskih podatkov, v naslednjih dveh primerih podatkov ne bomo nič prilagajali, nazadnje pa sledi še izračun, ko Skupino obravnavamo kot finančni holding, kar pomeni, da je izid iz financiranja izid iz osnovne (»poslovne«) dejavnosti podjetja.

## 2. Cilj poslovanja podjetja

Cilj podjetja definiramo kot zeleno stanje (rezultat), ki ga želi združba v prihodnje doseči. Je torej zelen prihodnji rezultat ali izid. Ločevati je potrebno med temeljnimi, okvirnimi (globalnimi) in podrobnimi cilji ter med dolgoročnimi in kratkoročnimi cilji (Rozman, 2000, str. 56-57).

Zainteresirani udeleženci podjetja (interesne skupine, deležniki) so tisti, ki definirajo temeljni cilj podjetja in njemu podrejene. Ločimo dve vrsti interesnih skupin; primarne in sekundarne (Jaklič, 2005, str. 274). Primarne so vse tiste interesne skupine, ki predstavljajo nujne neposredne povezave za izvajanje osnovnega poslanstva podjetja. Primarne interesne skupine predstavljamo v Tabeli 1, v drugem in tretjem stolpcu sta prikazani naravi interesa in moči interesne skupine.

Tabela 1: Primarne interesne skupine (narava interesa in moči)

Interesna skupina (IS)	Narava interesa	Narava moči
LASTNIKI/DELNIČARJI	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ primerne dividende</li> <li>▪ rast vrednosti delnice oziroma podjetja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ volilna pravica</li> <li>▪ nadzor nad poslovanjem podjetja</li> </ul>
ZAPOSLENI	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ stabilna zaposlitev</li> <li>▪ primerno plačilo</li> <li>▪ varno in prijetno delovno okolje</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ pogajalska moč sindikata</li> <li>▪ stavke in druge aktivnosti</li> <li>▪ javno mnenje</li> </ul>
KUPCI	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ zadovoljiv nakup</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ nakup pri konkurentih</li> <li>▪ bojkotiranje (nakupov)</li> </ul>
DOBAVITELJI	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ kontinuirana naročila</li> <li>▪ pravočasna plačila</li> <li>▪ možnost razvoja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ nedobavljanje naročenega</li> <li>▪ dobavljanje konkurentom</li> </ul>
KONKURENTI	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ dobičkonosnost</li> <li>▪ pridobivanje tržnega deleža</li> <li>▪ rast celotne panoge</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ tehnološke inovacije</li> <li>▪ nižje cene</li> </ul>
PRODAJALCI (na debelo in drobno)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ kakovostni proizvodi po primerni ceni in ob pravem času</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ nakupi pri drugih dobaviteljih</li> <li>▪ bojkotiranje podjetij</li> </ul>
POSOJILODAJALCI	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ servisiranje posojil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ odpoklic posojil</li> <li>▪ pravna pot (odvzem lastnine)</li> </ul>

Vir: Jaklič, 2005, str. 274.

Sekundarne interesne skupine so tiste, ki izrazijo interes ali zaskrbljenost zaradi aktivnosti podjetja, ki nastajajo v osnovnem poslanstvu ali funkciji podjetja. Mednje štejemo: lokalne skupnosti, družbene aktiviste, medije, poslovno interesne skupine, tuje in domače vlade ter javnost. Pri tem je bistveno poudariti, da tu ne gre za sekundarnost v smislu manj pomembnosti, pač pa gre za odnose, ki niso neposredno povezani z osnovnim poslanstvom podjetja (Jaklič, 2005, str. 275).

Pri tako velikem številu primarnih in sekundarnih interesnih skupin se upravičeno vprašamo, katerim ciljem so podjetja sledila v praksi. Mramor (1994, str. 3) tako navaja naslednje cilje:

- maksimiranje neto dobička;
- maksimiranje neto dobička na delnico;
- maksimiranje prodaje;
- maksimiranje tržnega deleža;
- preživetje in
- doseganje zadovoljive višine dobička.

Sodobna teorija poslovnih financ, ki temelji na racionalnem obnašanju ekonomskih subjektov in prevladi interesne skupine lastnikov, v ospredje postavlja kot temeljni cilj poslovanja podjetij, katera poslujejo v tržnih (kapitalističnih) gospodarstvih, maksimiranje vrednosti premoženja, ki so ga v podjetje vložili lastniki (Mramor, 1998, str. 362). Teoretično je mogoče dokazati, da se premoženje lastnikov maksimira takrat, ko se maksimira tržna vrednost enote kapitala podjetja (Mramor, 1994, str. 4). Enoto kapitala v delniški družbi predstavlja delnica, v družbi z omejeno odgovornostjo pa premoženje lastnika predstavlja njegov poslovni delež. V skladu s tako opredeljeno enoto kapitala in premoženjem lastnika je cilj slednjega v delniški družbi maksimiranje vrednosti delnice, v družbi z omejeno odgovornostjo maksimiranje poslovnega deleža in analogno naprej za druge pravne oblike podjetij ter s tem povezanimi opredelitvami enote kapitala ter premoženja lastnika (Hartman, 1999, str. 4-5).

Da bi maksimirali vrednost, je potrebno delnico znati ovrednotiti. V nadaljevanju predstavljamo nekatere modele vrednotenja navadne delnice v podjetju. Splošno, Gordonovo in Sestavljeno enačbo, ki jih uvrščamo v t.i. dividendno-diskontni model.

### 3. Izračun vrednosti navadne delnice s pomočjo načela sedanje vrednosti

S splošno enačbo vrednost delnice izračunamo s pomočjo naslednje Enačbe 1 (Damodaran, 1994, str. 203):

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

$V_0$  – vrednost navadne delnice

$Div_t$  – pričakovana dividenda na delnico

$r$  – zahtevana stopnja donosa na navadni kapital

$t$  – časovno obdobje

Predpostavka modela je, da so za vrednost navadne delnice relevantne zgolj prihodnje pričakovane dividende. Ob predpostavki, da lastnik delnico proda na koncu prvega obdobja po vrednosti  $V_1$  takoj po tem, ko je prejel dividendo  $Div_1$  in na trgu obstaja kupec, ki je delnico pripravljen kupiti, ter po isti logiki delnico proda na koncu obdobja  $V_2$  ter tako naprej v neskončnost (Mramor, 1994, str. 65), ugotovimo, da je cena delnice (izkupiček od prodaje lastnika v neskončnosti), ki jo je potrebno diskontirati za neskončno obdobje nerelevantna (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 39).

Gordonova enačba predpostavlja, da bodo dividende rasle z neko konstantno stopnjo rasti  $g$ , seveda pa je ta rast pogojena z rastjo delniške družbe; njenih prihodkov in dobičkov (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 40). Prav tako mora biti izpolnjen pogoj, da je stopnja rasti manjša od zahtevane stopnje donosa na navadni kapital  $r$ . Slednjo izračunamo s pomočjo modela CAPM.

Sestavljena enačba omogoča upoštevanje različnih dividend in stopenj rasti v predhodnem obdobju, kasneje pa uporabi stabilne stopnje rasti, ki se nadaljujejo v neskončnost (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 40).

Za vrednotenje delnice pa poleg omenjenih enačb lahko uporabimo tudi multiplikatorje za vrednotenje (navadne) delnice. Nekateri izmed njih so (Mramor, 1994, str. 70):

- razmerje med tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico (P/E);
- razmerje med tržno ceno delnice in čistimi prihodki od prodaje na delnico (P/S);
- razmerje med tržno ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice (P/B);
- EBITDA/Vrednost prihodkov;
- EBITDA/Število strank.

S tem smo predstavili nekatere glavne modele vrednotenja delnic v okviru temeljne analize vrednotenja.

## 4. Uspešnost in modeli merjenja uspešnosti poslovanja podjetja

Uspešnost definiramo kot razmerje med doseženimi cilji, izraženimi z izločki iz poslovanja, in postavljenimi cilji, izraženimi z vložki iz poslovanja (Turk, 2002, str. 791).

Uspešnosti ne smemo enačiti z uspehom podjetja. Zatem ko ga izmerimo z ustreznim merilom, lahko govorimo o izrazu uspešnosti poslovanja nekega podjetja. Če je v tržnem gospodarstvu poslovni uspeh nekega podjetja čisti dobiček, je merilo povprečen vložen kapital (Pučko, 2001, str. 153). Pri tem je potrebno upoštevati dejstvo, da ima v tržnem gospodarstvu lastnik možnost proste izbire pri odločitvi, kam bo investiral svoja sredstva, in tako ostale neizbrane možnosti (ob predpostavki, da je sredstva investiral v podjetje, na katerega se veže zgoraj omenjeni čisti dobiček) predstavljajo oportunitetne žrtve, za podjetje pa stroške in zato računanje zgolj čistega dobička s strani podjetja ni povsem korektno. Ravno to je ena temeljnih predpostavk modela EVA<sup>®1</sup>. Drucker (1995, str. 59) je tako v Harvard Business Review zapisal: »EVA<sup>®</sup> bazira na spoznanjih, ki jih že dolgo poznamo. Denar, ki ostane ob koncu poslovnega leta za delničarje in ga imenujemo dobiček, ni nikakršen dobiček. Podjetje ustvarja izgubo vse dotlej, dokler je dobiček manjši od stroška virov financiranja.« In še več: »Preveč ravnateljsev se opira zgolj na knjigovodski dobiček, kjer je sicer upoštevan strošek dolga, ne upošteva pa se stroška kapitala, ki navsezadnje ni zastoj. Zato se pravi dobiček začne šele takrat, ko je pokrit ves strošek virov financiranja.«

Ločevati je potrebno med računovodsko izkazanim poslovnim uspehom in stvarnim ekonomskim uspehom poslovanja podjetja (Pučko, 2001, str. 146). Prvi se praviloma nanaša na krajše časovno obdobje. Dejstvo je, da je samo v obdobju, ki se pokriva s celotno življenjsko dobo podjetja (od ustanovitve pa do prenehanja podjetja), mogoče povsem pravilno ugotoviti ekonomski uspeh poslovanja. Poleg omenjenega je problem tudi v ustvarjanju tihih oziroma skritih rezerv in izgub v podjetju (Pučko, 2001, str. 150).

Poudariti velja relacije pojmov merjenja, ocenjevanja, presojanja in spremljanja uspešnosti. Merimo, kadar imamo enoto mere in merski instrument (orodje). Kadar slednjega nimamo, ocenjujemo. Presojamo, kadar izmerjeno oziroma ocenjevano kritično presojamo z drugih, v okviru merjenja in ocenjevanega neupoštevanih vidikov. Spremljanje je najširši pojem in zajema vse tri zgoraj naštetje (Rejc, 2002, str. 20-22).

Da bi resnično lahko ugotovili uspešnost poslovanja podjetja in s tem povečanje njegove vrednosti za lastnike, bi morali imeti na voljo tako merilo, ki bi omogočalo (Bergant, 1998, str. 90):

- neposredno in pregledno vzročno posledično povezavo z vrednostjo podjetja;
- možnost vrednostnega izražanja;

---

<sup>1</sup> Ekonomska dodana vrednost je zaščitena blagovna znamka svetovalnega podjetja Stern Stewart & Co., ki je koncept ekonomske dodane vrednosti razvilo v strokovno izpopolnjen model merjenja ekonomske uspešnosti.

- možnost stalnega spremljanja s preteklim dogajanjem in načrtovanimi rezultati;
- primerjavo z drugimi podjetji;
- razmeroma preprost postopek izračunavanja v praksi;
- možnost podrobnejše analize o vzrokih sprememb;
- uporabo na nižjih organizacijskih ravneh v podjetju.

Veliko večino sedanjih modelov merjenja poslovne uspešnosti lahko razdelimo v dve skupini (Bergant, 1998, str. 92-93):

1. modeli, ki poskušajo oblikovati enotno mero uspešnosti, slednja izhaja predvsem iz finančnih kategorij, in
2. modeli, ki poleg finančnih (računovodskih) rezultatov poslovanja vključujejo tudi druge izide poslovanja<sup>2</sup>.

Predstavniki prve skupine se osredotočajo na denarne tokove. Osredotočenost izhaja iz kritike računovodskih informacij, ki jim je možno, če hočemo ocenjevati vrednost (enote) kapitala očitati predvsem sledeče (Martin, Petty, 2000, str. 36):

- računovodski rezultati in denarni tok niso enaki;
- računovodski podatki ne odsevajo tveganja in ne vključujejo oportunitetnih stroškov kapitala;
- računovodska praksa se razlikuje od podjetja do podjetja;
- računovodski podatki ne vključujejo časovne vrednosti denarja.

Helfert (2000, str. 402-406) merila uspešnosti, katera so podlaga za modele iz prve skupine, razdeli v tri osnovne skupine:

- merila donosnosti (EPS, ROI, RONA, ROCE);
- merila denarnega toka (FCF, ROGI, CFROI, TSR, TBR) in
- merila vrednosti (EVA<sup>®</sup>, MVA, CVA, SHV, SVA)<sup>3</sup>.

Donosnost naložbe (ROI) je opredeljena kot razmerje med dobičkom in naložbami, glede na opredelitev naložb pa razlikujemo (Hočevar, Jaklič, Zagoršek, 2003, str. 218-219):

- ROE – dobičkonosnost kapitala (dobičkonosnost naložb lastnikov kapitala);
- ROA – dobičkonosnost sredstev (vsa sredstva oziroma premoženje podjetja);
- dobičkonosnost kapitala in dolga.

Prikazujemo jo z Enačbo 2:

$$ROI = \frac{\text{dobicek}}{\text{povp. vrednost naložb}} \quad (2)$$

<sup>2</sup> Med najbolj uveljavljenimi je zagotovo model uravnoveženih kazalcev uspešnosti. Podrobna predstavitev je v izvorni literaturi avtorjev Kaplana in Nortona (1996).

<sup>3</sup> Podrobneje so posamezni modeli opisani v Prilogi 1.



Pri podjetju McKinsey se pojavlja še ena oblika, in sicer merilo dobičkonosnosti poslovno investiranega kapitala (ROIC), ki kaže dobiček glede na stalna in dolgoročno financirana kratkoročna sredstva (Dilon, Owers, 1997, str. 36).

V prvih poglavjih smo si pogledali, kateri so cilji poslovanja podjetja, kaj uspešnost poslovanja podjetja je in predvsem, kako jo merimo. Nanizali smo nekaj modelov za merjenje, v nadaljevanju diplomskega dela pa se bomo posvetili izključno modelu EVA<sup>®</sup> za ugotavljanje uspešnosti poslovanja podjetja.

## 5. Ekonomska dodana vrednost<sup>4</sup>

Model ekonomske dodane vrednosti je kot orodje za merjenje uspešnosti poslovanja podjetja osnovan na temeljnem cilju v skladu s sodobno teorijo poslovnih financ. Ta je sledeč: dolgoročna rast vrednosti navadne delnice oziroma enote navadnega kapitala. V ospredje postavlja lastnike, ki so zagotovili kapital za poslovanje podjetja. Pomembno je, da model meri uspešnost glede na tveganje in pričakovan donos lastnikov (investitorjev). Tržna vrednost enote (navadnega) kapitala je odvisna od (Kosi, 2004, str. 26):

- sedanje vrednosti pričakovanih prihodnjih denarnih tokov lastnikom;
- njihove časovne razporeditve in
- tveganja, da dejanski denarni tokovi ne bodo enaki pričakovanim.

Po Ehrbarju (1998, str. 6) je EVA<sup>®</sup>:

- merilo delovanja podjetja, ki je tesno povezano, tako teoretično kot praktično, z ustvarjanjem vrednosti (bogastva) za lastnike;
- edino merilo merjenja uspešnosti poslovanja podjetja, ki vedno da pravilen odgovor v smislu, da je večja EVA<sup>®</sup> tudi vedno nedvoumno boljša za lastnike; v nasprotju z aktivnostmi, ki sicer zvišajo marže, dobičke na delnico ali stopnjo donosa, vendar pa s tem včasih celo uničujejo premoženje lastnikov;
- okvir obsežnega novega sistema ravnanja, ki usmerja vsako odločitev, od letnega predračuna poslovanja do predračunavanja naložb v dolgoročna sredstva, strateško planiranje, prevzemov podjetij in dezinvestiranja;
- preprost vendar učinkovit model za učenje, kako poslovati, za vse zaposlene;
- ključna spremenljivka v motivacijskem sistemu, ki povzroči, da se interesi lastnikov in ravnateljstva poenotijo in da ravnateljstvo razmišlja kot lastniki;
- okvir, ki ga lahko ravnatelji uporabijo za komunikacijo z vlagatelji, da predstavijo svoje cilje in dosežke;
- notranji sistem upravljanja podjetij, ki motivira ravnateljstvo in zaposlene, da delujejo usklajeno in učinkovito za doseg najboljšega rezultata.

---

<sup>4</sup> V diplomskem delu za model EVA<sup>®</sup> uporabljamo kot slovenski prevod izključno ekonomsko dodano vrednost, saj termin ekonomski dobiček ne ustreza, ker je dejansko enak neprilagojeni EVA<sup>®</sup>. Pozoren bralec je opazil, da pri navajanju modela EVA<sup>®</sup> avtor dosledno zapisuje ob imenu tudi znak<sup>®</sup>. Iz dveh razlogov:

- ker je to zaščitena blagovna znamka in
- ker se kratica EVA v slovenski literaturi uporablja tudi za prevod analize prislužene vrednosti.

Ekonomsko dodano vrednost izračunamo na dva načina. Prvega imenujemo poslovni, drugega pa finančni pristop. Izračun EVA<sup>®</sup> po poslovnem pristopu (Stewart, 1991, str. 137):

$$\text{Ekonomska dodana vrednost} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \cdot \text{IC}) \quad (3)$$

**NOPAT** – računovodsko prilagojen dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih – od dobička iz poslovanja je odštet davek na dobiček, pri čemer je osnova za obračun dobiček iz poslovanja

**WACC** – tehtano povprečje stroškov kapitala<sup>5</sup>; zahtevana donosnost na vloženi kapital

**IC** – obseg poslovno investiranega kapitala, tako kapitala kot dolga

Iz izračuna lahko ugotovimo, za kakšen znesek čisti<sup>6</sup> dobiček poslovanja presega ali zaostaja za stroški financiranja poslovno investiranega kapitala. EVA<sup>®</sup> izračunana po finančnem pristopu (Young, O'Byrne, 2000, str. 46) je prikazana z Enačbo 4:

$$\text{Ekonomska dodana vrednost} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \cdot \text{IC} \quad (4)$$

**ROIC** – dosežena donosnost poslovno investiranega kapitala, ki predstavlja razmerje med NOPAT in IC

Razliko med ROIC in WACC imenujemo (Hawawini, Viallet, 2002, str. 497) razpon donosnosti. Pove nam zelo pomembno informacijo: neposredno nam pokaže razmerje med ROIC in WACC. Višja ROIC od WACC pomeni dodatno (nad)povečevanje vrednosti za lastnike, saj je podjetje ustvarilo višji donos kot so ga pričakovali lastniki. Potrebno je maksimirati razpon donosnosti in ne samo ROIC (WACC je tudi pomemben). Pri tem je pomembno zasledovanje optimalne strukture kapitala (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 156).

EVA<sup>®</sup> je izražena v **absolutnem znesku** in kot taka zavzame tri vrednosti (Ehrbar, 1998, str. 132):

- **ekonomska dodana vrednost > 0** – podjetje je preseglo pričakovanja (vseh) vlagateljev, zato je poslovalo zelo uspešno. Večja kot je EVA<sup>®</sup>, bolj je poslovanje uspešno. Ker je donos vseh vlagateljev, razen vlagateljev navadnega kapitala (lastnikov navadnih delnic delniške družbe), praviloma določen vnaprej, pomeni pozitivna vrednost ekonomske dodane vrednosti povečanje vrednosti za lastnike;
- **ekonomska dodana vrednost = 0** – donos poslovno investiranega kapitala je enak stroškom financiranja poslovno investiranega kapitala. Rečemo lahko, da je podjetje poslovalo relativno uspešno, saj je lastnikom (navadnega kapitala) zagotovilo ravno tak donos, kakršnega so pričakovali;

---

<sup>5</sup> S kratico WACC avtor razume tehtano povprečje stroškov kapitala, ki z nekoliko nerodnim prevodom, pomenijo stroške vseh virov financiranja, torej tako kapitala kot dolga, ki se oba pojavljata na pasivni strani bilance stanja. Lahko bi uporabljali besedno zvezo tehtano povprečje stroškov vseh virov financiranja, a se je zgoraj omenjena besedna zveza v slovenskem prostoru ustalila in ne potrebuje zamenjave.

<sup>6</sup> Čisti v smislu računovodsko prilagojen, popravljen za vse anomalije v računovodskih podatkih. V takem smislu ga avtor diplomskega dela razume vedno, ko govori o njem v povezavi z modelom EVA<sup>®</sup>.

- **ekonomska dodana vrednost < 0** – negativna vrednost pomeni neuspešno poslovanje podjetja, saj slednje ni uspelo pokriti vseh stroškov, četudi podjetje izkazuje računovodski dobiček. Vsi vlagatelji, razen lastnikov (navadnega kapitala), so realizirali svoje donose, medtem ko so lastniki dosegli donos nižji od pričakovanega. Zahtevani donos je torej presegal realiziranega (dejanskega), kar pomeni, da je podjetje znižalo premoženje lastnikov (navadnega kapitala).

## 5.1. Tehtano povprečje stroškov kapitala

Za financiranje naložb podjetja načeloma uporabljajo različne vire. Ne glede na vrsto je kapital vir financiranja sredstev podjetja in kot tak za podjetje predstavlja strošek (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 83). Za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) je potrebno upoštevati vse vire financiranja: prednostni in navadni kapital, kratkoročne in dolgoročne dolgove, izdane obveznice ter dolgoročne poslovne in finančne najeme (Bolčič, 1998). Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) izračunamo tako, da vsako vrsto pomnožimo z deležem (utežmi), ki predstavlja udeležbo posamezne vrste v vseh virih financiranja podjetja. Pri tem velja poudariti naslednje: čeprav WACC izračunamo kot tehtano povprečje vseh virov financiranja podjetja, ne smemo pozabiti, da pri izračunu ekonomske dodane vrednosti ta WACC pomnožimo (samo) z vrednostjo poslovno investiranega kapitala (IC) in tako upoštevamo le strošek poslovno investiranega kapitala (Kosi, 2004, str. 52). Enačbo 5 za izračun WACC zapišemo v naslednji obliki (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 383):

$$WACC = w_{dd} \cdot r_{dd}(1-T) + w_{kd} \cdot r_{kd}(1-T) + w_{ps} \cdot r_{ps} + w_s \cdot r_s \quad (5)$$

$w_{dd}$  – delež dolgoročnega dolga v celotnem kapitalu

$r_{dd}$  – strošek dolgoročnega dolga

$T$  – veljavna stopnja obdavčitve

$w_{kd}$  – delež kratkoročnega dolga v celotnem kapitalu

$r_{kd}$  – strošek kratkoročnega dolga

$w_{ps}$  – delež prednostnega kapitala v celotnem kapitalu

$r_{ps}$  – strošek prednostnega kapitala

$w_s$  – delež navadnega kapitala v celotnem kapitalu

$r_s$  – strošek navadnega kapitala

V nadaljevanju si bomo pogledali posamezne vrste virov financiranja, ki so opredeljeni v enačbi (Enačba 5). Podjetje pa lahko svoja sredstva financira tudi iz drugih virov, kot na primer: poslovni in finančni najem.

Pred nadaljevanjem je smiselno razmejiti in osvetliti pojma ciljne in optimalne strukture kapitala. Ko računamo WACC predpostavljamo, da ima podjetje neko ciljno strukturo kapitala (in dolga), s katero bo financiralo svoje naložbe. Pri optimalni strukturi pa gledamo ravno obratno: ob danih investicijskih odločitvah (danih donosnostih naložb) je optimalna struktura kapitala (in dolga)

tista, pri kateri je tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) najnižje, saj tako podjetje doseže največjo razliko med donosnostjo naložb in stroškom financiranja le-teh (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 83). Zanimivo, a ravno model ekonomske dodane vrednosti govori o podobnih stvareh. Razpon donosnosti je torej tisti, ki bo pri optimalni strukturi kapitala največji, zopet s pomembno razliko: pri optimalni strukturi smo investicijske odločitve vzeli za dane, pri EVA<sup>®</sup> »optimiramo« tako NOPAT kot WACC, in drugič: optimalna struktura pomeni optimiranje celotnih virov financiranja sredstev podjetja, pri EVA<sup>®</sup> pa WACC množimo (samo) s poslovno investiranim kapitalom.

### 5.1.1. Strošek dolga

Podjetje se zadolžuje na več načinov. Najpogosteje se zadolži pri banki (lahko pa tudi kje drugje), izda obveznice oziroma kak drug dolžniški papir ali pa z zakupom. Dve najbolj pomembni sestavini dolga sta: glavnica in obresti. Amortizacijski načrt dolga nam pokaže, s kakšnim delom anuitete odplačujemo glavnico in s kakšnim obresti. Seveda so obresti posledica obrestne mere, ki tudi predstavlja strošek dolga in jo podjetju zaračuna banka, k čemur prištejemo še druge stroške (zavarovanje dolga, stroški obdelave zahteve in podobno) (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 83). Obrestna mera je med drugim odvisna od tveganja posojilodajalca, da ne bo dobil vrnjene glavnice in plačanih obresti, ter časa zadolžitve. Praviloma daljši kot je čas, dražji je vir financiranja. Dolgoročni dolg je tako praviloma dražji od kratkoročnega (Pučko, 2001, str. 141).

Če ima podjetje že izdane obveznice, potem lahko s pomočjo podatkov o le-teh ugotovi ceno, po kateri se lahko zadolžuje. S pomočjo podatkov o nominalni vrednosti obveznic, kuponski obrestni meri oziroma kuponu, časom do dospelja in trenutni ceni lahko izračunamo zahtevano donosnost (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 83).

Pri tem se je treba zavedati, da izračun temelji na »trdih« predpostavkah popolnega trga kapitala. Tržna vrednost vrednostnega papirja je enaka ceni, za katero smo pripravljene kupiti obljubo prihodnjih plačil, ta pa je enaka sedanji vrednosti obljubljenih plačil. Strošek dolgoročnega dolga po davkih izračunamo s pomočjo naslednje Enačbe 6 (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 84):

$$r_{dd,at} = r_{dd} \cdot (1 - T) \quad (6)$$

$r_{dd,at}$  – strošek dolgoročnega dolga po davkih

$r_{dd}$  – strošek dolgoročnega dolga pred davki

$T$  – veljavna stopnja obdavčitve

Davki imajo z vidika financiranja sredstev podjetja ugoden vpliv, saj so obresti na dolg odbitna postavka od davčne osnove in znižujejo davčno breme podjetja (t.i. »davčni ščit«). Izračun je enak tako za dolgoročni kot kratkoročni dolg (s tem da je dolgoročni nekoliko dražji). Pomembno je, da financiranja s kratkoročnim dolgom pri izračunu WACC ne upoštevamo, kadar pomeni le-to zgolj odpravljanje občasne plačilne nesposobnosti zaradi ciklične narave poslovne

dejavnosti podjetja in se v financiranju poslovne dejavnosti ne pojavlja stalno (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 183). Dejstvo, da je dolg cenejši vir financiranja od kapitala nas ne sme zavesti v razmišljanje, da bi bilo za podjetje najbolje, da se v celoti financira z dolgom. Podjetje z višjo zadolženostjo ima nižjo zadolžitveno sposobnost, kar pomeni, da je zahtevana obrestna mera vsakega dodatnega posojila višja. V skrajnem primeru je podjetju lahko celo onemogočeno najemanje novih posojil. Poleg tega pa se tudi tveganje stečaja z višjo zadolženostjo podjetja povečuje.

### 5.1.2. Strošek prednostnih delnic

Prednostnih delnic je več vrst. Nekatere izplačajo lastnikom vsako leto enako dividendo (prednostne delnice s fiksno ali kumulativno dividendo), druge vrste pa se med seboj razlikujejo na podlagi pravic in omejitev, ki izhajajo iz lastništva take prednostne delnice ter najpogosteje prinašajo dividende določene v znesku ali v odstotku od nominalne vrednosti prednostne delnice. Če poslovni rezultat podjetja izplačila dividend ne dovoljuje, se neizplačane dividende kumulirajo in se v celoti izplačajo s tekočo dividendo v letu, ko to poslovni rezultat ponovno omogoča. Prednostne delnice za podjetje pomenijo večji strošek kot posojila in obveznice podjetja, saj so bolj tvegane, tveganju nenaklonjeni investitor pa zato zahteva višjo stopnjo donosa, kar pomeni za podjetje višji strošek. Drug pomemben dejavnik, ki vpliva na to, da so prednostne delnice dražji vir financiranja kot dolg in obveznice podjetja pa je, da dividende niso odbitna postavka od davčne osnove in tako podjetje nosi njihove polne stroške, ni t.i. »davčnega ščita« (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 84). Ob predpostavki, da ima podjetje že izdane prednostne delnice, za katere poznamo trenutno tržno ceno ( $P_o$ ) in dividendo ( $Div_{ps}$ ), lahko izračunamo strošek prednostnega kapitala na naslednji način (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 149):

$$r_{ps} = \frac{Div_{ps}}{P_o} \quad (7)$$

$P_o$  – trenutna tržna cena prednostne delnice

$Div_{ps}$  – dividenda na prednostno delnico

$r_{ps}$  – strošek prednostnega kapitala

### 5.1.3. Strošek navadnega kapitala

Navaden kapital se pojavlja v dveh oblikah: v obliki navadnih delnic in v obliki zadržanih dobičkov. Povezava med oblikama je jasna: ves dobiček po davkih, ki ostane podjetju, pripada lastnikom. Lahko ga vsega dobijo izplačanega v obliki dividend, lahko pa ga nekaj ostane v podjetju kot zadržani dobički. Pomembno je, in tega se ravnatelji premalo zavedajo, da ti zadržani dobički niso zastonj. Če ravnatelji še nekako sledijo neposredno logičnemu procesu pri definiranju stroškov posojil (kažejo se v obliki obrestne mere in posledično obresti, od katerih odštejemo »ugoden« davčni učinek), pa logike definiranja stroškov zadržanih dobičkov, kot da ne bi hoteli razumeti. Zadržani dobički pomenijo za delničarje oportunitetni strošek v višini

donosa (žrtve), ki bi ga sicer lahko realizirali sami z naložbami s primerljivim tveganjem. Zato naj podjetje zadrži del dobička le, če bo z njim ustvarilo ustrezen donos (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 85). Na zadržane dobičke lahko gledamo kot na izplačane dividende, ki jih lastniki takoj naložijo v nove navadne delnice podjetja. Strošek navadnega kapitala v obliki navadnih delnic je enak zahtevani stopnji donosa, ki jo lastniki navadnih delnic zahtevajo in dobijo z investicijami v podobno tvegane naložbe. Stroška izdaje novih delnic ne smemo zanemariti. V nadaljevanju bomo predpostavili, da je navadni kapital podjetja samo v obliki navadnih delnic. Iz tega izhaja, da je ob realizirani (namišljeni) prodaji zahtevan donos realiziran (namišljen) bodisi v obliki izplačila dividend, bodisi v obliki kapitalskega dobička ali v obeh oblikah (Kosi, 2004, str. 56).

V svetu je bilo razvitih več oblik za določanje stroškov navadnega kapitala. Največ se uporabljajo naslednje tri (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 85):

- metoda tržne zahtevane stopnje donosa;
- metoda premije za tveganje;
- CAPM model.

Najbolj objektivni (čeprav tudi ta temelji na zelo močnih predpostavkah in subjektivnih ocenah) je model CAPM, ki pa ga velja popraviti z drugima dvema metodama. V nadaljevanju si bomo približje pogledali ta model.

Enačba modela je naslednja (Young, O'Byrne, 2000, str. 165):

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_i \quad (8)$$

$r_i$  – strošek navadnega kapitala

$r_f$  – donosnost netvegane naložbe

$r_m$  – donosnost tržnega premoženja

$\beta_i$  – koeficient tveganosti posamezne naložbe (delnice) v primerjavi s tržno (povprečno tvegano) naložbo

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

$(r_m - r_f) \cdot \beta_i$  – premija za tveganje

Predpostavke modela so naslednje (Mramor, 1994, str. 100):

- trg kapitala mora biti visoko konkurenčen, udeleženci pa visoko usposobljeni in imeti dostop do vseh pomembnih informacij (predpostavka učinkovitega trg kapitala);
- na trgu kapitala prevladujejo investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni in ki se obnašajo razumno, tako da vedno poskušajo maksimirati donos na svoje naložbe ob danem tveganju;
- trg kapitala deluje brez trenja, kar pomeni, da so dovoljene vse vrste transakcij in da ni davkov in transakcijskih stroškov;

- porazdelitev možnih donosnosti od naložb je normalna in standardni odklon predstavlja investitorjem mero za tveganje (če ne bi morali za mere tveganja uporabiti drugačne mere);
- vsi investitorji imajo enako mnenje o verjetnostni porazdelitvi bodočih pričakovanih donosnostih posameznih naložb.

Pomembno sporočilo modela je, da naj bi bil investitor nagrajen samo za prevzemanje sistematičnega tveganja, medtem ko nesistematično tveganje model »zanemarja« (z razpršitvijo svojega premoženja med več naložb oziroma diverzifikacijo ga v celoti odpravimo). Sistematično tveganje izraža koeficient  $\beta_i$ . Iz enačbe tudi sledi, da zahtevana donosnost navadne delnice pozitivno korelira s sistematičnim tveganjem in zato strošek navadnega kapitala z višjim sistematičnim tveganjem narašča.

Predpostavka modela je, da tržno premoženje sestavljajo vse tvegane naložbe (npr. domače in tuje delnice in obveznice, nepremičnine, človeški kapital, dragocene kovine...). Hitro ugotovimo, da v stvarnosti statističnega zajemanja podatkov, ki bi omogočilo zajetje vseh teh elementov v tržno premoženje in izračunati oziroma oceniti njegovo pričakovano in vse možne donosnosti, še ni v nobeni državi. Seveda tako tudi ni podatkov za tržno premoženje, ki ga model pravzaprav predpostavlja. Skratka vzorec tržnega premoženja, ki se uporablja kot hipotetično premoženje, sestavljajo (večje ali manjše število) delnice, ki kotirajo na borzah posameznih držav. Tako je na razpolago relativno majhen vzorec tržnega premoženja, katerega gibanje vrednosti običajno merimo z indeksom cen, v zadnjem času pa se vse bolj uporabljajo svetovni borzni indeksi, kjer so deleži delnic v skladu z deležem tržne kapitalizacije posamezne delnice uvrščene v indeks, ki kotirajo na borzah finančno najbolj razvitih držav (Mramor, 1994, str. 101). Tržno premijo za tveganje ( $r_m - r_f$ ) lahko ocenimo na dva načina (Stewart, 1991, str. 436-439):

1. na osnovi zgodovinskih podatkov, tako imenovana zgodovinska premija za tveganje ali
2. pričakovanih podatkov, tako imenovana pričakovana premija za tveganje.

Podatke za prvo lahko najdemo na primer pri podjetju Ibboston Associates, ki spremlja podatke o povprečnih letnih donosnostih nekaterih vrednostnih papirjev na kapitalskem trgu ZDA ter izračunava tržno premijo za tveganje kot razliko med donosnostjo dvajsetletnih državnih obveznic in delnicami borznega indeksa S&P 500. Opiranje na zgodovinske podatke ima največjo pomanjkljivost v tem, da ne vemo, ali bodo bodoči donosi enaki tistim v preteklosti. Zanimariti ne smemo niti nihanja podatkov glede na izbrano obdobje (Kosi, 2004, str. 59). Zato moramo pri izračunavanju tržne premije na ta način paziti, da se pravilno odločimo o dolžini časovne vrste podatkov in o načinu izračuna povprečja (aritmetičnega oziroma geometričnega) donosnosti (navadnih) delnic in dolgoročnih državnih obveznic, ki so kotirale na borzi (Dimc, 2005, str. 40).

Pričakovano tržno premijo izračunamo na podlagi diskontiranega denarnega toka pričakovanih dividend ( $Div_t$ ) in stopnje rasti slednjih ( $g$ ). Predpostavljamo ravnotežje na trgu delnic, ki bo doseženo, ko bo zahtevana stopnja donosa tržnega premoženja enaka pričakovani, kar lahko zapišemo v obliki enačbe (Dimc, 2005, str. 40):

$$r_m = \frac{Div_1}{P_0} + g = E(r_m) \quad (9)$$

$Div_1$  – pričakovana dividenda v obdobju 1 (prihodnjem obdobju)

$P_0$  – vrednost navadne delnice v obdobju 0 (sedanjem obdobju)

$E(r_m)$  – pričakovana donosnost tržnega premoženja

Naložba, ki bi bila popolnoma netvegana v stvarnosti ne obstaja. Najboljši približek je tako relativno netvegan državni vrednostni papir. Verjetno so najmanj tvegani najbolj kratkoročni vrednostni papirji. Njihova donosnost bi lahko bila substitut za teoretično netvegano donosnost. A pojavi se problem: medtem ko bi se donosnost tega papirja hitro spreminjala, bi se pri stabilni  $r_m$  tudi vrednost tržne premije za tveganje (pre)hitro spreminjala. Nekateri zato predlagajo kot delno rešitev ločeno obravnavanje obeh  $r_f$ . Tista, ki je znotraj oklepaja (Enačba 8, str. 12) in pomaga pri izračunu tržne premije za tveganje naj bo dolgoročno povprečje (aritmetično oziroma geometrijsko) netveganih donosnosti (nekateri menijo, da bi bile ustrezne dvajsetletne (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 155), nekateri pa tridesetletne državne obveznice (Copeland, Koller, Murin, 2000, str. 216), ki se jim ustrezno odšteje premija za tveganje zaradi ročnosti). Za tisto pa, ki nastopa zunaj oklepaja (Enačba 8, str. 12) samostojno, naj se uporablja trenutna donosnost (Mramor, 1994, str. 103).

Koeficient  $\beta_i$  meri prispevek posamezne naložbe k tveganju tržnega premoženja, meri usklajenost gibanja delnice z donosnostjo tržnega premoženja. Zapišemo ga v obliki (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 258):

$$\beta_i = \frac{Cov_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad (10)$$

$\beta_i$  – koeficient  $\beta$  posamezne delnice  $i$

$Cov_{i,m}$  – kovarianca med donosnostmi delnice (naložbe)  $i$  in tržnim premoženjem  $m$

$\sigma_m^2$  – varianca donosnosti tržnega premoženja  $m$

$\beta$  tržnega premoženja ( $\beta_m$ ) je tehtana aritmetična sredina  $\beta$  posameznih naložb in po definiciji zavzema vrednost 1 (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 65).  $\beta$  koeficient netvegane naložbe zavzema vrednost 0, saj je zahtevana donosnost na netvegano naložbo enaka netvegani donosnosti  $r_f$  (torej  $r_i=r_f$ ), kar v končni fazi pripelje do tega, da taka naložba ne vsebuje sistematičnega tveganja, koeficient  $\beta$  pa meri ravno to sistematično tveganje, za kar je investitor nagrajen v obliki tržne premije za tveganje, ki jo zahteva od delnice (naložbe), ki tako tveganje vsebuje. Sistematično tveganje definiramo kot preostalo tveganje, ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti. Nesistematično tveganje je tisto, ki ga z razpršitvijo premoženja lahko odpravimo (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 62). Obseg tveganja netvegane naložbe je enak 0 (naložba seveda ne vsebuje niti nesistematičnega tveganja) in torej je kovarinca med tveganjem te (netvegane) naložbe in tržnim premoženjem posledično

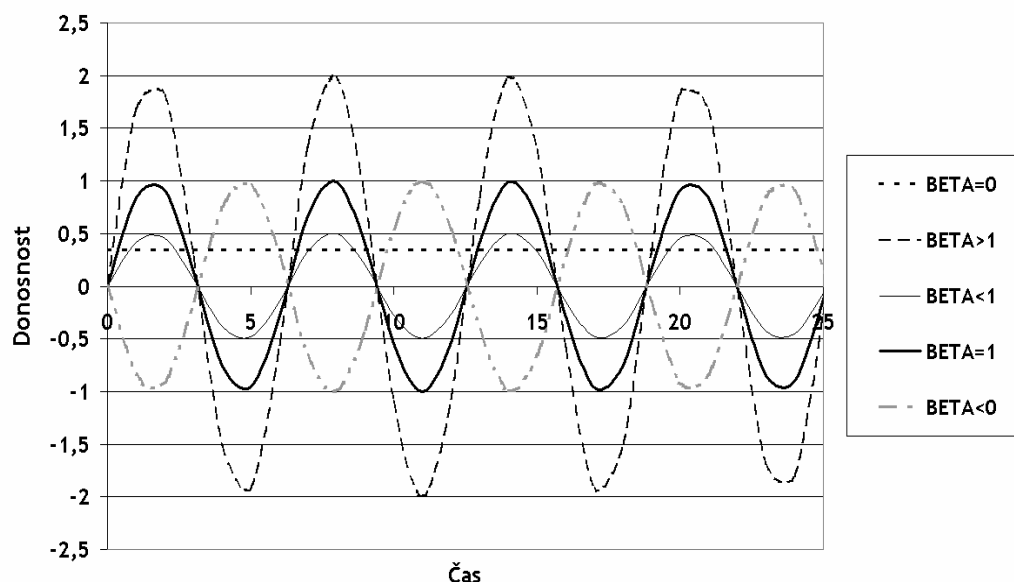


enaka 0, kar pripelje do vrednosti 0 tudi  $\beta$  koeficienta te  $i$ -te netvegane naložbe (Enačba 10) (Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 65; Mramor, 1994, str. 98). Tako sedaj lahko opredelimo glavne intervale na katerih se giblje koeficient  $\beta$ :

- $\beta_i > 1$ : naložba je bolj tvegana od tržnega premoženja. Ob vključitvi take delnice (naložbe) v premoženje se bo tveganje premoženja povečalo, povečala pa se bo tudi pričakovana donosnost takega premoženja. Ali gledano z drugega zornega kota: podjetje je bolj izpostavljeno tržnemu tveganju kot povprečno podjetje;
- $\beta_i = 1$ : delnica (naložba) je enako tvegana, kot povprečna delnica (naložba) na trgu. Tem pogojem ustreza tržno premoženje. Tako vrednost koeficienta ima torej povprečno tvegana delnica (naložba) na trgu;
- $0 < \beta_i < 1$ : delnica (naložba) je manj tvegana od povprečno tvegane delnice (naložbe) na trgu;
- $\beta_i = 0$ : vrednost  $\beta$  je enaka 0, kar pomeni, da je zahtevana donosnost na takšno naložbo enaka netvegani donosnosti  $r_f$ . Takemu pogojem ustreza netvegana naložba;
- $\beta_i < 0$ : teoretično je možna tudi negativna vrednost  $\beta$ . Donosnost take naložbe bi naraščala, ko bi donosnosti ostalih naložb (premoženja) padale.

S Sliko 1 simbolično prikazujemo intervale gibanja koeficienta  $\beta$ :

Slika 1: Intervali gibanja koeficientov  $\beta$



Vir: Berk, Lončarski, Zajc, 2006, str. 65.

V nekaterih primerih  $\beta$  po zgoraj zapisanih enačbah ne moremo izračunati. Zamislimo si primer delniške družbe, ki ni javna delniška družba in zato ne kotira na borzi. V ta namen izračunavamo računovodsko  $\beta$ , ki se računa iz računovodskih podatkov, namesto iz podatkov o tržnih donosnostih (Mramor 1994, str. 104).

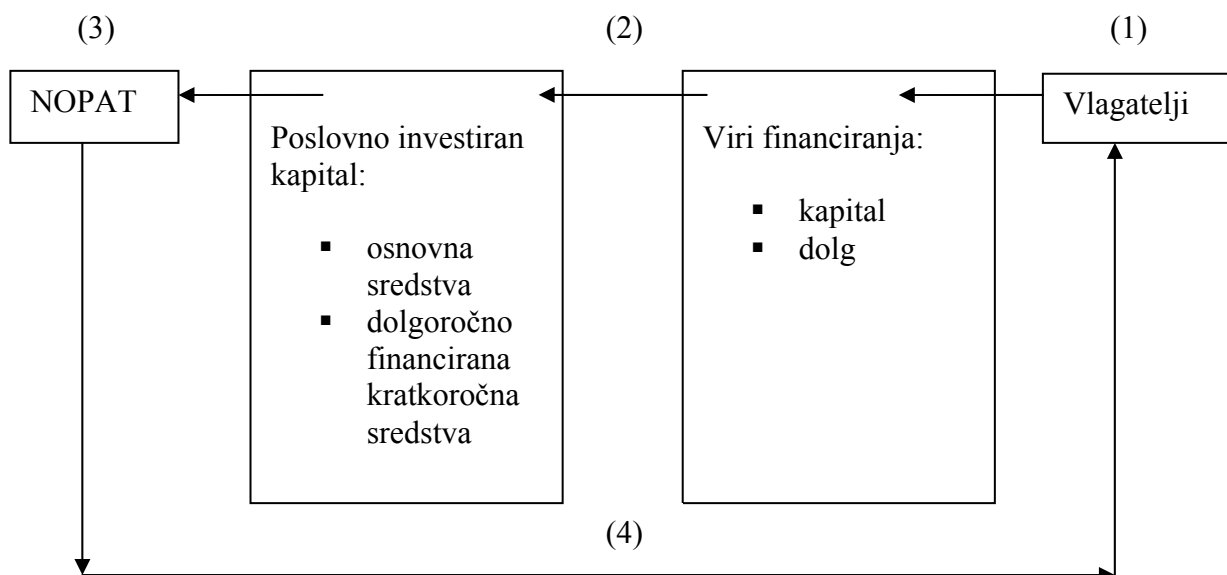
Pomanjkljivost koeficienta  $\beta$  je predvsem to, da temelji na preteklih podatkih (o donosnosti posamezne delnice (naložbe) in tržnega premoženja). Investitorje zanima predvsem prihodnji donos. Dejstvo je, da se cene delnic ne gibljejo na podlagi preteklih donosov in posledično se tudi prihodnja  $\beta$  ne giblje tako kot pretekla (izračunana). Zato so teoretiki razvili metodo za prilagoditev zgodovinske vrednosti  $\beta$  ( $\beta$  pomnožimo z 2/3 in prištejemo ena) (Kleindienst, 1999, str. 31).

Ravno tako nastane problem pri izračunavanju  $\beta$  na nerazvitih trgih, saj so vhodni podatki lahko rezultat nelikvidnega trga, lahko so pod vplivom tržnih cen, nekorektnih transakcij,... (Kosi, 2004, str. 61). Vsaka prilagoditev, ki jo tako izvedemo pomeni dodatne omejitvene predpostavke, ki hkrati zmanjšujejo ustreznost dobljenih rezultatov in tako izračunane  $\beta$  (Mramor, 1994, str. 104).

## 5.2. Poslovno investiran kapital in prilagoditve računovodskih podatkov

Poslovno investiran kapital lahko opredelimo kot za poslovanje potrebna čista sredstva oziroma viri financiranja (Kosi, 2004, str. 48). Njegovo vrednost izračunamo na podlagi podatkov na aktivni strani bilance stanja, saj nas zanima vrednost sredstev, ki jih potrebujemo za poslovanje, ne glede na strukturo njihovih virov financiranja. Povezavo med poslovno investiranim kapitalom podjetja in njegovimi viri financiranja prikazuje Slika 2:

Slika 2: Povezava med poslovno investiranim kapitalom in viri financiranja



Vir: Stewart, 1991, str. 94.

Proces se torej odvija skozi naslednje faze (Stewart, 1991, str. 94):

1. lastniki in posojilodajalci v podjetje vložijo svoja sredstva (finančna vloga);
2. naložbe ravnateljev v sredstva podjetja;

3. sredstva omogočajo prihodke in povzročajo stroške, razlika je NOPAT pred obdavčitvijo;
4. NOPAT se uporabi za poplačilo posojilodajalcev in lastnikov, preostanek se porabi za ponovne naložbe v sredstva podjetja; krog se sklene in začne znova.

Uporaba računovodskih standardov (tudi brez namere manipuliranja) nujno izkrivlja vrednost dobička in kapitala podjetja, ugotavljajo zagovorniki ekonomske dodane vrednosti. Temu se izognemo, če ustrezno prilagodimo računovodske podatke in sicer tako, da opustimo tiste predpise in standarde, ki izkrivljajo merjenje ustvarjanja vrednosti. Z vsebinskimi prilagoditvami poslovno investiranega kapitala in izida iz poslovanja (EBIT) zagotavljamo neodvisnost od računovodskih predpisov in standardov, ter njune vrednosti bolj približamo resničnemu ekonomskemu poslovanju podjetja. Posledica je EVA<sup>®</sup>, ki je bližje denarnemu toku (Kosi, 2004, str. 35). Vplive najpogostejših vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov na višino poslovno investiranega kapitala (IC) prikazujemo v Tabeli 2, kjer tudi pojasnujemo ali vpliv povečuje ali znižuje vrednost poslovno investiranega kapitala.

Tabela 2: Vpliv računovodskih prilagoditev na poslovno investiran kapital

Računovodska postavka	Vpliv na višino poslovno investiranega kapitala
LIFO prihranek	Razliko med tekočo in staro vrednostjo zalog prištejemo poslovno investiranemu kapitalu.
Dolgoročne rezervacije	Vrednost oblikovanih dolgoročnih rezervacij v poslovnem obdobju se prišteje poslovno investiranemu kapitalu.
Stroški za raziskave in razvijanje	Te stroške obravnavamo kot naložbo (jih kapitaliziramo) in jih prištejemo poslovno investiranemu kapitalu.
Stroški trženja in izobraževanja	Te stroške obravnavamo kot naložbo (jih kapitaliziramo) in jih prištejemo poslovno investiranemu kapitalu.
Strateške naložbe	Ko začne naložba ustvarjati dobiček, se kapital s posebnega začasnega računa prenese v izračun ekonomske dodane vrednosti, torej poveča vrednost poslovno investiranega kapitala.
Dobro ime	Popravek vrednosti dobrega imena prištejemo nazaj k poslovno investiranemu kapitalu.
Poslovni najemi	S sedanjo vrednostjo prihodnjih plačil za najem povečamo vrednost poslovno investiranega kapitala.

Vir: Kosi, 2004, str. 48.

V nadaljevanju bomo podrobneje pojasnili njihov vpliv na EBIT in IC ter jim dodali še dve in sicer:

- prilagoditev amortizacije osnovnih sredstev ter
- prilagoditev davka od dobička.

Pri **metodi LIFO** predpostavljamo, da tekoče poslovanje zahteva vedno določeno število enot v zalogi. Povedano drugače: podjetje sprotno porablja dodatne količine pridobljenih enot zaloge. Oddajo je potrebno obračunavati po zadnjih dejanskih cenah, končno zalogo pa po prvih (Hočevnar, Igličar, Zaman, 2002, str. 54). Če nekoliko poenostavimo in predpostavljamo, da

oddaje pomenijo poslovne odhodke, končna zaloga pa vrednost zaloge na aktivni strani bilance stanja, dejansko lahko zaključimo da:

- je vrednost zalog podcenjena ter
- poslovni odhodki precenjeni.

Neizpodbitno dejstvo je, da bo ob vse višji inflaciji zaloga tem bolj podcenjena, odhodki pa precenjeni, če bo podjetje pri vrednotenju uporabljalo metodo LIFO. Zato se podjetja v inflacijskih razmerah poslužujejo te metode, saj omogoča »stvarnejše« izkazovanje stroškov in odhodkov ter izrabo davčnih ugodnosti, a povzroča podcenjenost zalog, precenjenost stroškov oziroma odhodkov ter podcenjen EBIT. Zato je potrebno prilagoditi EBIT in mu prišteti »preveč zaračunane« poslovne odhodke; to naredimo tako da (letno) povečanje (zmanjšanje) LIFO prihranka prištejemo (odštejemo) izidu iz poslovanja. Podcenjena vrednost zalog vpliva na podcenjenost sredstev, kar pomeni podcenjenost obsega IC. Razliko med tekočo in staro vrednostjo zalog pripišemo torej IC (Kosi, 2004, str. 39-40).

Najbolje bi bilo torej za vrednotenje zalog uporabljati metodo FIFO, kar pomeni, da so tiste enote, ki so prej prejete tudi prej oddane. Oddajo je torej potrebno obračunavati po prvih, končno zalogo pa po zadnjih cenah (Hočevar, Igličar, Zaman, 2002, str. 53). Če podjetje uporablja omenjeno metodo, posebnih prilagoditev za izračun EVA<sup>®</sup> ni potrebno opraviti, saj je računovodsko izkazana vrednost zalog relativno blizu njeni tržni vrednosti, odhodki so relativno realno prikazani.

Ali pa velja morda ubrati srednjo pot in zalogo obračunavali po tehtanih oziroma drsečih povprečnih cenah ali pa se kar naslonili na pretekle izkušnje in zalogo vrednotiti po stalnih (ocenjenih, standardnih, predračunskih) cenah (Hočevar, Igličar, Zaman, 2002, str. 50)? Slovenski računovodski standardi dovoljujejo uporabo metode FIFO (zaporednih cen) ali metode tehtanih povprečnih cen, vključno z metodo drsečih povprečnih cen (SRS 4, 2006, str. 2). Poudariti velja, da nobena izmed metod ni popolna, je pa v večini primerov najbolj ustrezna metoda FIFO.

**Dolgoročne rezervacije** so dolgoročne pasivne časovne razmejitev, ki so vzpostavljene za obveznosti, za katere se lahko pričakuje, da bodo nastopile v prihodnosti šele čez več kot leto dni. Običajno so vzpostavljene za obveznosti, ki se bodo pojavile na podlagi preteklih dogodkov in katerih velikost je zanesljivo ocenjena (Hočevar, Igličar, Zaman, 2002, str. 66). Povedano si poskušamo ponazoriti s primerom: podjetje je oblikovalo za 500.000 d.e. dolgoročnih rezervacij. Kaj to pomeni? EBIT zmanjšamo za navedeni znesek. Istočasno pa se denarna sredstva ne spremenijo, saj dolgoročne rezervacije ni bilo potrebno (zaenkrat) nobenemu plačati. Torej, navedeno nas navaja, da če hočemo izračunati EVA<sup>®</sup> na dosleden način, bomo morali napraviti naslednji dve prilagoditvi (Young, O'Byrne, 2000, str. 224):

- če se v obračunskem razdobju dolgoročne rezervacije povečajo, je potrebno ta znesek (strošek), po davkih, prišteti k NOPAT oziroma ga je potrebno odšteti, če so se dolgoročne rezervacije zmanjšale ter

- vrednost dolgoročnih rezervacij v bilanci stanja prištejemo k (IC) (bilanco stanja tako pripeljemo v ravnovesje).

Definicija **stroškov raziskovanja in razvijanja** po Slovenskih računovodskih standardih je naslednja (SRS 2, 2006, str. 7):

- »stroški raziskovanja so stroški izvirnega in načrtovanega preiskovanja, ki se opravlja v upanju, da bo pripeljalo do novega znanstvenega ali strokovnega znanja in razumevanja« ter
- »stroški razvijanja so stroški prenašanja ugotovitev raziskovanja ali znanja v načrt ali projekt proizvodnje novih ali bistveno izboljšanih proizvodov ali storitev, preden se začne njihovo proizvodnjo oziroma opravljanje za prodajo.«

Pri teh stroških nastane problem ustreznega računovodskega obravnavanja, ko podjetja najpogosteje te stroške obravnavajo kot odhodke obračunskega obdobja, v katerem so nastali. Dejstvo je, da ti stroški ne vplivajo samo na poslovno uspešnost v obračunskem letu, pač pa je njihov vpliv daljnosežen. Tako v projektih, v katerih so ti stroški obravnavani v krajšem razdobju kot je doba koristnosti projekta (torej za vse projekte, katerih koristnost je daljša od enega leta, če je obračunsko obdobje eno leto), ti stroški umetno in prisilno zmanjšujejo EBIT in posledično trajni kapital (Kosi, 2004, str. 40). Slovenski računovodski standardi dovoljujejo, da stroške razvijanja, ki so nastali v podjetju, lahko, medtem ko stroške raziskovanja ni dopustno pripoznati kot neopredmeteno dolgoročno sredstvo, torej jih obravnavamo kot odhodke obračunskega obdobja (SRS 2, 2006, str. 1). Ehrbar navaja, da raziskovalci na tem področju predlagajo amortizacijsko dobo vsaj tri do štiri leta za običajne naložbe v raziskave in razvoj (dejansko so to le stroški razvijanja) ter osem let ali več za zahtevnejše naložbe v farmacevtskih podjetjih (Ehrbar, 1998, str. 168).

Pri izračunavanju EVA<sup>®</sup> stroške razvijanja in raziskovanja ne obravnavamo kot odhodke obračunskega obdobja, v katerem so nastali, zato jih prištejemo nazaj izidu iz poslovanja (EBIT) ter jih obravnavamo kot naložbo in jih prištejemo IC (Kosi, 2004, str. 41). Obravnavamo jih kot dolgoročna sredstva podjetja, s katerimi podjetje upravlja, zato jih postopno amortiziramo in obremenjujemo EBIT v več prihodnjih letih.

Podobno kot stroške razvijanja in raziskovanja, pri izračunavanju EVA<sup>®</sup>, obravnavamo tudi **stroške trženja in izobraževanja**. Tudi ti stroški predstavljajo za podjetje naložbo, katere koristnost je daljnosežna, in zato je nekorektno prikazati te stroške v celoti kot odhodke tekočega obračunskega obdobja, zmanjšati EBIT in posledično tudi dobičkonosnost podjetja. Obe vrsti stroškov sta razmeroma široki, a ne moremo mimo vsaj nekaterih glavnih vrst obeh skupin stroškov. Stroški trženja oziroma stroški za oglaševanje in promocijo vsebujejo tako: stroške trženja za uveljavljanje blagovnih znamk, za prodiranje na nove trge, stroške upravljanja blagovnih znamk, stroške za povečevanje tržnega deleža... Stroške izobraževanja pa opredelimo kot stroške, ki so namenjeni za usposabljanje in razvoj zaposlenih (Kosi, 2004, str. 41).

Model EVA<sup>®</sup> obravnava omenjene stroške kot dolgoročna sredstva podjetja. To pomeni, da jih je potrebno prišteti k obsegu IC, za njihov znesek povečati EBIT ter jih v času dobe koristnosti amortizirati – le letni znesek amortizacije je tisti, ki obremenjuje EBIT, in sicer v več prihodnjih letih.

**Strateške naložbe** donosa ne prinašajo takoj, temveč je slednji pričakovan kasneje v prihodnosti (navadno šele čez več kot eno leto). Zaradi tega bi ravnatelji lahko zavračali take naložbe, če bi se naslanjali le na ekonomski dobiček kot edini smotrni kriterij pri vrednotenju uspešnosti poslovanja in če bi le ekonomski dobiček služil kot podlaga za nagrajevanje njihove uspešnosti. WACC nove naložbe namreč takoj obremeni EVA<sup>®</sup>, medtem ko na drugi strani naložba še ne ustvarja dobička iz poslovanja, takoj pa navidezno zmanjša uspešnost poslovanja. Slednje se odrazi tudi v manjših (denarnih) nagradah ravnateljev. Potrebna je disciplina pri uporabi kapitala in pokrivanju vseh njegovih stroškov, kar je temeljna logika modela EVA<sup>®</sup>. V primeru strateških naložb je mogoče višino investiranega kapitala zadržati na posebnem začasnem računu, kateri (in vsi njegovi stroški) ne bremeni ekonomske dodane vrednosti vse dokler naložba ne prične generirati dobička iz poslovanja, se pa ti stroški redno pripisujejo na začasnem računu, katerega stanje odraža vse oportunitetne stroške te (strateške) naložbe. Potem, ko naložba glede na planirano, prične ustvarjati dobiček, se kapital s posebnega začasnega računa prenese v izračun ekonomske dodane vrednosti. Tako je ravnateljstvo usmerjeno v dvojje (Kosi, 2004, str. 41-42):

- uspešne dolgoročne strateške naložbe in
- da ravnateljstvo ne bi v želji po doseganju kratkoročnih ciljev poslovne uspešnosti zanemarilo dolgoročnih.

**Dobro ime** računovodstvo definira kot presežek nabavne vrednosti kupljenega podjetja nad določljivo pošteno vrednostjo pridobljenih sredstev, zmanjšano za dolgove pridobljenega podjetja. To pomeni presežek vrednosti, po kateri kupec kupi podjetje nad njegovo knjigovodsko vrednostjo čistih sredstev oziroma kapitala (Hočevar, Igličar, Zaman, 2002, str. 44). SRS 2 (2006, str. 3) ne dovoljuje amortiziranja dobrega imena in neopredmetenega sredstva z nedoločeno dobo koristnosti, ampak ju prevrednotuje zaradi oslabitve in tako v veliki meri rešuje prilagoditve, katere so potrebne za izračunavanje prilagojene EVA<sup>®</sup>.

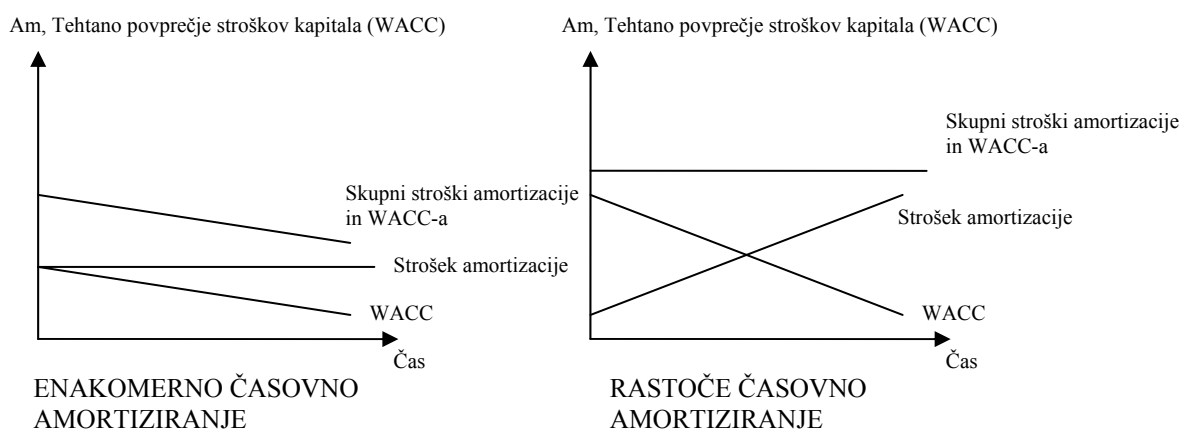
Večina podjetij uporablja enakomerno časovno amortiziranje (Kosi, 2004, str. 43). Slednje opredelimo kot **obračunavanje amortizacije** glede na dobo koristnosti amortizirljivega sredstva, pri katerem je letni znesek amortizacije pri dani nabavni vrednosti amortizirljivega sredstva vedno enak. Letna amortizacijska stopnja se tako ne spreminja. Poleg časovnega načina poznamo tudi funkcionalnega, pri katerem obračunavamo amortizacijo glede na dejansko uporabo amortizirljivega sredstva v posameznem obdobju (Hočevar, Igličar, Zaman, 2002, str. 78). To je v podjetjih, ki niso proizvodna zelo zahtevno.

V podjetjih, kjer imajo veliko sredstev (opreme) z daljšo dobo koristnosti način enakomernega časovnega amortiziranja ni primeren. Letna amortizacijska stopnja in amortizirljivi znesek sta enaka, a pada WACC, saj se obseg IC zmanjšuje, zaradi stare opreme (sredstev), ki zastareva. Posledica je nižja vrednost te opreme in tako je WACC nižji kot pa pri novi opremi, katere

vrednost je višja in je posledično višji tudi obseg IC. Enakomerno časovno amortiziranje povzroča izogibanje investicij v novo opremo, ker je EVA<sup>®</sup> v prvih letih amortiziranja manjša, z dobo amortiziranja pa se povečuje, čeprav podjetje ne ustvarja večjega dobička. Neodpisana vrednost je tista, ki ni stvarno prikazana. Ravnatelji so tako demotivirani za nakup nove opreme, saj je kot že rečeno stara podcenjena.

Problem je mogoče rešiti z uporabo rastočega časovnega amortiziranja, kjer so letni zneski amortizacije v prvih letih dobe koristnosti nižji (WACC je zaradi višje vrednosti opreme višji) in skozi leta dobe koristnosti naraščajo (WACC pa pada). Vsota letnega zneska amortizacije in WACC med leti ostaja konstantna (Kosi, 2004, str. 43). Amortizacijska stopnja se v obdobjih (letih) progresivno povečuje. Povedano prikazujemo s Sliko 3:

Slika 3: Razlika med enakomernim in naraščajočim načinom časovnega amortiziranja z vidika EVA<sup>®</sup>



Vir: Lasten prikaz.

Slovenski računovodski standardi opredelijo finančni **najem** kot »najem, pri katerem se pomembna tveganja in pomembne koristi, ki so povezane z lastništvom nad najetim opredmetenim osnovnim sredstvom, prenesejo na najemnika. Lastninska pravica lahko preide na najemnika ali pa tudi ne. Takega najema praviloma ni mogoče enostransko razveljaviti. Najemodajalcu zagotavlja povrnitev naložbe v najem in še dobiček« (SRS 1, 2006, str. 7). Sredstva v finančnem najemu so izkazana v bilanci stanja najemnika, zato prilagoditve niso potrebne.

SRS definirajo poslovni najem kot »vsak najem, ki ni finančni« (SRS 1, 2006, str. 9). Stvari, ki so predmet poslovnega najema, so pri najemniku (najemodajalcu) prikazane le izvenbilančno. To pomeni, da je vrednost sredstev, ki je izkazana v bilanci stanja nižja kot v primeru lastništva teh istih sredstev. Tovrstni najemi se ne štejejo med sredstva oziroma angažiran kapital v poslovnem procesu. Zato jih je potrebno prišteti IC. Ker pa je poslovni najem siloma podoben dolgoročnemu dolgu, je pri ugotavljanju zneska, s katerim bomo povečali IC potrebna previdnost. Sedanja vrednost prihodnjih plačil za najem je namreč nižja kot seštevek teh plačil,

saj je plačila potrebno diskonirati s tehtano povprečno ceno dolgoročnih dolgov (Kosi, 2004, str. 44).

Potrebno je ugotoviti tudi vse stroške povezane s poslovnim najemom (ki so v izkazu poslovnega izida zajeti med različnimi postavkami izkaza uspeha – na primer med stroški prodanih proizvodov in blaga ali med drugimi odhodki) in za njihov znesek povečati EBIT.

Model EVA<sup>®</sup> kot rezultat poslovanja, ki najbolje odraža dolgoročno sposobnost podjetja, da ustvarja denarne tokove za investitorje iz poslovne dejavnosti ob tveganju, ki je značilno za to dejavnost, uporablja računovodsko prilagojen dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPAT). Slednji predstavlja donos, katerega je podjetje ustvarilo izključno z osnovno dejavnostjo v posameznem letu in se zato razlikuje od računovodsko izkazanega izida iz poslovanja (EBIT). Podjetje lahko poleg v osnovno, svoja sredstva vlaga tudi v druge, neosnovne dejavnosti. Investitorji izbirajo podjetja glede na specifične poslovne dejavnosti in njihova tveganja, zato pri ugotavljanju uspešnosti podjetja iz ekonomskega vidika upoštevamo le sredstva, ki jih je podjetje angažiralo za opravljanje svoje osnovne poslovne dejavnosti. Teh je seveda lahko več. NOPAT je tako očiščen vseh nedenarnih postavk, postavk izrednih poslovnih dogodkov, stroškov tekočega obdobja, ki bodo šele dolgoročno vplivali na pozitivni denarni tok, ter prilagoditev, ki so rezultat bilančne politike in izbranih računovodskih metod, dopustnih s strani računovodskih standardov (Kosi, 2004, str. 46).

Za izračun ustrezne višine NOPAT je nato potrebno ugotoviti tudi ustrezno **višino davka** od dobička, saj je podjetje kot davčno osnovo pri plačilu davka od dobička uporabilo EBIT, katerega smo v zgoraj omenjenih prilagoditvah popravili in tako izračunali relevanten poslovni izid (ki še ni NOPAT). Posledično znesek davka od dobička, ki ga je podjetje plačalo ni ustrezen, saj je bila davčna osnova višja (nižja) kot pa bo osnova, katero bomo uporabili pri izračunu davka od dobička in tako dobili NOPAT. Povedano najenostavneje naredimo tako, da na popravljeni poslovni izid (prilagojeni EBIT oziroma NOPAT pred obdavčitvijo) apliciramo efektivno davčno stopnjo podjetja, ki jo izračunamo kot razmerje med dejansko plačanim davkom in davčno osnovo. Sedaj imamo popravljeni znesek davka, ki ga enostavno odštejemo od prilagojenega (popravljenega) izida iz poslovanja (prilagojenega EBIT oziroma NOPAT pred obdavčitvijo) in tako izračunamo NOPAT (Kosi, 2004, str. 45).

Druga različica bolj poudarja razliko v strukturi EBIT in prilagojenega EBIT oziroma NOPAT pred obdavčitvijo, saj od dejansko plačanega davka podjetja sorazmerno odštejemo tiste dele postavk, ki jih pri popravljanju dobička iz poslovanja (prilagojenega EBIT oziroma NOPAT pred obdavčitvijo) nismo upoštevali. Povedano z drugimi besedami: davek iz dobička prilagodimo tako, da upoštevamo samo tiste postavke (oziroma dele le-teh), ki so skupne EBIT in prilagojenemu EBIT oziroma NOPAT pred obdavčitvijo ter na taki osnovi izračunamo popravljeni znesek davka od dobička, ki ga odštejemo od prilagojenega EBIT oziroma NOPAT pred obdavčitvijo in izračunamo NOPAT (Kosi, 2004, str. 45).



S prilagoditvami smo prikazali, kako popravljamo EBIT in IC ter tako posredno popravljamo tudi EVA<sup>®</sup>. Glede na število teh upoštevanih prilagoditev (skupno jih je preko 160) ločimo naslednje štiri različice ekonomske dodane vrednosti (Ehrbar, 1998, str. 164-166):

1. **osnovno (bazično) ekonomsko dodano vrednost**, ki pri izračunu upošteva zgolj podatke, ki izhajajo iz računovodskih izkazov, brez kakršnihkoli prilagoditev. S to različico se ravnateljstvo podjetja zaveda stroškov financiranja, ki jih povzročajo viri (predvsem pomembno je, da se ravnateljstvo prične zavedati stroškov kapitala), a vse anomalije računovodskega procesa so pri tem izračunu ohranjene, saj se izvernih računovodskih podatkov ne popravlja;
2. **razkrito ekonomsko dodano vrednost**, kjer podjetje že izvede približno deset standardnih prilagoditev glede na objavljene računovodske izkaze. Vseeno pa ostaja razkrita EVA<sup>®</sup> slabo sodilo uspešnosti poslovanja za ravnateljstvo podjetja, zato se poskuša njeno izrazno moč povečati z nadaljnjimi prilagoditvami računovodskih podatkov. Tako dobljeni sta naslednji različici:
3. **podjetju prikrojena ekonomska dodana vrednost**, ki jo dobimo tako, da izračun prilagodimo konkretnemu podjetju glede na njegovo osnovno dejavnost(i), organizacijsko strukturo, strategijo ter izbrano računovodsko politiko. Tako dobljena je EVA<sup>®</sup> »po meri«<sup>®</sup> podjetja. Pomembno je uravnotežiti enostavnost izračuna in razumljivost ter natančnost in globino računovodskih prilagoditev (ne smemo se začeti izgubljati v podrobnostih);
4. **prava ekonomska dodana vrednost**, ki sloni na teoretično pravilnem merjenju in izračunavanju EVA<sup>®</sup> ter upošteva vse prilagoditve računovodskih izkazov in natančno izračunane stroške kapitala za vsak del (enoto) podjetja. Postavlja se vprašanje smotrnosti tako natančnega izračuna v praksi, saj mejne koristi ne presegajo mejnih stroškov, ko ga izvedemo.

Poglavje bomo sklenili še z razmejitvijo dveh izrazov, ki jih nekateri avtorji (nespametno) enačijo. In sicer gre za pojma ekonomski dobiček in ekonomska dodana vrednost. S Sliko 4 prikazujemo, zakaj je ustrezneje ekonomski dobiček enačiti z osnovno (bazično) ekonomsko dodano vrednostjo in ne z ekonomsko dodano vrednostjo, saj s tem posredno enačimo zgoraj navedene štiri različice EVA<sup>®</sup>, med katerimi pa so pomembne razlike.

Slika 4: Razlika med ekonomskim dobičkom in EVA<sup>®</sup>

$$EVA^{\text{®}} = EBIT - \text{stroški kapitala} \pm \text{računovodske prilagoditve}$$



Vir: Dimc, 2005, str. 19.

## 6. Prednosti in slabosti modela EVA<sup>®</sup>

Nekatere empirične raziskave so pokazale dokaj močno korelacijo med modelom EVA<sup>®</sup> in vrednostmi, merljivimi na trgu kapitala. Iz tega sledi, da uporaba modela kot sodila uspešnosti spodbuja usklajenost odločanja ravnateljstva na vseh ravneh z interesi lastnikov za povečevanje vrednosti podjetja. Na drugi strani pa nekatere druge empirične raziskave ne dajejo bistvene prednosti modelu kot merilu uspešnosti poslovanja (Martin, Petty, 2000, str. 195). Glavne prednosti in slabosti modela prikazujemo v Tabeli 3:

Tabela 3: Prednosti in slabosti modela EVA<sup>®</sup>

PREDNOSTI	SLABOSTI
Model je možno koristno uporabljati tudi na nižjih ravneh (dobičkovnih centrih), saj je izredno pomembno, da je dobičkovni center obremenjen s stroški financiranja (v višini tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) za vsa angažirana sredstva za njegovo poslovanje).	Nevarnost, da bi model obravnavali preveč enostavno oziroma kratkoročno. To pomeni, da bi ukrepali zlasti v smeri zmanjševanja kapitala, ne pa v smeri rasti.
Uporabnost; temeljno sodilo na vseh področjih poslovanja: naložbenem (saj se v tem primeru izenači z neto sedanjo vrednostjo), pri združevanju, razdruževanju in prevzemanju podjetij, pri finančnem prestrukturiranju in sanacijah podjetij ter optimiranju strukture financiranja podjetja.	Določena slabost modela se pokaže v dejavnostih z visokim odstotkom neopredmetenih dolgoročnih sredstev, kot so blagovne znamke in podobno, saj je težje ovrednotiti vloženi kapital.
Enostavnost.	Težave pri uporabi v finančnih institucijah (zaradi predpisov o kapitalu in njegovi uporabi) in v zelo mladih podjetjih, ki ne razpolagajo z zanesljivimi podatki.

Vir: Bergant, 1998, str. 96.

Zaradi enostavnosti je EVA<sup>®</sup> razumljiva tudi ravnateljstvu s slabšim ekonomskim znanjem in služi kot sredstvo za komuniciranje tako znotraj podjetja kot z okoljem. Ravnateljstvu pomaga pri osredotočanju na dejavnike, ki povečujejo vrednost podjetja za njihove lastnike. Zaposlencem pa omogoča, da s finančnimi in nefinančnimi prijemi vplivajo na višino EVA<sup>®</sup>. Kako neposredno in močno vplivajo je odvisno od ravni v podjetju oziroma organizacijski enoti (dobičkovnem centru), na kateri se nahajajo. EVA<sup>®</sup> upošteva ceno vseh virov financiranja in tako usmerja pozornost ravnateljstva na racionalno uporabo sredstev, ne le na doseganje EBIT. Tako spodbuja zavedanje ravnateljstva, da ima vloženi kapital v poslovnem procesu svojo ceno. Model usklajuje cilje ravnateljstva s cilji lastnikov in tako pripomore k zmanjševanju konflikta med lastniki (principali) in ravnatelji (agenti). Slednje se lahko razume tudi kot slabost modela, saj posledično v ospredje postavlja interese lastnikov, medtem ko odgovornost podjetja do drugih interesnih skupin (razen ravnateljstva) pušča ob strani. Slabost je manj izrazita v anglosaksonskih podjetjih, kjer kot primarni cilj podjetja prevladuje ustvarjanje vrednosti za lastnike. V kontinentalni Evropi je slabost modela bolj izrazita, saj je pomembno tudi pravilno

uravnoteženje interesov med lastniki, ravnatelji, ostalimi zaposlenci, kupci, dobavitelji ter okoljem (Dimc, 2005, str. 68).

Avtorji modela EVA<sup>®</sup> ponujajo preko 160 prilagoditev (v diplomskem delu smo jih obravnavali le 9), a z večjim številom prilagoditev postane model nepregleden in manj razumljiv uporabnikom, predvsem tistim na nižjih organizacijskih ravneh. Bistvena slabost modela je tudi, da ima način upoštevanja tveganj v ceni virov financiranja vse slabosti finančnih modelov, ki izhajajo iz predpostavke popolno delujočega finančnega trga. Pri izračunu EVA<sup>®</sup> se tako srečujemo s težavami, ko merimo WACC, še večje težave pa se pojavijo pri ocenjevanju stroškov kapitala, kjer problem ni samo v izbiri primerne metode (modela), ampak so del problema tudi podatki za te metode (modele), saj so običajno ocenjeni na podlagi preteklih (zgodovinskih) podatkov o poslovanju podjetij (koeficient  $\beta$  na primer) (Dimc, 2005, str. 69).

Pavšalna ocena bi lahko potrdila, da se pomanjkljivosti modela skrivajo v prevladovanju kratkoročne usmerjenosti kot na primer: dajanje prednosti investicijam s kratko dobo odplačila; zanemarjanje vlaganj v R&D; zanemarjanje vlaganj v promocijo, vzdrževanje; zniževanje zalog ob koncu leta in podobno; vendar pa ravno s prilagoditvami, katerim smo tudi s tem namenom posvetili kar zajeten del diplomskega dela, te pomanjkljivosti odpravljamo in osnovno spreminjamo v pravo EVA<sup>®</sup>, v pravem pomenu besede.

Poglavje zaključimo z opozorilom, da se je pri uporabi modela EVA<sup>®</sup> kot sodila dosežkov ravnalcev potrebno zavedati, da to ni vseobsegajoče sodilo učinkovitosti in uspešnosti njihovega ravnanja, s katerim nadomeščamo kvalitativna in/ali druga kvantitativna sodila. Poleg enodobnega zneska EVA<sup>®</sup> je potrebno dosežke presojati tudi z uporabo dolgoročnih in nefinančnih sodil, posebno je to pomembno, ko gre za poslovne enote podjetja, ki so usmerjene v rast (Korošec, 2001, str. 115). Model uravnoteženih kazalcev uspešnosti z izhodiščem v modelu EVA<sup>®</sup> je lahko dobra rešitev.

## 7. Predstavitev in poslovanje Skupine Istrabenz

Skupina Istrabenz je mednarodna poslovna skupina z večimi dejavnostmi. Sestavlja jo skupina družb, ki jih upravlja holdinška družba Istrabenz, d.d.<sup>7</sup>. Skupina je organizirana na pet strateških poslovnih področij (divizij), ki jih predstavljamo v nadaljevanju.

Strateško poslovno področje energetika je sestavljeno iz plinske dejavnosti (Skupina Istrabenz plini), dejavnosti Skupine Istrabenz energetski sistemi (Skupina Istrabenz Gorenje) ter dejavnosti pretovora in skladiščenja naftnih derivatov (Instalacija d.o.o.). V plinski dejavnosti je krovna družba Istrabenz plini s sedežem v Kopru. Poleg nje so v tej dejavnosti še odvisne družbe: Plinarska Maribor v Sloveniji ter družbi Montkemija, Bakar, in Disuplin Porto Re, Kraljevica na Hrvaškem. Dejavnost skupine zajema celoten spekter trženja plinov: utekočinjeni naftni plin, tehnični in specialni plini, aplikativne tehnologije in zemeljski plin. Krovna družba pri

---

<sup>7</sup> V Prilogi 2 prikazujemo organigram holdinške družbe Istrabenz, d.d.

energetskih sistemih je družba Istrabenz Gorenje energetski sistemi s sedežem v Novi Gorici. Njene odvisne družbe imajo sedeže v Avstriji, Bosni in Hercegovini ter Sloveniji. To so družbe: Intrade Energija, Sarajevo; Vitales, Sarajevo; APC, Dunaj; Istrabenz Gorenje, Ljubljana; IG Prodaja, Nova Gorica in Biotoplota, Nova Gorica. Skupina se ukvarja predvsem s proizvodnjo, distribucijo in trgovanjem električne energije in z inovativnimi rešitvami na področju trajnostne energetike, učinkovite rabe energije in rabe obnovljivih virov energije. V dejavnosti pretovor in skladiščenje posluje družba Instalacija s sedežem na Serminu pri Koprju. Osnovna dejavnost družbe je skladiščenje in pretovarjanje naftnih derivatov. Instalacija je največje in najboljše opremljeno skladišče naftnih derivatov v Sloveniji (Istrabenz Energetika, 2007).

Krovna družba divizije turizem je družba Istrabenz Turizem s sedežem v Portorožu. Družba ima večinski delež v odvisnih družbah: Postojnska jama, turizem; Turistična družba Kras; Marina Koper ter v družbi Grand hotel Adriatic, Opatija, na Hrvaškem. V področje turizma sodi tudi družba Istrabenz hoteli Portorož, ki ima v lasti stari hotel Palace ter hotele Slovenija, Neptun, Riviera, Apollo in Mirna. V okviru turističnega področja se razvija mednarodna hotelska veriga LifeClass. LifeClass ponuja hotelske, gostinske, wellness in kongresne storitve, ki jih spremlja bogata kakovostna dopolnilna ponudba (Istrabenz Turizem, 2007).

Divizija naložb združuje projekte, ki niso umeščeni v strateške dejavnosti Skupine Istrabenz. Z njimi Skupina zasleduje strategijo razpršitve naložb ob doseganju pričakovanih večjih donosov na vložena sredstva. Področje sestavljajo: Skupina OpenAd ter družbi Zastava Istrabenz Lizing in IP Obala. Krovna družba divizije naložb je Skupina OpenAd s krovno družbo OpenAd s sedežem v Zürichu, sestavljajo pa jo še odvisne družbe: OpenAd.net iz Londona, OpenAd, Ljubljana, in Futura iz Ljubljane (Istrabenz Naložbe, 2007).

Krovna družba na področju prehrane je Droga Kolinska s sedežem v Ljubljani. Področje poleg matičnega podjetja zajema še 24 povezanih podjetij v Sloveniji, na Hrvaškem, v Bosni in Hercegovini, Srbiji in Črni gori, Makedoniji, na Švedskem in v Rusiji. Osnovna dejavnost prehranskega področja je proizvodnja prehranskih artiklov, v okviru katere prinaša na trg široko paleto živilskih izdelkov. Med njimi so najbolj znane blagovne znamke za kavo Barcaffè, za gazirano brezalkoholno pijačo Cockta, paštete Argeta in mineralno vodo Donat. Med ostalimi 24 povezanimi podjetji velja izpostaviti vsaj naslednje tri: Grand Prom AD, Grand Kafa AD in Soko Štark (Istrabenz Prehrana, 2007).

Krovna družba na področju informatike je podjetje Actual I.T. s sedežem v Koprju. V skupino sodijo še družbe Actual I.T., Hrvaška, Actual BH in Actual, Beograd. Osnovna dejavnost informacijske družbe Actual I.T. je zunanje izvajanje informacijskih storitev (outsourcing IT) in sistemska integracija. Družba izvaja informacijsko podporo za družbe v Skupini Istrabenz (Istrabenz Informatika, 2007).

Računovodske podatke za poslovanje Skupine za leto 2006 smo pridobili na osnovi revidiranih konsolidiranih računovodskih izkazov Skupine Istrabenz za leto 2006. V Tabeli 4 (str. 27) prikazujemo nekatere pomembnejše poslovne rezultate v letih 2005 in 2006:

Tabela 4: Rezultati poslovanja za Skupino v letu 2005 in 2006 ter primerjava po obsegu

Postavke	Zneski v 000 SIT		
	2006	2005	Indeks 2006/2005
Poslovni prihodki	171.745.886	141.572.429	121
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	8.505.569	3.678.487	231
Poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA)	17.428.268	11.854.988	147
Čisti dobiček	6.874.438	3.121.181	220
Kapital	96.420.959	87.438.651	110

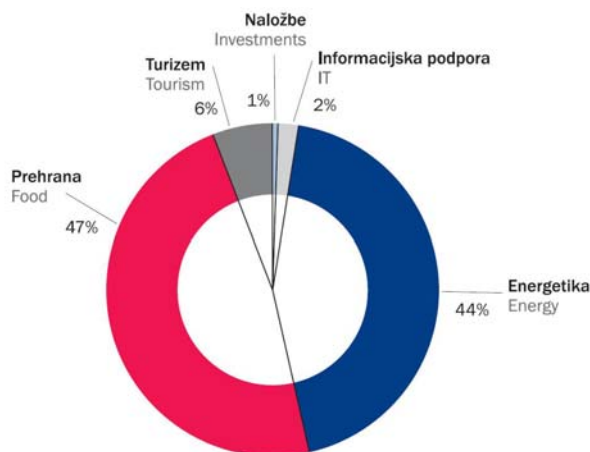
Vir: Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 55.

Na tem mestu velja omeniti predvsem tri dogodke, ki so pomembneje zaznamovali poslovanje Skupine, in sicer (Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 55):

- zaradi razvrstitve 22,71 odstotnega deleža v družbi Mercator, d.d., med naložbe v pridružene družbe je v izkazu poslovnega izida za leto 2006 zajet sorazmerni delež čistega dobička (4,23 mrd SIT) družbe Poslovni sistem Mercator, d.d. Doseženi čisti poslovni izid družbe Mercator, d.d. v letu 2006 je posledica uspešnega poslovanja družbe ter delno tudi učinek enkratnih prihodkov, ki jih je družba Mercator, d.d. evidentirala zaradi odprave slabih imen ob pripojitvi odvisnih družb k matični družbi v letu 2006;
- s prodajo 49,95 odstotnega deleža družbe Istrabenz energetski sistemi je Skupina od avgusta 2006 dalje konsolidirala le sorazmerni del nove družbe Istrabenz Gorenje energetski sistemi. Z oktobrsko prodajo polovičnega deleža v njeni hčerinski družbi pa so sorazmerno konsolidirani rezultati v novembru in decembru 2006. Vpliv teh sprememb se kaže v manjših prihodkih od prodaje Skupine, ki so znašali 171,7 mrd SIT v letu 2006, kar je 21 odstotkov več kot leta 2005 in skladno s poslovnim načrtom;
- poslovanje družb Grand Prom in Soko Štark, ki sta bili leta 2005 vključeni le nekaj mesecev, v letu 2006 celo leto, v letih 2004 in 2003 pa ne.

Izid iz poslovanja (EBIT) je glede na leto 2005 zrasel za 131 odstotkov, izid iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) pa za 47 odstotkov. Poslovne načrte so presegle divizije energetika v delu energetskih sistemov ter pretovora in skladiščenja, prehrana in informatika. Skladno z načrti je poslovala divizija energetika v delu plinske dejavnosti, za načrti je zaostala divizija turizem, v določeni meri tudi divizija naložbe (Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 56). Strukturo prihodkov Skupine prikazujemo s Sliko 5 (str. 28):

Slika 5: Struktura prihodkov Skupine po posameznih divizijah



Vir: Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 56.

Finančni prihodki so bili za 41 odstotkov višji od načrtovanih, predvsem zaradi tečajnih razlik, povezanih z rastjo vrednosti srbskega dinarja. Načrte je pri dobičkih iz deležev preseгла tudi holdinška družba. 7 odstotkov večji odhodki iz financiranja so posledica višje rasti referenčne obrestne mere Euribor. Poudarimo, da je bil izid iz financiranja v letu 2006 negativen in je znašal -1,369 mrd SIT (Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 56).

Čisti poslovni izid v višini 6.874 mio SIT je 120 odstotkov višji od načrtovanega in kar za 120 odstotkov višjih od tistega v letu 2005 ob bilančni vsoti 251,6 mrd SIT, katero v 82 odstotkih predstavljajo dolgoročna, v 18 pa kratkoročna sredstva (Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 56).

Kapital Skupine je 31.12.2006 znašal 96,4 mrd SIT in je dosegel 10 odstotno rast. Povečanje izhaja predvsem iz povečanja lastnega kapitala, ki se je v opisanem obdobju povečal za 22 odstotkov, na 59,5 mrd SIT. Kapital manjšinskih lastnikov se je v letu 2006 zmanjšal zaradi prevzema družbe Droga Kolinska, odkupa deleža Mestne občine Maribor v družbi Plinarna Maribor ter odkupov deležev manjšinskih lastnikov v družbi Grand hotel Adriatic (Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 57).

Čista dobičkonosnost kapitala večinskega lastnika znaša 7,34 odstotka. Izračunana je iz razmerja med čistim poslovnim izidom večinskega lastnika obračunskega obdobja in povprečnim stanjem kapitala večinskega lastnika, izračunanim med stanjem kapitala večinskega lastnika na dan 31.12.2005 in 31.12.2006. Čisti dobiček na delnico, znaša 741,81 SIT. Izračunan je iz razmerja med doseženim čistim poslovnim izidom večinskega lastnika obračunskega obdobja in številom izdanih delnic holdinške družbe Istrabenz, d.d. Knjigovodska vrednost delnice na dan 31.12.2006 pa znaša 11.487,88 SIT (Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 57).

To poglavje diplomskega dela bomo sklenili z nekaterimi cilji Skupine za leto 2007 (gre torej za kratkoročne cilje) in jih primerjali z doseženim v letu 2006 (Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006, str. 58):

- čisti prihodki od prodaje bodo znašali 635 mio EUR (152,2 mrd SIT); zaradi prodaje polovičnega deleža krovne družbe področja energetske sistemi (Skupina Istrabenz Gorenje) in le 50 odstotne konsolidacije, bodo 10 odstotkov nižji kot leta 2006;
- dobiček iz poslovanja (EBIT) bo znašal 32,8 mio EUR (7,9 mrd SIT) in bo za 7 odstotkov nižji od EBIT v letu 2006;
- dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) bo dosegel 71,3 mio EUR (17,1 mrd SIT) in bo za 2 odstotka nižji od EBITDA v letu 2006;
- v Skupini Istrabenz bo angažiranih 1.102 mio EUR sredstev (264,1 mrd SIT), kar je za 5 odstotkov več kot v letu 2006;
- čisti poslovni izid bo dosegel 26,3 mio EUR (6,3 mrd SIT), kar je za 35 odstotkov manj kot v letu 2006;
- donos na kapital večinskega lastnika bo 8,5 odstoten (v letu 2006 7,34 odstoten). 18,3 mio EUR (4,4 mrd SIT) bo čistega dobička za večinskega lastnika, v letu 2006 16 mio EUR (3,8 mrd SIT), torej za 14 odstotkov več kot leta 2006.

## **8. Spremljanje uspešnosti Skupine Istrabenz z modelom**

### **EVA<sup>®</sup>**

Izračuna EVA<sup>®</sup> se bomo lotili po t.i. finančnem pristopu in uporabili Enačbo 4 (str. 8). Sistematično bomo izračunali posamezne elemente enačbe, in sicer jih bomo računali za leta 2006, 2005, 2004 in 2003. V diplomskem delu bomo pri vseh elementih enačbe slednje izračunali samo za leto 2006 (zaradi omejenosti prostora), vse ostale izračune pa bomo predstavili v prilogah. Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala je prikazan v Prilogi 3, izračun ROIC, IC in EVA<sup>®</sup> pa v Prilogi 5. V Prilogah 6 in 7 prikazujemo še bilanco stanja in izkaz poslovnega izida za vsa potrebna leta, katere smo uporabili kot osnovo za izračun.

### **8.1. Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala**

Podatke za izračun smo črpali s spletne strani Damodaran (Professor Aswath Damodaran Online, 2007), ki ponuja zares zelo pregleden in brezplačen vir za računanje WACC na področju ZDA. V primeru Skupine bomo izračunali WACC na način, da posamezna strateška področja ponderiramo glede na delež prihodkov, ki jih prinašajo v skupnih prihodkih Skupine, pri tem pa kot ustrezne višine WACC jemljemo izračune za naslednje dejavnosti na področju ZDA (Priloga 3):

- zabava (angl. entertainment) predstavlja SPP (strateško poslovno področje) turizem;
- pridelava hrane (angl. food processing) in prodaja hrane (angl. food wholesalers) predstavlja hrano; pijače (angl. beverages, soft drink) predstavljajo področje pijač in trg (angl. market) predstavlja ostalo; vsi trije skupaj: hrana, pijače in ostalo predstavljajo SPP prehrane;

- informacijske storitve (angl. information services) predstavljajo SPP informatika;
- zemeljski plin (angl. natural gas), energetski sistemi in pretovor in skladiščenje (angl. packaging & container) predstavljajo SPP energetika. Električna energija (angl. electric utility) za območje vzhodne, zahodne in srednje Amerike, premog (angl. coal) in ostalo predstavljajo energetske sisteme;
- ker za naložbe pričakujemo večjo donosnost kot je povprečna na ameriškem trgu, smo pri njih kot ustrezno primerjavo vzeli višino WACC za ameriški trg.

WACC po posameznih dejavnostih na ameriškem trgu je izračunan kot:

$$WACC = (r_e * ((E/(D+E))) + (r_{d,at} * ((E/(D+E)))) \quad (11)$$

$r_e$  – strošek kapitala

$r_{d,at}$  – strošek dolga po davkih

$E$  – povprečno stanje kapitala podjetja

$D$  – povprečno stanje dolga podjetja

Za SPP turizem je WACC v letu 2006 enak 9,85 odstotkov (Tabela 5, str. 31). Turizem predstavlja 6 odstotkov vseh prihodkov Skupine. Za SPP prehrana izračun ni več tako preprost. Prihodki SPP prehrana so sestavljeni v 53 odstotkih iz prihodkov od hrane, v 46 odstotkih iz pijač, 1 odstotek pa predstavljajo ostali prihodki (Letno poročilo 2006, str. 72). Skupaj torej 100 odstotkov. Ponderiramo jih tako, da prihodke od hrane arbitrarno razdelimo na polovico in glede na podatke razpoložljive za ameriški trg predpostavimo: 50 odstotkov jih prihaja iz naslova pridelave hrane (angl. food processing) in 50 odstotkov iz naslova prodaje hrane (angl. food wholesalers). Skupina je šele v letu 2006 konsolidirala družbo Droga Kolinska d.d. (pridelava hrane), v letu 2005 pa je poslovanje prvič vključevalo tudi SPP prehrana. Hrana predstavlja v letu 2006 2\*12,46 odstotkov (skupaj 24,92 odstotkov), pijače 21,62 odstotkov in ostalo 0,47 odstotkov celotnih prihodkov Skupine, oziroma skupaj 47 odstotkov. Toliko predstavlja delež SPP prehrana v celotnih prihodkih Skupine. SPP informatika predstavlja 2 odstotka celotnih prihodkov. Prihodki za SPP energetika v Letnem poročilu 2006 niso bili prikazani na način kot pri SPP prehrana, zato smo njihovo strukturo računali nekoliko drugače.

90,369 mrd SIT so bili skupni prihodki SPP energetika od tega 16,403 mrd SIT v plinski dejavnosti, 71,151 mrd SIT v energetskih sistemih in 2,813 mrd SIT na pretovoru in skladiščenju. Skupaj torej 90,369 mrd SIT, ki predstavljajo ponder 1 oziroma 100 odstotkov. Podatki za ZDA so strukturirani nekoliko drugače, zato smo energetske sisteme razdelili glede na električno energijo (3\*31,67 = 95 odstotkov), premog 3 odstotke in ostalo 2 odstotka, skupaj torej 100 odstotkov oziroma 71,152 mrd SIT. SPP naložbe predstavlja 1 odstotek v celotnih prihodkih Skupine.

Tako smo dobili ponderirane točke, ki smo jih izračunali kot WACC pomnožen z deležem posamezne dejavnosti v celotnih prihodkih Skupine.



Tabela 5: WACC, delež v prihodkih in ponderirane točke posamezne dejavnosti in SPP

SPP	Prihodki SPP (v primerjavi s celotnimi)	Industry Name (dejavnost v ZDA)	Struktura SPP (glede na celotne prihodke Skupine)	WACC	Ponderirane točke
<b>Turizem</b>	6,00%				
		Entertainment	6,00%	9,85%	0,59%
<b>Prehrana</b>	47,00%				
Hrana	26,50% od 47,00%	Food Processing	12,46%	6,75%	0,84%
	26,50% od 47,00%	Food Wholesalers	12,46%	6,60%	0,82%
Pijače	46% od 47,00%	Beverage (Soft Drink)	21,62%	6,91%	1,49%
Ostalo	1% od 47%	Market	0,47%	8,73%	0,04%
<b>Informatika</b>	2,00%				
		Information Services	2,00%	8,20%	0,16%
<b>Energetika</b>	44,00%				
Plin	18,15% od 44%				
		Natural Gas (Distrib.)	7,99%	6,00%	0,48%
Energetski sistemi	78,73% od 44,00%				
Električna energija	31,67% od (44,00%*78,73%=34,64%)	Electric Util. (Central)	10,97%	6,22%	0,68%
	31,67% od (44,00%*78,73%=34,64%)	Electric Utility (East)	10,97%	6,26%	0,69%
	31,67% od (44,00%*78,73%=34,64%)	Electric Utility (West)	10,97%	6,54%	0,72%
Premog	3% od (44,00%*78,73%=34,64%)	Coal	1,04%	8,43%	0,09%
Ostalo	2% od (44,00%*78,73%=34,64%)	Market	0,69%	8,73%	0,06%
Pretovor in skladiščenje	3,11% od 44%				
		Packaging & Container	1,37%	6,72%	0,09%
<b>Naložbe</b>	1,00%				
		Market	1,00%	8,73%	0,09%
<b>Skupaj</b>	<b>100,00%</b>		<b>100,00%</b>		<b>6,85%</b>

Vir: Professor Aswath Damodaran Online, 2007, Lasten izračun.

Tako izračunanemu WACC smo dodali še popust v višini dveh odstotnih točk v primeru optimističnega scenarija in ustrezno stopnjo za deželno tveganje (v višini 0,9 odstotnih točk za leto 2006), v primeru pesimističnega scenarija (Professor Aswath Damodaran Online, 2007).

Kot smo že omenili se je šele v letu 2005 oblikovala Skupina Droga Kolinska d.d., v SPP prehrana, tako da smo kot hrano v letu 2005 v celoti upoštevali samo dejavnost prodaja hrane (angl. food wholesalers), saj se na dan 1.1.2005 Skupina s pridelavo (proizvodnjo) hrane (angl. food processing) ni ukvarjala. V letih 2004 in 2003 SPP prehrana sploh ni bilo, kar nakazuje na fazo, v kateri se nahaja Skupina, in sicer fazo rasti.

Prav tako naj opozorimo, da delež v prihodkih Skupine posameznih SPP po letih ni enak, pa tudi premija za deželno tveganje je drugačna (na to vpliva ocena, ki jo mednarodne institucije – na primer: Standard & Poor's, Business Environment Risk Intelligence (BERI), Control Risks Group (CRG), Euromoney, Institutional Investor, Economist Intelligence Unit (EIU), Moody's Investor Service ter Risk & Payment Review – pripišejo okolju, ki vlada v Republiki Sloveniji). Kot vemo, se je stanje v Sloveniji v zadnjih (na primer petnajstih) letih drastično izboljšalo, kar pomeni, da se posledično deželna, finančna in poslovna tveganja zmanjšujejo. Stopnja deželnega tveganja torej pada in znaša: za leto 2006 0,9 odstotne točke; za leto 2005 0,9 odstotne točke; 2004 1,05 odstotne točke ter 2003 1,05 odstotne točke (Professor Aswath Damodaran Online, 2007).

## 8.2. Izračun donosnosti na poslovno investiran kapital (ROIC)

ROIC smo izračunali tako, da smo NOPAT primerjali s IC (njegovim povprečnim stanjem). Z Enačbo 12 prikazujemo, kako je bil izračunan NOPAT po posameznih letih:

$$\text{NOPAT} = (\text{Prihodki od prodaje} - \text{stroški prodanega blaga, materiala in storitev} - \text{stroški dela} - \text{amortizacija}) \cdot (1 - \text{efektivna stopnja obdavčitve}) \quad (12)$$

Pri izračunu NOPAT računovodskih prilagoditev nismo izvedli v smislu korigiranja posameznih postavk v izkazu poslovnega izida Skupine (konsolidiran izkaz), pač pa nekaj postavk nismo vključili v izračun NOPAT pri čemer so vključene v izidu iz poslovanja (EBIT). V izračunu NOPAT niso upoštevane: spremembe vrednosti zalog, odpisi vrednosti ter drugi poslovni prihodki in odhodki. Razlog je, da je te prilagoditve zunanjemu opazovalcu silno težko izvesti, saj zahtevajo poznavanje nekaterih notranjih procesov in informacij, ki pa niso na voljo.

Končna prilagoditev za dejansko obdavčitev je bila narejena tako, da smo izračunali dejansko stopnjo obdavčitve in sicer kot razmerje med davkom od dobička ter dobičkom pred obdavčitvijo. Znašala je: za leto 2006 23,89 odstotkov, 2005 39,35 odstotkov, 2004 17,25 odstotkov ter za leto 2003 6,65 odstotkov. Nato smo NOPAT pred obdavčitvijo pomnožili z  $(1 - \text{efektivna stopnja obdavčitve})$  ter tako dobili NOPAT, ki ga za obdobje 2003-2006 prikazujemo v Tabeli 6 (str. 33):

Tabela 6: NOPAT za obdobje 2003-2006

v 000 SIT				
Leto	2006	2005	2004	2003
<b>NOPAT</b>	7.260.788	3.382.652	1.147.650	1.644.520

Vir: Lasten izračun.

IC smo izračunali tako kot prikazujemo v Tabeli 7. Razlike med leti 2006 in 2005 ter 2004, 2003 in 2002 so v spremembi metodologije pripravljavanja bilance stanja in izkaza poslovnega izida. Razlika ni velika, saj so le dolgoročne finančne naložbe »izginile« iz bilanc v letu 2006 in 2005 (postavke v bilancah za leti 2006 in 2005 ni), na drugi strani pa so dolgoročne finančne naložbe namesto dolgoročnih finančnih sredstev in dolgoročnih poslovnih terjatev v letih 2004, 2003 in 2002.

Tabela 7: Upoštevane postavke pri izračunu poslovno investiranega kapitala za obdobje 2002-2006

Leti 2006 in 2005		Leta 2004, 2003 in 2002	
<b>Sredstva</b>		<b>Sredstva</b>	
-	Deleži v pridruženih družbah	-	Deleži v pridruženih družbah
-	<b>Dolgoročna finančna sredstva</b>		
-	<b>Dolgoročne poslovne terjatve</b>		
		-	<b>Dolgoročne finančne naložbe</b>
-	Kratkoročne finančne naložbe	-	Kratkoročne finančne naložbe
-	Dolgoročne poslovne obveznosti	-	Dolgoročne poslovne obveznosti
-	Dolgoročne obveznosti za odložene davke	-	Dolgoročne obveznosti za odložene davke
-	Kratkoročne poslovne obveznosti	-	Kratkoročne poslovne obveznosti
=	<b>Poslovno investiran kapital</b>	=	<b>Poslovno investiran kapital</b>

Vir: Lasten izračun.

Sedaj imamo vse elemente Enačbe 4 (str. 8) za izračun EVA<sup>®</sup>, z izračunom katere bomo sklenili diplomsko delo. V nadaljevanju bomo najprej izračunali (podjetju) prilagojeno EVA<sup>®</sup>, katero bomo še nekoliko bolj prilagodili, saj kot vemo Skupino Istrabenz lahko obravnavamo tudi kot finančni holding, za katerega veljajo malo drugačne zakonitosti kot za proizvodno podjetje. Finančni holding ustvarja finančne prihodke in odhodke (izid iz financiranja) iz svoje osnovne dejavnosti, le-ta je akumulacija finančnega kapitala, ki ga holding nato plasira v portfeljske in strateške investicije (naložbe) ter tako zasleduje maksimiranje donosnosti naložb, kar se odrazi v maksimiranju dobička. NOPAT prištejemo izid iz financiranja, IC pa postavke iz Tabele 10 (str. 36).

### 8.3. Izračun ekonomske dodane vrednosti – EVA<sup>®</sup>

Izračunali smo jo po že znani enačbi (Enačba 4, str. 8), pri čemer opozarjamo, da je IC (v enačbi za oklepajem) izračunan kot povprečno stanje poslovno investiranega kapitala na koncu leta 2005 in 2006, če ga računamo na primer za leto 2006. NOPAT, IC, ROIC, WACC in EVA<sup>®</sup> za obdobje 2003-2006 po vseh treh scenarijih tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) prikazujemo v Tabeli 8, katero smo računali skozi zadnjih nekaj strani diplomskega dela:

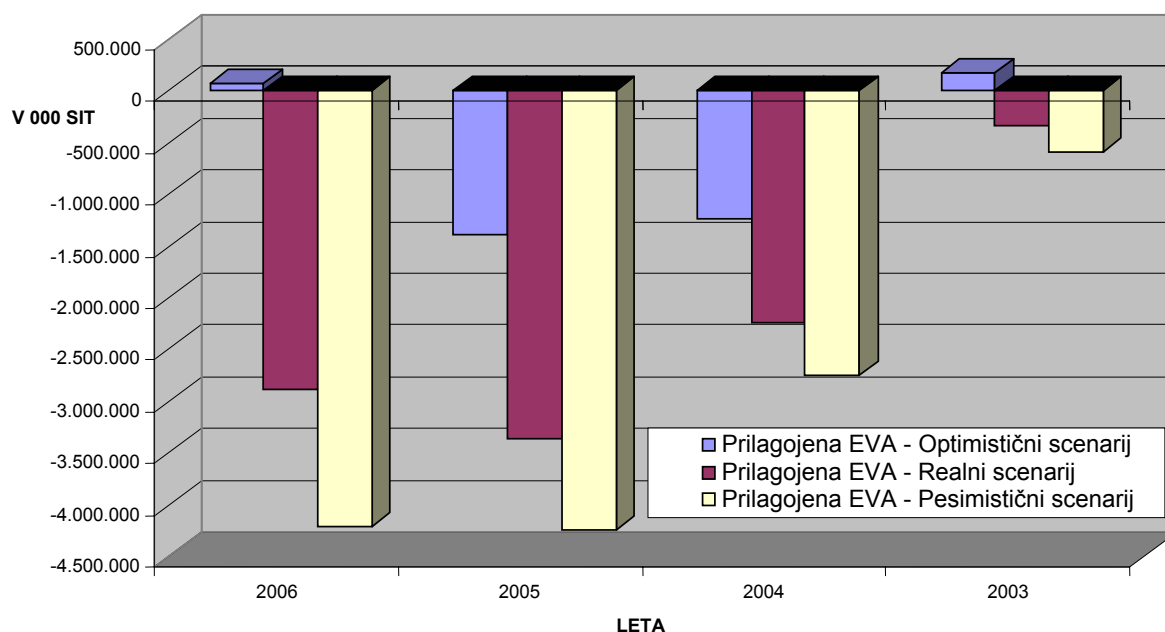
Tabela 8: NOPAT, IC, ROIC in (podjetju) prilagojena EVA<sup>®</sup> za Skupino Istrabenz za obdobje 2003-2006

Zneski v 000 SIT POSTAVKE	2006	2005	2004	2003	2002
NOPAT	7.260.788	3.382.652	1.147.650	1.644.520	
Poslovno investiran kapital (IC) konec leta	152.838.819	143.192.200	53.562.422	45.396.499	4.704.922
ROIC (%)	4,91%	3,44%	2,32%	6,56%	
Optimistični scenarij WACC	4,85%	4,85%	4,83%	5,89%	
Realni scenarij WACC	6,85%	6,85%	6,83%	7,89%	
Pesimistični scenarij WACC	7,75%	7,75%	7,88%	8,94%	
<b>Prilagojena EVA<sup>®</sup> Optimistični scenarij</b>	<b>75.782</b>	-1.392.804	-1.240.780	<b>169.308</b>	
<b>Prilagojena EVA<sup>®</sup> Realni scenarij</b>	-2.884.528	-3.360.350	-2.230.370	-331.706	
<b>Prilagojena EVA<sup>®</sup> Pesimistični scenarij</b>	-4.216.668	-4.245.746	-2.749.904	-594.739	
WACC, ki izenači	4,91%	3,44%	2,32%	6,56%	

Vir: Lasten izračun.

Kot vidimo je EVA<sup>®</sup> le v letih 2006 in 2003 pozitivna, pa še to le pri optimističnem scenariju WACC (takrat je najnižji), kar je milo rečeno povsem nerealno oziroma je dejstvo, da je Skupina v obdobju ustvarjala negativno EVA<sup>®</sup>. Povedano prikazujem s Sliko 6 (str. 35):

Slika 6: Prilagojena EVA<sup>®</sup>



Vir: Lasten prikaz.

Odločili smo se, da EVA<sup>®</sup> izračunamo še na dva načina. Dejansko bomo izračunali osnovno (bazično) ekonomsko dodano vrednost, saj bomo kot ROIC v Enačbi 4 (str. 8) v prvem primeru upoštevali ROE izračunano kot EBIT/(povprečni kapital), v drugem pa kot ROA, in sicer kot EBIT/(povprečna sredstva). Kot IC pa bo v prvem primeru nastopil kapital, v drugem pa celotna sredstva Skupine.

Tabela 9: Kapital, sredstva, EBIT, ROE (EBIT / (povprečni kapital), ROA (EBIT / (povprečna sredstva)) ter tako izračunana EVA<sup>®</sup> za obdobje 2003-2006

Zneski v 000 SIT POSTAVKE	2006	2005	2004	2003	2002
KAPITAL	96.420.959	87.438.651	62.103.650	55.179.079	29.260.947
SREDSTVA	251.567.135	231.319.677	120.465.348	96.290.226	46.292.872
ROE z EBIT in KAPITALOM (%)	9,25%	4,92%	5,17%	14,07%	
ROA z EBIT in SREDSTVI (%)	3,52%	2,09%	2,79%	8,33%	
Osnovna EVA <sup>®</sup> KAPITAL Optimistični scenarij	<b>4.043.089</b>	<b>48.927</b>	<b>198.173</b>	<b>3.453.360</b>	
Osnovna EVA <sup>®</sup> KAPITAL Realni scenarij	<b>2.204.493</b>	-1.446.496	-974.654	<b>2.608.960</b>	
Osnovna EVA <sup>®</sup> KAPITAL Pesimistični scenarij	<b>1.377.125</b>	-2.119.436	-1.590.389	<b>2.165.650</b>	
WACC, ki izenači	9,25%	4,92%	5,17%	14,07%	
Osnovna EVA <sup>®</sup> SREDSTVA Optimistični scenarij	-3.214.638	-4.859.732	-2.202.661	<b>1.741.366</b>	
Osnovna EVA <sup>®</sup> SREDSTVA Realni scenarij	-8.043.506	-8.377.582	-4.370.217	<b>315.535</b>	
Osnovna EVA <sup>®</sup> SREDSTVA Pesimistični scenarij	-10.216.497	-9.960.615	-5.508.184	-433.026	
WACC, ki izenači	3,52%	2,09%	2,79%	8,33%	

Vir: Lasten izračun.

Kot vidimo iz Tabele 9 (str. 35) smo dosegli svoj namen, saj se je EVA<sup>®</sup> znatno povišala in je tako v letih 2006 in 2003 po prvem načinu (EBIT/(povprečni kapital)) vedno pozitivna, v letih 2004 in 2005 pa le po optimističnem scenariju WACC, pri drugem načinu pa je pozitivna le v letu 2003 po optimističnem in realnem scenariju WACC. Tako smo zajeli vse bistvene aspekte izračuna in že lahko podamo določene ugotovitve.

Skupina je v letu 2006 poslovala manj uspešno (dejansko neuspešno), če jo vrednotimo skozi podjetju prilagojeno EVA<sup>®</sup> in relativno uspešno, če kot merilo uporabimo osnovno EVA<sup>®</sup>, izračunano z ROE. Vendar ne smemo zanemariti dejstva, da smo pri tem nerealno »napihnili« ROE, saj smo kapital (povprečno stanje) primerjali z EBIT. Nikakor ne smemo zanemariti dejstva, da je s tako opredeljeno EVA<sup>®</sup> Skupina svojim lastnikom njihova vložena sredstva oplemenitila z večjo stopnjo kot je v povprečju na trgu. Lastniki imajo tako kljub »trdim« predpostavkam razlog za veselje.

Na samem koncu si pogledjmo še najbolj zanimivo prilagoditev. Kot smo v tekstu že omenili, lahko Skupino Istrabenz obravnavamo kot finančni holding. Dejstvo je, da finančni holding finančne prihodke in odhodke ustvarja iz svoje osnovne dejavnosti. Racionalnost in smotrnost uporabe EVA<sup>®</sup> temelji na upravičenosti in ne pretiranosti prilagoditev, ki jih opravimo, zato bomo prilagodili EVA<sup>®</sup> na način prikazan v Tabeli 10:

Tabela 10: Prilagoditve NOPAT in poslovno investiranega kapitala, če obravnavamo Skupino kot finančni holding

	<b>NOPAT</b>		<b>Poslovno investiran kapital</b>
	Prihodki od prodaje		Sredstva
-	Stroški prodanega blaga, materiala in storitev	-	Dolgoročne poslovne obveznosti
-	Stroški dela	-	Kratkoročne poslovne obveznosti
-	Amortizacija		
+	<b>Izid iz financiranja</b>		

Vir: Lasten izračun.

Tako opredeljena EVA<sup>®</sup> razkrije, da Skupina v letih 2006, 2005 in 2004 ni bila uspešna ne v finančnem, ne v poslovnem delu (nenazadnje je izid iz financiranja za leto 2006 negativen). Zanimivo je EVA<sup>®</sup> ob obravnavanju Skupine kot finančni holding v letu 2004 pri vseh treh scenarijih WACC pozitivna. Izračune predstavljamo v Tabeli 11 (str. 37):

Tabela 11: Finančnemu holdingu prilagojena EVA<sup>®</sup>

Zneski v 000 SIT POSTAVKE	2006	2005	2004	2003	2002
NOPAT - FIN. HOLDING	6.218.624	4.195.147	10.647.825	3.134.839	
Poslovno investiran kapital (IC) - FIN. HOLDING	227.759.154	203.544.884	106.500.670	90.990.978	45.816.591
ROIC (%) - FINANČNI HOLDING	2,88%	2,71%	10,78%	4,58%	
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Optimistični scenarij - FIN. HOLDING	-4.249.610	-3.330.008	<b>5.881.251</b>	-893.393	
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Realni scenarij - FIN. HOLDING	-8.562.651	-6.430.464	<b>3.906.335</b>	-2.261.468	
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Pesimistični scenarij - FIN. HOLDING	-10.503.519	-7.825.669	<b>2.869.504</b>	-2.979.708	
WACC, ki izenači	2,88%	2,71%	10,78%	4,58%	

Vir: Lasten izračun.

Na tem mestu velja potegniti paralelo z zelo zanimivim kazalnikom EV/EBITDA (angl. EV – enterprise value ter EBITDA – earnings before interests, tax, depreciation and amortization), katerega izračun podajamo v Tabeli 12 (str. 38).

Skupina je finančni holding, zato smo k EBITDA prišteli tudi izid iz financiranja (dejansko smo ga odšteli, saj je negativen), kot da so to neto prihodki iz osnovne dejavnosti, vendar pa pri izračunu nismo upoštevali celotne udeležbe od dobička v Mercator d. d., saj je imel Mercator d. d. veliko večji dobiček kot celotna Skupina Mercator zaradi prihodkov od ukinitve slabega imena, torej čisto računovodskih prihodkov. Namesto tega smo vzeli 22 odstotni delež od dobička večinskega lastnika Skupine Mercator, ki je bil veliko manjši (za 10,9 mio EUR manjši)<sup>8</sup>. Tako namesto 17,6 mio EUR dobiček Skupine Mercator pomeni le 6,7 mio EUR v Skupini Istrabenz. Razlika je 10,9 mio EUR za kar smo popravili EBIT.

EBITDA se spremeni, ker vključimo med EBITDA tudi tiste prihodke in odhodke, ki so osnovna dejavnost družbe kot finančnega holdinga. Finančni holdingi namreč niso kot običajna podjetja, ki ustvarjajo velik EBITDA glede na vložena sredstva, temveč družbe, ki veliko oziroma večino prihodkov ustvarjajo s finančnimi naložbami v odvisna podjetja, ki pa se ne konsolidirajo. Če bi v teh podjetjih presegli 50 odstotni prag, bi se morale konsolidirati in bi tudi skupna EBITDA izkazovala njihov prispevek. Po kazalniku EV/EBITDA so torej finančni holdingi brez prilagoditve na prvi pogled precenjeni, ker iz osnovne dejavnosti (proizvodnje ali storitev) ustvarjajo premajhen EBITDA in je zato kazalnik prevelik (če bi bil izid iz financiranja pozitiven), vsaj glede na višino sredstev in kapitala (povprečno stanje).

Prva prilagoditev EV/EBITDA je specifična za Istrabenz (zaradi naložbe v Mercator), druga prilagoditev pri EV/EBITDA pa velja splošno za vse finančne holdinge. Smiselno je bilo te

<sup>8</sup> Prilagoditev je bil narejena na podlagi članka Istrabenz na krilih Droga Kolinske in Mercatorja (Rajbar, Petrič, 2007).

ugotovitve vključiti v diplomsko delo, saj še z nekaterimi dodatnimi prilagoditvami finančno kondicijo podjetja prikažejo še nekoliko slabše, saj namesto 10 Skupina potrebuje 14 let, da z EBITDA »odplača« vrednost podjetja.

Tabela 12: Izračun kazalnika EV/EBITDA

Zneski v 000 SIT		Po prilagoditvi	Pred prilagoditvijo
Tržna kapitalizacija na dan 28.3.2007 296,51 mio EUR		71.055.656,4	71.055.656,4
KRATK. FINANČNE OBVEZNOSTI		39.607.004	39.607.004
DOLGOROČNE FINANČNE OBVEZNOSTI		86.713.501	86.713.501
KRATK. FIN. NALOŽBE		-2.608.793	-2.608.793
DENAR IN DENARNI USTREZNIKI		-3.716.539	-3.716.539
<b>EV</b>		<b>191.050.829,4</b>	<b>191.050.829,4</b>
IZID IZ POSLOVANJA		5.893.493	8.505.569
1. prilagoditev			
AMORTIZACIJA		8.999.335	8.999.335
IZID FINANCIRANJA		-1.369.213	
2. prilagoditev			
<b>EBITDA</b>		<b>13.523.615</b>	<b>17.504.904</b>
<b>EV/EBITDA</b>		<b>14,13</b>	<b>10,91</b>
Namesto 17,6 milijona evrov prispeva le 6,7 milijona evrov			
<b>10,9 mio EUR</b> razlika zaradi prilagoditve			
8.505.569 -2.612.076 = 5.893.493			

Vir: Lasten izračun

Kazalnik EV/EBITDA je bil računat sledeče:

$$EV = \text{tržna kapitalizacija po trenutnem tržnem tečaju} + \text{neto dolgovi družbe (dolgoročni} + \text{kratkoročni finančni dolgovi} - \text{kratkoročne finančne naložbe} - \text{denar na bančnih računih)};$$

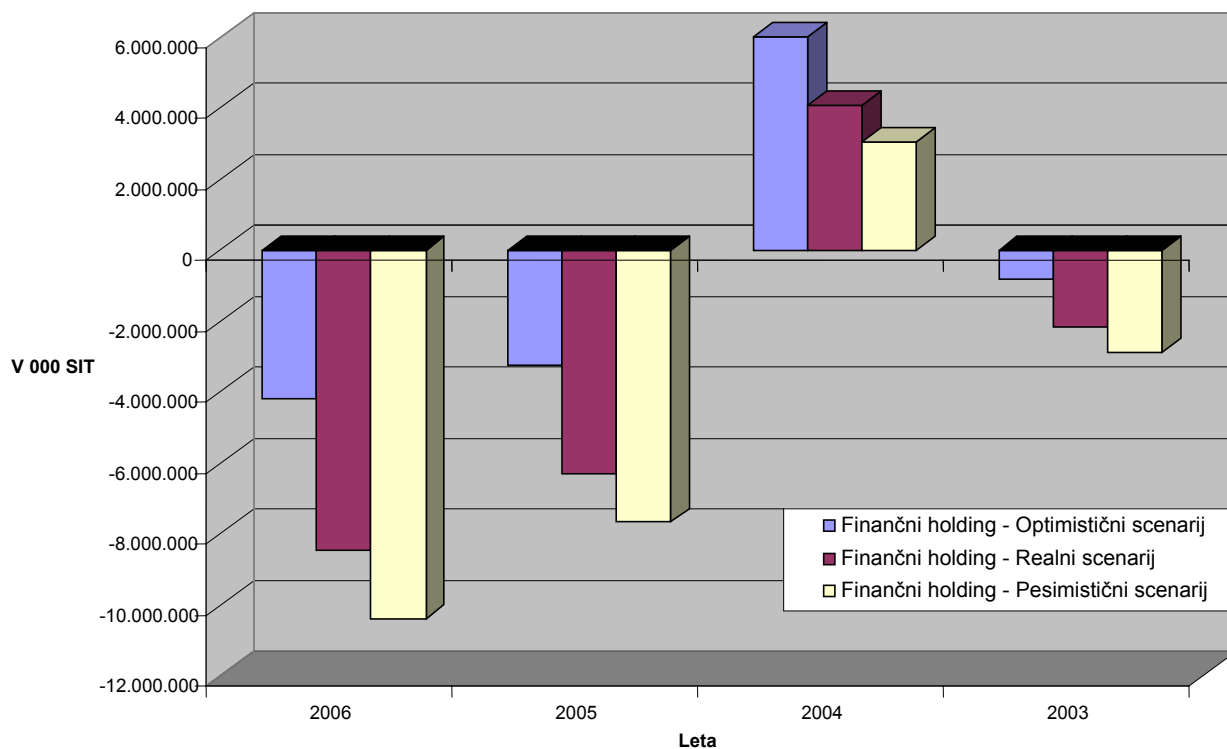
$$EBITDA = EBIT + \text{amortizacija} \quad (13)$$

Kazalnik EV/EBITDA se nam je na tem mestu zdelo smiselno vključiti, saj z njim lahko vidimo, koliko letnih denarnih tokov podjetja (če jih enačimo z EBITDA; kar ni isto je pa zelo podobno) potrebujemo, da »odplačamo« vrednost podjetja. Zelo podobno kazalnik P/E pomeni koliko letnih dobičkov na delnico bomo potrebovali, da »odplačamo« tečaj delnice. Z modelom EVA<sup>®</sup> ugotavljamo ekonomsko uspešnost poslovanja podjetja, ki se odrazi v tečaju delnice, v kar pa nam doda še dodaten vpogled (na ravni celotnega podjetja) kazalnik EV/EBITDA. Zaradi dveh prilagoditev, ki smo jih izvedli, se nam je zdelo smiselno to vključiti ravno v tem delu diplomskega dela.

S Sliko 7 (str. 39) prikazujemo izračune EVA<sup>®</sup> za prilagoditev za finančni holding. V Prilogi 8 so prikazani vsi ostali izračuni EVA<sup>®</sup> grafično.



Slika 7: Finančnemu holdingu prilagojena EVA®



Vir: Lasten prikaz.

Tako smo po našem mnenju osvetlili bistvene probleme, ki nastanejo, če uspešnost poslovanja Skupine izražamo s finančnim modelom ekonomske dodane vrednosti, pri čemer smo poizkušali biti čimbolj sistematični in aktualni.

## 9. Zaključek

Ugotovitve, ki jih lahko postavimo, nas glede na izkazano uspešnost poslovanja v letu 2006 nekoliko presenečajo. Zato se ne čudimo, da model ekonomske dodane vrednosti v Sloveniji ni tako »priljubljen«. Skupina je po nekaterih prilagoditvah le v letu 2006 in 2003 po optimističnem scenariju tehtanega povprečja stroškov kapitala izkazovala uspeh. Zato smo se odločili, da prilagoditve nekoliko razrahljamo in smo tako v drugih dveh primerih upoštevali le tehtano povprečje stroškov kapitala, prilagoditve EBIT in IC (dejansko povprečnega stanja kapitala v prvem, oziroma sredstev v drugem primeru) pa nismo več izvedli. Dovolili smo si celo, da ROE definiramo kot izid iz poslovanja proti povprečnemu stanju kapitala v letu, za katerega ekonomsko dodano vrednost računamo. Nazadnje smo si pogledali še poseben izračun EVA<sup>®</sup>, ko na Skupino gledamo kot na finančni holding (po mnenju slovenske strokovne javnosti je to vsaj za Skupine Istrabenz, Pivovarno Laško in Sava na mestu) in zopet ugotovili, da Skupina izkazuje v letu 2006 po tako izračunani metodi neuspeh. Tu izstopa leto 2004, kjer je bilo poslovanje uspešno po vseh treh scenarijih tehtanih stroškov kapitala.

Za ravnateljstvo Skupine bo v prihodnosti ključno, da razume prednosti in slabosti, ki jih s seboj prinašajo portfeljske in strateške naložbe, konsolidacije dejavnosti (kot na primer v SPP prehrana) ter koncentracija kapitala. Pri tem velja poudariti, da je strategija naložbenja podobna kot pri vsakem imetniku delnic in drugih vrednostnih papirjev, kjer ob danem tveganju poskušamo maksimirati donos in obratno. Pomembno je, da se zavedamo tveganj, ki jih posamezne dejavnosti (SPP) s seboj prinašajo v naš portfelj »biznisov« in da znamo oceniti, katere so tiste, ki bodo nadpovprečno donosne v prihodnosti. Pri tem je pomembno, da Skupina opazuje svoje poslovanje s finančnimi modeli kot na primer EVA<sup>®</sup>. Kompleksnost odločitev, pred katere je dnevno postavljeno ravnateljstvo Skupine, je nemogoče zreducirati le na nekaj finančnih kazalnikov, zato je pomembno, da ne pretiravamo pri diagnosticiranju stanja skozi finančne modele in se odločimo za nekaj ključnih, tistih, ki so po mnenju finančnih analitikov v Skupini najpomembnejši, in nato skozi njih konsistentno in sistematično spremljamo poslovanje ter načrtujemo ukrepe. V Sloveniji se šele v zadnjem času počasi oblikuje zavedanje, da je pomembno ugotavljati rast vrednosti podjetja, ki ni enaka rasti računovodskih kategorij. Ključno je, da podjetje na srednji in daljši rok ustvarja donos na kapital, ki je večji od tehtanega povprečja stroškov kapitala.

Zavedamo se, da model ni popoln in se nasprotno kot njegovi razvijalci Stern Stewart & Co. ne strinjamo s trditvijo, da je EVA<sup>®</sup> model, ki reši vse težave in absolutistično vlada na področju finančnih modelov za ugotavljanje uspešnosti poslovanja. Dobro je imeti več kazalnikov in modelov, ki nam kažejo uspešnost poslovanja; na ravnateljstvu in vseh ostalih pa je, da modele razumejo in odločitve na njihovi podlagi nato prilagajajo. Za ugotavljanje uspešnosti je pomembno uravnoteženje kazalnikov, čemur se lahko močno približamo z modelom uravnoteženih kazalcev uspešnosti, avtorjev Kaplana in Nortona. Merjenje uspešnosti se ob upoštevanju vseh interesnih skupin od podjetja do podjetja zelo razlikuje. Trgovska podjetja na prvo mesto postavljajo zadovoljstvo kupcev. Za finančni holding je tako daleč najpomembnejša

javnost njegovi delničarji, zato je pomembno, da Skupina gradi na obveščanju in informiranju njenih delničarjev, kar ji na primer skozi spletno stran zelo dobro uspeva.

Sodobna merila omogočajo zgodnje odkrivanje in preprečevanje napak, ki bi lahko ogrozile obstoj podjetij. Mehki dejavniki konkurenčnih prednosti se odražajo v uspešnosti poslovanja. Namen blagovne znamke, know-how-a, know-why-a, tihih znanj, organizacije podjetja in drugih aktivnosti je v višji uspešnosti, ki se odraža v finančnih podatkih. Res je, da se to dogaja dolgoročno, kar pomeni, da nekatere odločitve, ki se danes zdijo s finančnega vidika neustrezne, na dolgi rok prinesejo pričakovane koristi, zato je potrebno poslovanje podjetja spremljati s pravilno prilagojenimi modeli tudi v finančnem delu. Sposobnost strateškega načrtovanja, razmišljanja in razumevanje strateškega managementa so danes neizbežna dejstva uspešnega podjetja. EVA<sup>®</sup> z ustreznimi prilagoditvami je dober približek modela, ki bo ustrezno odražal finančne implikacije sprejetih strateških odločitev. Kvalitativno merjenje ne sme služiti izogibanju kvantitativnim meritvam, saj je eno od glavnih (nenapisanih) pravil strateškega managementa, da postavljamo kvantitativne cilje tam kjer je to le mogoče, saj je spremljanje njihovega doseganja tako veliko lažje oziroma sploh mogoče. Model je videti predvsem na mestu glavnega kazalnika v finančnem vidiku modela uravnoteženih kazalcev uspešnosti poslovanja. Pomembno namreč je in to je pri modelu ključno, da donosnost sredstev presega stroške virov financiranja, ki so bili potrebni za pridobitev teh sredstev, s katerimi smo pretvorili vloške v izloške in tako ustvarili dobiček.

Pomembno je razlikovati računovodsko uspešnost poslovanja podjetja (izid iz poslovanja, čisti dobiček...) od EVA<sup>®</sup>, ki pomeni ekonomsko uspešnost poslovanja podjetja. Z modelom ugotavljamo višino ustvarjene vrednosti podjetja, ki jo je podjetje s poslovanjem ustvarilo v preteklem letu (dveh, petih, desetih...). Pomembno je, da se investitorji tega zavedajo, ko v svoj portfelj dodajajo nove naložbe, saj jih ne bi smela zanimati pretekla vrednost, pač pa prihodnja, pričakovana vrednost njihove naložbe. Ravnateljstvo podjetja mora skrbeti za svoje lastnike in povečevati vrednost njihove naložbe v podjetje, saj bo le tako podjetje dolgoročno preživelo in uspešno poslovalo.

Nadejamo se, da smo dosegli svoj v uvodu opredeljeni namen in bo tako ravnateljstvo Skupine Istrabenz videlo dodano vrednost diplomskega dela predvsem v smislu nekaterih izračunov, ki po naših informacijah še nikoli niso bili izdelani (predvsem gre tu za pogled na Skupino kot finančni holding). Pomagali jim bodo pri odločitvah predvsem naložbenja in dezinvestiranja, pa tudi pri vseh drugih, ki bodo rezultirale v višji poslovni uspešnosti (s ciljem maksimiranja tako dobička kot vrednosti enote kapitala) v prihodnje. Skupini je to v letu 2006 nedvomno uspelo.

# Literatura

1. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Korporacijsko prestrukturiranje. Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 87-101.
2. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Vodnik po predmetu Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 296 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 4<sup>th</sup> Edition. Boston : McGraw-Hill, 1999. 967 str.
4. Bolčič Tatjana: Ekonomski dobiček – sodoben model merjenja uspešnosti podjetja. [URL: [http://www.iteo.si/svetovanje/def\\_svetinst\\_files/cl\\_ekonom.htm](http://www.iteo.si/svetovanje/def_svetinst_files/cl_ekonom.htm)], 1998.
5. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. 6<sup>th</sup> Edition. Fort Worth : Dryden Press, 1999. 1083 str.
6. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Ehrhardt Michael C.: Financial Management: Theory and Practice. 9<sup>th</sup> Edition. Fort Worth : Dryden Press, 1999. 1087 str.
7. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 3<sup>rd</sup> Edition. New York : John Wiley & Sons, 2000. 490 str.
8. Damodaran Aswath: Damodaran on valuation : Security analysis for investment and corporate finance. 2<sup>nd</sup> Edition. New York : Yohn Wiley & Sons, 1994. 426 str.
9. Dilon Ray D., Owers James E.: EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization, and Relationship to NPV. Financial Practice & Education, Chicago, 7(1997), 1, str. 32-41.
10. Dimc Goran: Merjenje uspešnosti poslovanja po konceptu EVA v podjetju Poslovni sistem Cimos Tam avtomobilska industrija. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 93 str.
11. Drucker Peter F.: The Information Executives Truly Need. Harvard Business Review, Boston, 73(1995), 1, str. 54-62.
12. Ehrbar Al: EVA: The Real Key To Creating Wealth. New York : John Wiley & Sons, 1998. 234 str.
13. Hartman Andrej: Vrednotenje in prestrukturiranje podjetja. Ljubljana : Gea College, Visoka strokovna šola za podjetništvo, 1999. 80 str.
14. Hawawini Gabriel, Viallet Claude: Finance for Executives: Managing for Value Creation. 2<sup>nd</sup> Edition. Chicago : South-Western College pub, 2002. 606 str.
15. Helfert A. Erich: Techniques of financial analysis: A guide to Value Creation. 10<sup>th</sup> Edition. Singapore : McGraw-Hill, 2000. 556 str.
16. Hočevar Marko, Igličar Aleksander, Zaman Maja: Osnove računovodstva. 2. dopolnjena izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 445 str.
17. Hočevar Marko, Jaklič Marko, Zagoršek Hugo: Ustvarjanje uspešnega podjetja. Ljubljana : GV Založba, 2003. 288 str.
18. Jaklič Marko: Poslovno okolje podjetja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 353 str.
19. Kaplan Robert S., Norton David P.: Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action. Boston : Harvard Business School, 1996. 323 str.

20. Kleindienst Robert: Kaj morajo praktiki vedeti o kazalniku beta?. Finance, Ljubljana, 1999, 116, str. 31.
21. Korošec Bojana: Računovodski vidik ekonomske dodane vrednosti. Zbornik referatov 33. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2001, str. 103-118.
22. Kosi Urška : Ustvarjanje vrednosti in ekonomska dodana vrednost. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 92 str.
23. Martin D. John, Petty J. William: Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution. Boston, Massachusetts : Harvard Business School Press, 2000. 249 str.
24. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994, 125 str.
25. Mramor Dušan: Sedanji izzivi za slovensko teorijo in prakso na področju poslovnih financ. Zbornik referatov 30. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1998, str. 361-378.
26. Pučko Danijel: Analiza in načrtovanje poslovanja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 335 str.
27. Rajbar Dejan, Petrič Tine: Istrabenz na krilih Droga Kolinske in Mercatorja. Finance, Ljubljana, 2007, 61.
28. Rejc Adriana: Vloga in pomen nefinančnih informacij v okviru uspešnosti poslovanja podjetja – teorija in empirična preverbal. Doktorska dizertacija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 184 str.
29. Rozman Rudi: Analiza in oblikovanje organizacije. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 154 str.
30. Slovenski računovodski standardi (SRS) 2006. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije. [URL: <http://www.si-revizija.si/publikacije/index.php>], 2006.
31. Stewart Bennett G. III: The quest for value: The EVA Management Guide. New York : Harper Business, 1991. 781 str.
32. Turk Ivan: Pojemovnik računovodstva, finance in revizije. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2002. 1082 str.
33. Young S. David, O'Byrne F. Stephen: EVA and Value-Based Management: A practical Guide to Implementation. Singapore : McGraw-Hill, 2000. 493 str.

## Viri

1. Investopedia. [URL: <http://www.investopedia.com/>], 5.4.2007.
2. Istrabenz Naložbe. [URL: <http://www.istrabenz.si/slo/nalozbe>], 4.7.2007.
3. Istrabenz Energetika. [URL: <http://www.istrabenz.si/slo/energetika>], 4.7.2007.
4. Istrabenz Turizem. [URL: <http://www.istrabenz.si/slo/turizem>], 4.7.2007.
5. Istrabenz Prehrana. [URL: <http://www.istrabenz.si/slo/prehrana>], 4.7.2007.

6. Istrabenz Informatika. [URL: <http://www.istrabenz.si/slo/informatika>], 4.7.2007.
7. Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2002. Istrabenz, Koper, 2003, str. 188.
8. Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2003. Istrabenz, Koper, 2004, str. 143.
9. Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2004. Istrabenz, Koper, 2005, str. 180.
10. Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2005. Istrabenz, Koper, 2006, str. 244.
11. Letno poročilo holdinške družbe in Skupine Istrabenz za leto 2006. Istrabenz, Koper, 2007, str. 224.
12. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.ljse.si/>], 10.4.2007.
13. Professor Aswath Damodaran Online. [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 31.5.2007.
14. Spletna stran Skupine Istrabenz. [URL: <http://www.istrabenz.si/slo/>], 10.6.2007.
15. Stern Stewart & Co. spletne strani. [URL: <http://www.sternstewart.com/home.php>], 20.3.2007.
16. Value based management. [URL: <http://www.valuebasedmanagement.net/>], 5.4.2007.

## Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

<i>After-tax cost of debt</i>		strošek dolga po davkih
<i>Balanced scorecard</i>	(BSC)	model uravnoveženih kazalcev uspešnosti
<i>Basic EVA<sup>®</sup></i>		osnovna (bazična) ekonomska dodana vrednost
<i>Capital Asset Pricing Model</i>	(CAPM model)	model določanja cen dolgoročnih naložb
<i>Capital yield</i>		kapitalska donosnost
<i>Corporate governance</i>		upravljanje podjetja
<i>Cost of equity</i>		strošek kapitala
<i>Current yield</i>	(TD)	tekoča donosnost
<i>Disclosed EVA<sup>®</sup></i>		razkrita ekonomska dodana vrednost
<i>Dividend discount model</i>		dividendno-diskontni model
<i>Dividend-yield plus growth rate model</i>		metoda tržne zahtevane stopnje donosa
<i>Earned value analysis</i>		analiza prislužene vrednosti
<i>Earnings before interest and tax</i>	(EBIT)	izid iz poslovanja
<i>Earnings before interests, tax, depreciation and amortization</i>	(EBITDA)	izid iz poslovanja pred amortizacijo
<i>Earnings per share</i>	(EPS)	dobiček na delnico
<i>Economic Value Added</i>		ekonomska dodana vrednost
<i>Enterprise value</i>	(EV)	vrednost podjetja
<i>First in, first out</i>		metoda zaporednih cen (metoda FIFO)
<i>Flotation costs</i>	(fI)	stroški izdaje
<i>Forward-looking risk premium</i>		pričakovana premija za tveganja
<i>Goals</i>		dolgoročni cilji
<i>Historical risk premium</i>		zgodovinska premija za tveganje
<i>Invested capital</i>	(IC)	poslovno investiran kapital
<i>Last in, first out</i>		metoda povratnih (zadnjih) cen (metoda LIFO)
<i>Market rate of return</i>	( $r_m$ )	donosnost tržnega premoženja
<i>Net operating profit after tax</i>	(NOPAT)	računovodsko prilagojen dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih
<i>Preferred stocks</i>		prednostne delnice
<i>Return on invested capital</i>	(ROIC)	dobičkonosnost poslovno investiranega kapitala
<i>Return on investment</i>	(ROI)	donosnost naložbe
<i>Return spread</i>		razpon donosnosti
<i>Risk premium approach</i>		metoda premije za tveganje
<i>Risk-free rate of return</i>	( $r_f$ )	donosnost netvegane naložbe
<i>Shareholder value</i>	(SHV)	delničarska vrednost podjetja
<i>Special suspension account</i>		poseben začasen račun
<i>Systematic risk, nondiversifiable risk, market risk</i>		sistematično tveganje
<i>Tailored EVA<sup>®</sup></i>		podjetju prirojena ekonomska dodana vrednost
<i>Targets</i>		kratkoročni cilji
<i>True EVA<sup>®</sup></i>		prava ekonomska dodana vrednost
<i>Unsystematic risk, diversifiable risk, asset-specific risk</i>		nesistematično tveganje
<i>Weighted average cost of capital</i>	(WACC)	tehtano povprečje stroškov kapitala
<i>Yield to call</i>	(YTC)	donosnost do odpoklica
<i>Yield to maturity</i>	(YTM)	donosnost do dospelja





# Priloge

## KAZALO PRILOG

<i>Priloga 1: Nekateri modeli vrednotenja podjetja, delnice in ugotavljanja uspešnosti poslovanja podjetja (po izboru avtorja) .....</i>	<i>1</i>
<i>Priloga 2: Organigram holdinške družbe Istrabenz d.d. na dan 31.3.2007 .....</i>	<i>6</i>
<i>Priloga 3: Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala za leta 2006, 2005, 2004 in 2003 po treh scenarijih (optimističnem, realnem in pesimističnem) .....</i>	<i>7</i>
<i>Priloga 4: Pojasnila k posameznim izračunom in nekaterih postavk .....</i>	<i>11</i>
<i>Priloga 5: Izračun ROIC in EVA<sup>®</sup> za leta 2006, 2005, 2004, 2003 ter IC za leta 2006, 2005, 2004, 2003, 2002.....</i>	<i>12</i>
<i>Priloga 6: (Prirejena) Bilanca stanja Skupine Istrabenz za leta 2002, 2003, 2004, 2005, 2006 .....</i>	<i>13</i>
<i>Priloga 7: (Prirejen) Izkaz poslovnega izida Skupine Istrabenz za leta 2006, 2005, 2004 in 2003 .....</i>	<i>14</i>
<i>Priloga 8: Grafičen prikaz izračunov EVA<sup>®</sup> za leta 2003-2006 .....</i>	<i>15</i>



Priloga 1: Nekateri modeli vrednotenja podjetja, delnice in ugotavljanja uspešnosti poslovanja podjetja (po izboru avtorja)

### **Earnings Per Share – EPS**

$$EPS = \frac{\text{Net Income} - \text{Dividends on Preferred Stock}}{\text{Average Outstanding Shares}}$$

(www.investopedia.com)

### **Return On Investment – ROI**

$$ROI = \frac{(\text{Gain from Investment} - \text{Cost of Investment})}{\text{Cost of Investment}}$$

(www.investopedia.com)

### **Return On Net Assets – RONA**

$$RONA = \frac{\text{Net Income}}{(\text{Fixed Assets} + \text{Net Working Capital})}$$

(www.investopedia.com)

### **Return On Capital Employed – ROCE**

$$RONA = \frac{\text{EBIT}}{(\text{Total Assets} - \text{Current Liabilities})}$$

(www.investopedia.com)

### **Return On Equity – ROE**

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

(www.investopedia.com)

### **Free Cash Flow – FCF**

Net Income  
+ Amortization/Depreciation  
- Changes in Working Capital  
- Capital Expenditures

-----  
Free Cash Flow (FCF)  
(www.investopedia.com)

or

Net Operating Profit (EBIT)

- Taxes

-----  
= NOPAT

- Net Investment

- Net Change in Working Capital

-----  
= **Free Cashflow (Free Cash Flow)**

(www.valuebasedmanagement.net)

### **Return On Gross Investment – ROGI**

ROGI is the basic relationship of aftertax cash flow from operations (net profit adjusted for noncash and nonoperating elements) as the numerator to the gross book value of the asset base (before accumulated depreciation) as the denominator (Helfert, 2001, str. 70).

### **Cash Return on Gross Investment**

CROGI is a measure of financial performance calculated as gross cash flow after taxes divided by gross investment (www.investopedia.com).

CROGI is used by some companies as an indicator for rate of return. Another way to calculate this measure is EBITDA less taxes and then divided by total assets (www.investopedia.com).

### **Cash Flow Return on Investment – CFROI**

$$CFROI = \frac{\text{Cash Flow}}{\text{Market Value of Capital Employed}}$$

(www.investopedia.com)

### **Total Shareholder Return – TSR**

1. Is the total return of a stock to an investor (capital gain plus dividends).
2. Is the internal rate of return of all cash flows to an investor during the holding period of an investment.

$$TSR = \frac{(\text{Share Price at the End of the Period} - \text{Share Price at the Beginning of the Period}) + \text{Dividends}}{\text{Share Price at the Beginning of the Period}}$$

Note: dividends include not only regular dividend payments, but also any cash payments to shareholders and also include special or one-time dividends and also include share buybacks.

(www.valuebasedmanagement.net)

## Total Business Return - TBR

- Terminal Value End of Period  
- Gross Cash Investments Begin of Period  
+ Gross Cash Flows in the In-between Period

-----  
Total Business Return (TBR)  
(www.valuebasedmanagement.net)

Total Business Return (TBR) in effect is the internal rate of return (DCF) of the free cash flow pattern of a company or a business unit, to which have been added a beginning and an ending value of the business (Helfert, 2001, str. 72).

### Discounted Cash Flow - DCF

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF – Cash Flow

r – discount rate (WACC)

(www.investopedia.com)

## Market Value Added – MVA

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+k_c)^t}$$

or

MVA = Company's Market Value – Invested Capital

(www.valuebasedmanagement.net)

## Cash Value Added – CVA

It is a measure of the amount of cash generated by a company through its operations. It is computed by subtracting the 'operating cash flow demand' from the 'operating cash flow' from the cash flow statement (www.investopedia.com).

Cash value added is similar to economic value added but takes into consideration only cash generation as opposed to economic wealth generation. This measure helps give investors an idea of the ability of a company to generate cash from one period to another. Generally speaking, the higher the CVA the better it is for the company and for investors (www.investopedia.com).

- Sales
- Costs

- 
- Operating Surplus
  - +/- Working Capital Movement
  - Non-strategic Investments

- 
- Operating Cash Flow
  - Operating Cash-Flow Demand

---

Cash Value Added - CVA  
(www.valuebasedmanagement.net)

### Shareholder Value – SHV

Shareholder Value = Corporate Value (Firm Value) – Future claims (Debts)

or

Shareholder Value = (NPV of all future free cash flows + value of nonoperating assets) – Future claims (Debts)

(www.valuebasedmanagement.net)

### Shareholder Value Added – SVA

SVA = NOPAT – Cost of Capital

(www.investopedia.com)

### Net Operating Profit After Tax – NOPAT

- Net Sales
- Operating Expenses

- 
- Operating Profit (EBIT)
  - Taxes

---

Net Operating Profit After Tax (NOPAT)  
(www.valuebasedmanagement.net)

### Return on Invested Capital – ROIC

A simple ROIC formula

$$ROIC = \frac{\text{Net Income After Tax (NOPAT)}}{\text{Invested Capital}} = \frac{\text{After Tax Operating Earnings}}{(\text{Total Assets} - \text{Excess Cash} - \text{Non Interests Bearing Current Liabilities})}$$

or even more adequately, ROIC for a single time period

$$ROIC = \frac{\text{Net Operating Earnings before Interest and Amortization Charges (EBITDA) but after Cash Taxes}}{(\text{Total Assets} - \text{Excess Cash} - \text{Non Interests Bearing Current Liabilities})}$$

(www.valuebasedmanagement.net)

## **Refined Economic Value Added – REVA**

$$REVA_t = NOPAT_t - k_w(MV_{t-1})$$

(Bacidore et al., 1997, str. 15)

## **The relationship between EVA and NPV**

$$PV(EVA) = NPV + \Omega - PV(D)$$

D – Depreciation

where

$\Omega$  = Cost of the Investment- PV(\$COF)

\$COF – Dollar Cost of Financing (COC(%) x AOA(%))

COC – Cost Of Capital

AOA – Average Operating Assets

Priloga 2: Organigram holdinške družbe Istrabenz d.d. na dan 31.3.2007

Istrabenz, holdinška družba, d.d. / Istrabenz Holding Company plc.				
Prehrana / Food Total: 25 companies	Naložbe / Investments Total: 5 companies	Turizem / Tourism Total: 9 companies	Energetika / Energy Total: 16 companies	Informacijska podpora / IT support Total: 4 companies
<b>60,29</b> Droga Kolinska, d.d.	<b>95,20</b> Zastava Istrabenz Lizing, d.o.o., Beograd	<b>99,80</b> Istrabenz Marina Invest d.o.o.	<b>51</b> Instalacija, d.o.o., Koper	<b>94</b> Actual I.T., d.o.o., Koper
100 OOO Droga Kolinska, Moskva, Rusija		<b>86,53</b> Istrabenz Turizem, d.d. Portorož	<b>49,95</b> Istrabenz Gorenje, d.o.o.	100 Actual I.T. Hrvatska d.o.o.
100 Koles Nahrungsmittel GmbH, Düsseldorf, Nemčija		<b>5,72</b> 81,05 Postojnska jama, Turizem, d.d.	51 Intrade energija, d.o.o., Sarajevo	100 Actual I.T. BH, d.o.o.
100 Droga Livsmedel AB, Göteborg, Švedska	<b>Naložbe v inovativne projekte / Investments in innovative projects</b>	<b>40</b> 20 Golf Istra, d.o.o.	<b>50</b> GEN-I, d.o.o.	100 Actual I.T. d.o.o., Beograd, SCG
51 Viva, d.o.o. Ljubljana		100 Turistična družba Kras, d.o.o.	100 Istrabenz - Gorenje, d.o.o., Zagreb	
100 Droga Kolinska, d.o.o. Zagreb, Hrvatska	<b>50,10</b> OpenAd AG	88,87 Marina Koper, d.o.o.	100 Istrabenz - Gorenje, d.o.o., Beograd	
75,5 Lasago, d.o.o. Buje, Hrvatska	100 OpenAd, Ltd., UK	100 Grand Hotel Adriatic, d.d., Opatija	100 Austrian Power Vertriebs, GmbH, Dunaj	
100 Droga, d.o.o.e.l. Škopje, Makedonija	100 OpenAd, d.o.o., Slovenija	67,65 Istrabenz Hoteli Portorož, d.o.o.	100 Biotoplota, d.o.o., Nova Gorica	
100 Koleks, d.o.o., Sarajevo, BiH	52,81 Futura, d.o.o.	100 Imperial Palace, d.o.o.	100 Vitales, d.o.o., Vitez, BiH	
100 Droga, d.o.o. Sarajevo, BiH			<b>51</b> Istrabenz plini, d.o.o., Koper	
96,21 Konzum, d.d. Sarajevo, BiH			89,61 Plinarna Maribor, d.d.	
72,39 27,61 Argeta, d.o.o., Sarajevo, BiH			33,33 Moja energija, d.o.o., Maribor	
79,40 AD Palanački kiseljak, Smederevska Palanka, SCG			100 Istrabenz plini, d.o.o., Beograd	
75 Grand Prom AD, Beograd			100 Istrabenz plini, d.o.o., Sarajevo	
1 99 DK Trade d.o.o. Sarajevo			97,67 Montkemija, d.o.o., Bakar	
100 Kofikom, d.o.o. Sarajevo			74,22 Disuplin Porto Re, d.o.o., Kraljevica	
100 Unikomerc, d.o.o. Beograd				
100 VS International, d.o.o. Beograd				
100 Bonito AD Beograd				
100 Droga Kolinska, d.o.o.e.l., Škopje				
100 Šlovin Jugokokta, d.o.o.e.l., Škopje				
100 Kofikom Produkt, d.o.o. Glavičice, Bijeljina				
100 Soko Stark, d.o.o. Banja Luka, Glavičice				
100 Grand Kafa AD, Beograd				
70,52 Stark AD, Beograd				

Legenda / Legend

Družba hči / Subsidiary
Družba vnukinja / Sub-subsidiary
Družba pravnukinja / Sub-sub-subsidiary
Družba prapravnukinja / Sub-sub-sub-subsidiary
Družba praprapravnukinja / Sub-sub-sub-sub-subsidiary

HEMA ORGANIZIRANOSTI SKUPINE ISTRABENZ NA DAN 31.03.2007 / Št. družb: 60  
ORGANISATION CHART OF ISTRABENZ GROUP AS OF 31.03.2007 / Total companies: 60



Priloga 3: Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala za leta 2006, 2005, 2004 in 2003 po treh scenarijih (optimističnem, realnem in pesimističnem)

**TEHTANO POVPREČJE STROŠKOV KAPITALA - WACC ZA LETO 2006**

To update this spreadsheet, enter the following

Long Term Treasury bond rate = 4,39%  
Risk Premium to Use for Equity = 4,80%

Cost of Debt Lookup Table (based on std dev in stock prices)

Standard Deviation	Basis Spread
0	0,2 0,25%
0,2	0,25 0,50%
0,25	0,3 0,75%
0,3	0,4 1,00%
0,4	0,5 1,25%
0,5	0,6 1,50%
0,6	10 2,00%

Do you want to use the marginal tax rate for cost of debt?  
If yes, enter the marginal tax rate to use

No

0,35

Industry Name	Number of Firms	Beta	Cost of Equity	E/(D+E)	Std Dev in Stock	Cost of Debt	Tax Rate	After-tax Cost of Debt	D/(D+E)	Cost of Capital	Divizije	Prihodki posamezne divizije	Struktura divizije	Ponder (delež v prihodkih)	Ponderirane točke
<b>Entertainment</b>	86	1,47		11,43%	76,36%	5,89%	19,62%	4,73%	23,64%	9,85%	Turizem	6,00%	6,00%	6,00%	0,59%
<b>Food Processing Beverage (Soft Drink)</b>	110	0,61		7,31%	78,56%	5,89%	20,67%	4,67%	21,44%	6,75%	Prehrana	26,50%	47,00%	12,46%	0,84%
<b>Market</b>	7113	1,15		9,93%	73,82%	6,39%	16,27%	5,35%	26,18%	8,73%		1,00%		0,47%	0,04%
<b>Food Wholesalers</b>	21	0,60		7,27%	77,72%	37,95%	5,39%	20,68%	4,28%	22,28%		26,50%		12,46%	0,82%
<b>Information Services</b>	36	0,86		8,54%	92,15%	35,45%	5,39%	21,62%	4,22%	7,85%	Informatika	2,00%	2,00%	2,00%	0,16%
<b>Natural Gas (Distrib.)</b>	29	0,70		7,76%	57,74%	23,71%	4,89%	26,20%	3,61%	42,26%	Energetika	16,403.464	18,15%	7,99%	0,48%
<b>Electric Util. (Central)</b>	25	0,81		8,29%	55,91%	24,51%	4,89%	26,60%	3,59%	44,09%	energetski sistemi	71.151.545	18,15%	10,97%	0,68%
<b>Electric Utility (East)</b>	29	0,80		8,24%	59,41%	21,14%	4,89%	31,02%	3,37%	40,59%		0,32	24,93%	10,97%	0,69%
<b>Electric Utility (West)</b>	15	0,90		8,73%	57,96%	20,75%	4,89%	28,00%	3,52%	42,04%		0,32	24,93%	10,97%	0,72%
<b>Coal</b>	12	0,92		8,81%	89,03%	40,43%	5,64%	4,20%	10,97%	8,43%		0,03	2,36%	1,04%	0,09%
<b>Market</b>	7113	1,15		9,93%	73,82%	61,87%	6,39%	16,27%	5,35%	26,18%		8,73%	1,57%	0,69%	0,06%
<b>Packaging &amp; Container</b>	37	0,82		8,31%	60,24%	38,14%	5,39%	19,94%	4,32%	39,76%	pretovor in skladiščenje	2.813.832	3,11%	1,37%	0,09%
<b>Market</b>	7113	1,15		9,93%	73,82%	61,87%	6,39%	16,27%	5,35%	26,18%	Skupaj prihodki energetika	90.368.841	44,00%		
											Naložbe	1,00%	1,00%	1,00%	0,09%
											Skupaj	100,00%	100,00%	100,00%	6,85%

Vsota po p. t.	Dodatna premija za deželno tveganje	"Popust" za optimistični scenarij	Optimistični scenarij	Realni scenarij	Pesimistični scenarij
6,85%	0,90%	2,00%	4,85%	6,85%	7,75%

**TEHTANO POVPREČJE STROŠKOV KAPITALA - WACC ZA LETO 2005**

To update this spreadsheet, enter the following

Long Term Treasury bond rate =  
Risk Premium to Use for Equity =

4,39%  
4,80%

Cost of Debt Lookup Table (based on std dev in stock prices)

Standard Deviation	Basis Spread
0	0,25%
0,2	0,50%
0,25	0,75%
0,3	1,00%
0,4	1,25%
0,5	1,50%
0,6	2,00%

Do you want to use the marginal tax rate for cost of debt?

No

If yes, enter the marginal tax rate to use

0,35

Industry Name	Number of Firms	Beta	Cost of Equity	E/(D+E)	Std Dev in Stock	Cost of Debt	Tax Rate	After-tax Cost of Debt	D/(D+E)	Cost of Capital	Divizije	Prihodki posamezne divizije	Struktura divizije	Ponder (delež v prihodkih)	Ponderirane točke	
Entertainment	86	1,47	11,43%	76,36%	52,83%	5,89%	19,62%	4,73%	23,64%	9,85%	Turizem	6,91%	6,91%	6,91%	0,68%	
Food Wholesalers	21	0,60	7,27%	77,72%	37,95%	5,39%	20,68%	4,28%	22,28%	6,60%	Prehrana	58,50%	40,36%	23,61%	1,56%	
Beverage (Soft Drink)	19	0,61	7,30%	86,45%	30,97%	5,39%	17,31%	4,46%	13,55%	6,91%		39,30%	15,86%	15,86%	1,10%	
Market	7113	1,15	9,93%	73,82%	61,87%	6,39%	16,27%	5,35%	26,18%	8,73%		2,20%	0,89%	0,89%	0,08%	
Information Services	36	0,86	8,54%	92,15%	35,45%	5,39%	21,62%	4,22%	7,85%	8,20%	Informatika	100,00%	1,62%	1,62%	0,13%	
Natural Gas (Distrib.)	29	0,70	7,76%	57,74%	23,71%	4,89%	26,20%	3,61%	42,26%	6,00%	Energetika plin	50,20%	14.151.877	9,99%	9,99%	0,60%
Electric Util. (Central)	25	0,81	8,29%	55,91%	24,51%	4,89%	26,60%	3,59%	44,09%	6,22%	energetski sistemi	0,32	54.283.070	38,33%	12,14%	0,75%
Electric Utility (East)	29	0,80	8,24%	59,41%	21,14%	4,89%	31,02%	3,37%	40,59%	6,26%		0,32		12,14%	0,76%	
Electric Utility (West)	15	0,90	8,73%	57,96%	20,75%	4,89%	28,00%	3,52%	42,04%	6,54%		0,32		12,14%	0,79%	
Coal	12	0,92	8,81%	89,03%	40,43%	5,64%	4,20%	5,40%	10,97%	8,43%		0,04		1,53%	0,13%	
Market	7113	1,15	9,93%	73,82%	61,87%	6,39%	16,27%	5,35%	26,18%	8,73%		0,01		0,38%	0,03%	
Packaging & Container	37	0,82	8,31%	60,24%	38,14%	5,39%	19,94%	4,32%	39,76%	6,72%	pretovor in skladiščenje	1,00	2.664.840	1,88%	1,88%	0,13%
Market	7113	1,15	9,93%	73,82%	61,87%	6,39%	16,27%	5,35%	26,18%	8,73%	Skupaj prihodki energetika	71.099.787	100,00%	99,97%	6,82%	
											Naložbe	0,88%	0,88%	0,88%	0,08%	
											Skupaj	99,97%	99,97%	99,97%	6,82%	

Vsota po p. t.	Dodatna premija za deželno tveganje	"Popust" za optimistični scenarij	Optimistični scenarij	Realni scenarij	Pesimistični scenarij
6,82%	0,90%	2,00%	4,82%	6,82%	7,72%

**TEHTANO POVPREČJE STROŠKOV KAPITALA - WACC ZA LETO 2004**

To update this spreadsheet, enter the following

Long Term Treasury bond rate = 4,22%  
Risk Premium to Use for Equity = 4,84%

Cost of Debt Lookup Table (based on std dev in stock prices)

Standard Deviation	Basis Spread	Cost of Debt
0	0,25%	0,2
0,2	0,50%	0,25
0,25	0,75%	0,3
0,3	1,00%	0,4
0,4	1,25%	0,5
0,5	1,50%	0,6
0,6	2,00%	10

Do you want to use the marginal tax rate for cost of debt? No

If yes, enter the marginal tax rate to use 35%

Industry Name	Number of Firms	Beta	Cost of Equity	E/(D+E)	Std Dev in Stock	Cost of Debt	Tax Rate	After-tax Cost of Debt	D/(D+E)	Cost of Capital	Divizije	Prihodki posamezne divizije	Struktura divizije	Prihodki posamezne divizije	Ponder (delež v prihodkih)	Ponderirane točke
Entertainment	88	1,40	11,00%	80,91%	47,70%	5,47%	17,31%	4,52%	19,09%	9,77%	Turizem	9.038.906	17,16%	9.038.906	17,16%	1,68%
Information Services	33	0,94	8,75%	91,94%	28,30%	4,97%	20,63%	3,94%	8,06%	8,36%	Informatika	2.724.489	5,17%	2.724.489	5,17%	0,43%
Natural Gas (Distrib.)	30	0,65	7,36%	56,63%	23,05%	4,72%	27,66%	3,41%	43,37%	5,65%	Energetika plin	12.730.309	75,75%	39.894.163	75,75%	1,37%
Electric Util. (Central)	25	0,76	7,89%	52,29%	27,20%	4,97%	29,29%	3,51%	47,71%	5,80%	energetski sistemi	24.671.086	31,91%	61,84%	18,19%	0,80%
Electric Utility (East)	31	0,72	7,69%	54,99%	22,62%	4,72%	28,04%	3,40%	45,01%	5,76%		29,41%	18,19%	13,78%	0,79%	
Electric Utility (West)	16	0,79	8,06%	54,87%	28,63%	4,97%	27,26%	3,61%	45,13%	6,06%		29,41%	18,19%	13,78%	0,83%	
Coal	11	0,76	7,88%	85,01%	45,12%	5,47%	17,08%	4,54%	14,99%	7,38%		0,21%	0,13%	0,10%	0,01%	
Market	7091	1,00	9,04%	78,78%	56,40%	5,72%	16,93%	4,75%	21,22%	8,13%		11,56%	7,15%	5,41%	0,44%	
Packaging & Container	35	0,80	8,09%	61,03%	797,04%	6,22%	21,93%	4,86%	38,97%	6,83%	pretovor in skladiščenje	2.492.768	6,25%	6,25%	4,73%	0,32%
Market	7091	1,00	9,04%	78,78%	56,40%	5,72%	16,93%	4,75%	21,22%	8,13%	Skupaj prihodki energetika Naložbe	39.894.163	75,75%	1.004.637	1,91%	0,16%
											Skupaj		100,00%	52.662.195	100,00%	6,83%

Vsota po p. t.	Dodatna premija za deželno tveganje	"Popust" za optimistični scenarij	Optimistični scenarij	Realni scenarij	Pesimistični scenarij
6,83%	1,05%	2,00%	4,83%	6,83%	7,88%

**TEHTANO POVPREČJE STROŠKOV KAPITALA - WACC ZA LETO 2003**

To update this spreadsheet, enter the following

Long Term Treasury bond rate = 4,25%  
Risk Premium to Use for Equity = 4,82%

Cost of Debt Lookup Table (based on std dev in stock prices)

Standard Deviation	Basis Spread	
0	0,2	0,25%
0,2	0,25	0,50%
0,25	0,3	0,75%
0,3	0,4	1,00%
0,4	0,5	1,25%
0,5	0,6	1,50%
0,6	10	2,00%

Industry Name	Number of Firms	Beta	Cost of Equity	E/(D+E)	Std Dev in Stock	Cost of Debt	Tax Rate	After-tax Cost of Debt	D/(D+E)	Cost of Capital	Divizije	Prihodki posamezne divizije	Struktura divizije	Ponder (delež v prihodkih)	Ponderirane točke
Entertainment	84	1,18	9,95%	80,65%	63,85%	6,25%	33,67%	4,15%	19,35%	8,82%	Turizem	65,00%	65,00%	65,00%	5,74%
Natural Gas (Distrib.)	31	0,65	7,36%	53,18%	27,25%	5,00%	27,73%	3,61%	46,82%	5,61%	Energetika plin	33,00% 50,00%	50,00%	16,50%	0,92%
Electric Util. (Central)	27	0,80	8,11%	44,83%	35,84%	5,25%	24,61%	3,96%	55,17%	5,82%	Energetski sistemi (NEKONSOLIDIRANO)	40,00%	8,00%	2,64%	0,15%
Electric Utility (East)	29	0,73	7,78%	51,42%	27,07%	5,00%	26,11%	3,69%	48,58%	5,79%	20,00%	8,00%	2,64%	0,15%	
Electric Utility (West)	15	0,79	8,06%	44,89%	35,98%	5,25%	27,10%	3,83%	55,11%	5,73%	20,00%	8,00%	2,64%	0,15%	
Coal	8	0,95	8,83%	74,85%	66,24%	6,25%	2,95%	6,07%	25,15%	8,13%	20,00%	8,00%	2,64%	0,21%	
Market	6958	0,91	8,62%	72,72%	60,12%	6,25%	32,51%	4,22%	27,28%	7,42%	20,00%	8,00%	2,64%	0,20%	
Packaging & Container	34	0,83	8,26%	57,07%	60,69%	6,25%	37,35%	3,92%	42,93%	6,39%	Pretovor in skladiščenje	10,00%	10,00%	3,30%	0,21%
Market	6958	0,91	8,62%	72,72%	60,12%	6,25%	32,51%	4,22%	27,28%	7,42%	Skupaj prihodki energetika Naložbe	100,00% 2,00%	2,00%	2,00%	0,15%
											Skupaj	100,00%	100,00%	100,00%	7,89%

Vsota po p. t.	Dodatna premija za deželno tveganje	"Popust" za optimistični scenarij	Optimistični scenarij	Realni scenarij	Pesimistični scenarij
7,89%	1,05%	2,00%	5,89%	7,89%	8,94%

Priloga 4: Pojasnila k posameznim izračunom in nekaterih postavk

ČISTI DOBIČEK	Dobiček po davkih
EBIT	Poslovni izid iz poslovanja
EBITDA	Poslovni izid iz poslovanja pred obračunom amortizacije in deprecijacije
SREDSTVA	Vsa sredstva skupine
KAPITAL	Celoten kapital (večinski in manjšinski)
POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC)	Od sredstev so odšteti deleži v pridruženih podjetjih, dolg. fin. naložbe, kratk. fin. naložbe, dolgoročne poslovne obveznosti, dolg. obv. za odložene davke ter poslovne in druge obveznosti
ROE (%)	Donos na celoten kapital; izračunan kot razmerje med čistim dobičkom ter povprečnim stanjem kapitala
NOPAT	Čisti prihodki od prodaje - stroški prodanega blaga, materiala in storitev - stroški dela - amortizacija ter prilagoditev za dejansko stopnjo obdavčitve
NOPAT - FINANČNI HOLDING	Čisti prihodki od prodaje - stroški prodanega blaga, materiala in storitev - stroški dela - amortizacija + izid iz financiranja ter prilagoditev za dejansko stopnjo obdavčitve
ROIC (%)	Donos na poslovno investiran kapital; izračunan kot razmerje med NOPAT ter povprečnim poslovno investiranim kapitalom
WACC	Tehtano povprečje stroškov kapitala
POSLOVNI PRIHODKI	Prihodki iz poslovanja v obdobju
SREDSTVA	Vsa sredstva skupine
OBVEZNOSTI DO TUJIH VIROV	Razlika med sredstvi in kapitalom podjetja
SREDSTVA	Vsa sredstva skupine
KAPITAL/DOLGOM	Razmerje med kapitalom in dolgom
Obveznosti / sredstva	Razmerje med obveznostmi in sredstvi
POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC)	Za poslovanje potrebna čista sredstva oziroma viri financiranja, izračunani kot: SREDSTVA - DELEŽI V PRIDRUŽENIH PODJETJIH - (DOLG. FIN. NALOŽBE=DOLGOROČNA FINANČNA SREDSTVA+DOLGOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI - DOLG. OBV. ZA ODLOŽENE DAVKE - KRATKOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI
POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC) - FINANČNI HOLDING	Za poslovanje potrebna čista sredstva oziroma viri financiranja, izračunani kot: SREDSTVA - DOLGOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI - KRATKOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI
ROE (%)	Donosnost kapitala
ROA (%)	Donosnost sredstev
ROIC (%)	Donosnost poslovno investiranega kapitala
ROIC (%) - FINANČNI HOLDING	Donosnost poslovno investiranega kapitala, če predpostavimo, da je Skupina finančni holding
ROE z EBIT in KAPITALOM (%)	Razmerje med EBIT in celotnim kapitalom izraženo v odstotkih
ROA z EBIT in SREDSTVI (%)	Razmerje med EBIT in sredstvi izraženo v odstotkih
Optimistični scenarij WACC	Tehtano povprečje stroškov kapitala, ki je 2% nižje od dejanskega na podlagi realnega scenarija
Realni scenarij WACC	Tehtano povprečje stroškov kapitala na ameriškem trgu
Pesimistični scenarij WACC	Tehtano povprečje stroškov kapitala z vključeno premijo za deželno tveganje v Sloveniji
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Optimistični scenarij	Podjetju prilagojena EVA <sup>®</sup> z upoštevanjem optimističnega scenarija tehtanih stroškov kapitala
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Realni scenarij	Podjetju prilagojena EVA <sup>®</sup> z upoštevanjem realnega scenarija tehtanih stroškov kapitala
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Pesimistični scenarij	Podjetju prilagojena EVA <sup>®</sup> z upoštevanjem pesimističnega scenarija tehtanih stroškov kapitala
Neprilagojena EVA <sup>®</sup> KAPITAL Optimistični scenarij	Izračunana kot: (ROE z EBIT in KAPITALOM (%) - Optimistični scenarij WACC)*POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC)
Neprilagojena EVA <sup>®</sup> KAPITAL Realni scenarij	Izračunana kot: (ROE z EBIT in KAPITALOM (%) - Realni scenarij WACC)*POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC)
Neprilagojena EVA <sup>®</sup> KAPITAL Pesimistični scenarij	Izračunana kot: (ROE z EBIT in KAPITALOM (%) - Pesimistični scenarij WACC)*POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC)
Neprilagojena EVA <sup>®</sup> SREDSTVA Optimistični scenarij	Izračunana kot: (ROA z EBIT in SREDSTVI (%) - Optimistični scenarij WACC)*POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC) (SREDSTVA)
Neprilagojena EVA <sup>®</sup> SREDSTVA Realni scenarij	Izračunana kot: (ROA z EBIT in SREDSTVI (%) - Realni scenarij WACC)*POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC) (SREDSTVA)
Neprilagojena EVA <sup>®</sup> SREDSTVA Pesimistični scenarij	Izračunana kot: (ROA z EBIT in SREDSTVI (%) - Pesimistični scenarij WACC)*POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC) (SREDSTVA)
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Optimistični scenarij - FIN. HOLDING	Podjetju prilagojena EVA <sup>®</sup> , če gledamo na Skupino kot na finančni holding z upoštevanjem optimističnega scenarija tehtanih stroškov kapitala
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Realni scenarij - FIN. HOLDING	Podjetju prilagojena EVA <sup>®</sup> , če gledamo na Skupino kot na finančni holding z upoštevanjem realnega scenarija tehtanih stroškov kapitala
Prilagojena EVA <sup>®</sup> Pesimistični scenarij - FIN. HOLDING	Podjetju prilagojena EVA <sup>®</sup> , če gledamo na Skupino kot na finančni holding z upoštevanjem pesimističnega scenarija tehtanih stroškov kapitala

Priloga 5: Izračun ROIC in EVA® za leta 2006, 2005, 2004, 2003 ter IC za leta 2006, 2005, 2004, 2003, 2002

Zneski v 000 SIT POSTAVKE	2006	2005	2004	2003	2002	PANOGA
POSLOVNI PRIHODKI	171.745.886	141.572.429	52.546.200	28.499.283		
SREDSTVA	251.567.135	231.319.677	120.465.348	96.290.226	46.292.872	
KAPITAL	96.420.959	87.438.651	62.103.650	55.179.079	29.260.947	
OBVEZNOSTI DO TUJIH VIROV	155.146.176	143.881.028	58.361.698	41.111.147	16.703.060	
POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC)	152.838.819	143.192.200	53.562.422	45.396.499	4.704.922	
POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL (IC) - FINANČNI HOLDING	227.759.154	203.544.884	106.500.670	90.990.978	45.816.591	
ČISTI DOBIČEK	6.874.438	3.121.181	12.006.481	7.034.961		
EBIT	8.505.569	3.678.487	3.028.859	5.939.655		
EBITDA	17.428.268	11.854.988	6.376.282	8.960.382		
NOPAT	7.260.788	3.382.652	1.147.650	1.644.520		
NOPAT - FINANČNI HOLDING	6.218.624	4.195.147	10.647.825	3.134.839		
KAPITAL/DOLGOM	62,15%	60,77%	106,41%	134,22%		
OBVEZNOSTI / SREDSTVA	61,67%	60,07%	44,80%	42,70%		48,70%
ROE (%)	7,48%	4,17%	20,47%	16,66%		
ROA (%)	2,85%	1,77%	11,08%	9,87%		
ROIC (%)	4,91%	3,44%	2,32%	6,56%		
ROIC (%) - FINANČNI HOLDING	2,88%	2,71%	10,78%	4,58%		
ROE z EBIT in KAPITALOM (%)	9,25%	4,92%	5,17%	14,07%		
ROA z EBIT in SREDSTVI (%)	3,52%	2,09%	2,79%	8,33%		
Optimistični scenarij WACC	4,85%	4,85%	4,83%	5,89%		
Realni scenarij WACC	6,85%	6,85%	6,83%	7,89%		
Pesimistični scenarij WACC	7,75%	7,75%	7,88%	8,94%		
Prilagojena EVA® Optimistični scenarij	<b>75.782</b>	-1.392.804	-1.240.780	<b>169.308</b>		
Prilagojena EVA® Realni scenarij	-2.884.528	-3.360.350	-2.230.370	-331.706		
Prilagojena EVA® Pesimistični scenarij	-4.216.668	-4.245.746	-2.749.904	-594.739		
WACC, ki izenači	4,91%	3,44%	2,32%	6,56%		
Razpon donosnosti (angl. return spread) - Prilagojena EVA® - OPT.	0,05%	-1,42%	-2,51%	0,68%		
Razpon donosnosti (angl. return spread) - Prilagojena EVA® - REAL.	-1,95%	-3,42%	-4,51%	-1,32%		
Razpon donosnosti (angl. return spread) - Prilagojena EVA® - PES.	-2,85%	-4,32%	-5,56%	-2,37%		
Neprilagojena EVA® KAPITAL Optimistični scenarij	<b>4.043.089</b>	<b>48.927</b>	<b>198.173</b>	<b>3.453.360</b>		
Neprilagojena EVA® KAPITAL Realni scenarij	<b>2.204.493</b>	-1.446.496	-974.654	<b>2.608.960</b>		
Neprilagojena EVA® KAPITAL Pesimistični scenarij	<b>1.377.125</b>	-2.119.436	-1.590.389	<b>2.165.650</b>		
WACC, ki izenači	9,25%	4,92%	5,17%	14,07%		
Neprilagojena EVA® SREDSTVA Optimistični scenarij	-3.214.638	-4.859.732	-2.202.661	<b>1.741.366</b>		
Neprilagojena EVA® SREDSTVA Realni scenarij	-8.043.506	-8.377.582	-4.370.217	<b>315.535</b>		
Neprilagojena EVA® SREDSTVA Pesimistični scenarij	-10.216.497	-9.960.615	-5.508.184	-433.026		
WACC, ki izenači	3,52%	2,09%	2,79%	8,33%		
Prilagojena EVA® Optimistični scenarij - FIN. HOLDING	-4.249.610	-3.330.008	<b>5.881.251</b>	-893.393		
Prilagojena EVA® Realni scenarij - FIN. HOLDING	-8.562.651	-6.430.464	<b>3.906.335</b>	-2.261.468		
Prilagojena EVA® Pesimistični scenarij - FIN. HOLDING	-10.503.519	-7.825.669	<b>2.869.504</b>	-2.979.708		
WACC, ki izenači	2,88%	2,71%	10,78%	4,58%		
Razpon donosnosti - Prilagojena EVA® - FIN. HOLDING - OPT.	-1,97%	-2,15%	5,96%	-1,31%		
Razpon donosnosti - Prilagojena EVA® - FIN. HOLDING - REAL.	-3,97%	-4,15%	3,96%	-3,31%		
Razpon donosnosti - Prilagojena EVA® - FIN. HOLDING - PES.	-4,87%	-5,05%	2,91%	-4,36%		

Priloga 6: (Prirejena) Bilanca stanja Skupine Istrabenz za leta 2002, 2003, 2004, 2005, 2006

Zneski v 000 SIT	POSTAVKE	31.12.2006	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
<b>DOLGOROČNA SREDSTVA</b>		<b>204.942.390</b>	<b>175.323.322</b>	<b>94.670.236</b>	<b>86.061.770</b>	<b>35.175.444</b>
DOLGOROČNA SREDSTVA		44.407.335	42.929.148	6.611.071	3.170.904	804.171
NEOPREDMETENA SREDSTVA		85.481.544	76.833.765	42.660.790	37.214.973	3.463.392
NEPREMIČNINE, NAPRAVE IN OPREMA		4.059.658	3.542.921	4.489.664	4.479.930	0
DELEŽI V PRIDRUŽENIH DRUŽBAH		39.535.931	1.994.196	1.125.102	12.542.889	0
DOLGOROČNA FINANČNA SREDSTVA		31.253.387	49.125.547	0	0	0
DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE		156.840	897.746	0	0	0
DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE		0	0	39.783.609	28.360.332	30.907.881
TERJATVE ZA ODLOŽENI DAVEK		47.674	0	0	292.743	0
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>		<b>46.624.745</b>	<b>55.996.354</b>	<b>25.795.112</b>	<b>10.228.456</b>	<b>11.113.510</b>
ZALOGE		10.413.366	9.419.325	1.262.476	853.627	0
POSLOVNE TERJATVE		28.628.556	32.666.675	11.594.016	5.795.544	906.084
KRATKOROČNA FINANČNA SREDSTVA		2.608.793	7.048.217	9.498.576	2.359.829	10.203.788
TERJATVE DO DRŽAVE ZA DAVEK IZ DOBIČKA		498.026	42.810	0	0	0
DENAR IN DENARNI USTREZNIKI		3.716.539	4.429.880	3.440.044	1.219.455	0
SREDSTVA V POSESTI ZA PRODAJO		759.465	2.389.448	0	0	0
<b>SREDSTVA</b>		<b>251.567.135</b>	<b>231.319.677</b>	<b>120.465.348</b>	<b>96.290.226</b>	<b>46.292.872</b>
<b>KAPITAL</b>		<b>96.420.959</b>	<b>87.438.651</b>	<b>62.103.650</b>	<b>55.179.079</b>	<b>29.260.947</b>
<b>LASTNI KAPITAL</b>		<b>59.507.203</b>	<b>48.967.580</b>	<b>48.860.782</b>	<b>40.640.743</b>	<b>29.260.947</b>
VPOKLICANI KAPITAL		5.180.000	5.180.000	5.180.000	5.180.000	5.180.000
KAPITALSKE REZERVE		7.993.256	7.960.189	7.960.189	7.959.535	10.385
REZERVE IZ DOBIČKA		0	0	20.075.134	16.115.980	13.921.692
PRENESENI ČISTI POSLOVNI IZID		0	0	1.810.680	-140.374	535.019
NERAZPOREJENI ČISTI POSLOVNI IZID		0	0	0	0	1.672.613
ČISTI POSLOVNI IZID POSLOVNEGA LETA		0	0	7.578.258	4.560.118	0
PREVREDNOTOVALNI POPRAVEK KAPITALA		0	0	6.225.919	6.964.761	7.941.238
LASTNI DELEŽI		0	0	0	-409	0
USKUPINJEVALNI POPRAVEK KAPITALA		0	0	30.601	1.133	0
ZAKONSKE REZERVE		4.089.310	4.089.310	0	0	0
ZADRŽANI DOBIČKI		33.862.068	28.269.029	0	0	0
REZERVE ZA POŠTENO VREDNOST		6.837.614	3.623.519	0	0	0
PREVEDBENA REZERVA		1.544.955	-154.467	0	0	0
<b>KAPITAL MANJŠINSKIH LASTNIKOV</b>		<b>36.913.755</b>	<b>38.471.071</b>	<b>13.242.869</b>	<b>14.538.336</b>	<b>0</b>
<b>OBVEZNOSTI DO TUJIH VIROV SREDSTEV</b>		<b>155.146.176</b>	<b>143.881.028</b>	<b>58.361.698</b>	<b>41.111.147</b>	<b>16.703.060</b>
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>		<b>89.824.425</b>	<b>84.847.191</b>	<b>28.630.420</b>	<b>19.463.927</b>	<b>6.569.642</b>
DOLGOROČNE FINANČNE OBVEZNOSTI		84.713.501	78.776.652	23.682.997	15.009.041	6.569.642
DOLGOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI		875.584	1.459.997	559.880	700.408	0
REZERVACIJE ZA POKOJNINE IN PODOBNE OBVEZNOSTI		0	0	1.255.469	1.081.189	0
RAZMEJENE DOTACIJE DRŽAVE		0	0	0	0	0
DRUGE REZERVACIJE		0	0	601.113	341.860	0
DOLGOROČNE REZERVACIJE		2.869.956	3.323.564	0	0	0
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI ZA ODLOŽENE DAVKE		1.365.384	1.286.978	2.530.961	2.331.429	0
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>		<b>65.321.752</b>	<b>59.033.838</b>	<b>29.731.278</b>	<b>21.647.219</b>	<b>10.133.418</b>
PREKORAČITVE NA RAČUNU		271.100	25.509	0	0	0
KRATKOROČNE FINANČNE OBVEZNOSTI		41.607.004	32.693.533	16.326.480	17.048.380	9.657.137
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI IZ POSLOVANJA		22.932.397	26.314.796	13.404.798	4.598.839	476.281
KRATKOROČNI DEL REZERVACIJ		511.250	0	0	0	0
<b>PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>328.865</b>
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>		<b>251.567.135</b>	<b>231.319.679</b>	<b>120.465.348</b>	<b>96.290.226</b>	<b>46.292.872</b>
<b>POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL - IC*</b>		<b>152.838.819</b>	<b>143.192.200</b>	<b>53.562.422</b>	<b>45.396.499</b>	<b>4.704.922</b>
<b>POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL - IC** - FINANČNI HOLDING</b>		<b>227.759.154</b>	<b>203.544.884</b>	<b>106.500.670</b>	<b>90.990.978</b>	<b>45.816.591</b>

\* IZRAČUNAN KOT: SREDSTVA - DELEŽI V PRIDRUŽENIH PODJETJIH - (DOLG. FIN. NALOŽBE=DOLGOROČNA FINANČNA SREDSTVA+DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE) - KRATK. FIN. NALOŽBE - DOLGOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI - DOLG. OBV. ZA ODLOŽENE DAVKE - KRATKOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI

\*\* IZRAČUNAN KOT: SREDSTVA - DOLGOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI - KRATKOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI

ZA LETI 2006 IN 2005 JE BILANCA STANJA PRIPRAVLJENA V SKALDU S SLOVENSKIMI RAČUNOVODSKIMI STANDARDI 2006; ZA LETA 2004, 2003 IN 2002 PA V SKLADU S SLOVENSKIMI RAČUNOVODSKIMI STANDARDI 2001

Priloga 7: (Prirejen) Izkaz poslovnega izida Skupine Istrabenz za leta 2006, 2005, 2004 in 2003

Zneski v 000 SIT	POSTAVKE	REALIZACIJA OD 01.01. DO 31.12.2006	REALIZACIJA OD 01.01. DO 31.12.2005	REALIZACIJA OD 01.01. DO 31.12.2004	REALIZACIJA OD 01.01. DO 31.12.2003
	PRIHODKI OD PRODAJE	168.810.279	138.591.876	49.164.079	23.494.791
	SPREMEMBA VREDNOSTI ZALOG	-304.362	120.089	41.700	67.583
	DRUGI POSLOVNI PRIHODKI	3.239.969	2.860.463	3.340.421	4.936.908
	STROŠKI PRODANEGA BLAGA, MATERIALA IN STORITEV	130.175.116	108.450.927	37.231.920	13.236.066
	STROŠKI DELA	20.119.115	17.734.333	7.197.807	5.476.319
	ODPISI VREDNOSTI*	1.416.135	1.150.245	3.750.381	3.256.711
	AMORTIZACIJA	8.976.699	6.828.845	3.347.423	3.020.727
	DRUGI POSLOVNI ODHODKI	2.553.252	3.729.592	1.337.233	590.532
	<b>POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA</b>	<b>8.505.569</b>	<b>3.678.487</b>	<b>3.028.859</b>	<b>5.939.655</b>
	<b>NOPAT (PRIHODKI OD PRODAJE-STROŠKI PRODANEGA BLAGA, MATERIALA IN STORITEV- STROŠKI DELA-AMORTIZACIJA) pred davki</b>	<b>9.539.349</b>	<b>5.577.771</b>	<b>1.386.929</b>	<b>1.761.679</b>
	<b>NOPAT (NOPAT pred davki*(1-T))</b>	<b>7.260.788</b>	<b>3.382.652</b>	<b>1.147.650</b>	<b>1.644.520</b>
	<b>NOPAT - FINANČNI HOLDING pred davki (PRIHODKI OD PRODAJE-STROŠKI PRODANEGA BLAGA, MATERIALA IN STORITEV-STROŠKI DELA- AMORTIZACIJA+IZID IZ FINANCIRANJA)</b>	<b>8.170.136</b>	<b>6.917.521</b>	<b>12.867.847</b>	<b>3.358.172</b>
	<b>NOPAT - FINANČNI HOLDING (NOPAT - FINANČNI HOLDING pred davki*(1-T))</b>	<b>6.218.624</b>	<b>4.195.147</b>	<b>10.647.825</b>	<b>3.134.839</b>
	<b>FINANČNI PRIHODKI</b>	<b>6.638.608</b>	<b>7.762.423</b>	<b>13.707.158</b>	<b>4.313.722</b>
	PRIHODKI IZ FINANČNIH NALOŽB	3.006.504	3.838.006	12.412.214	2.934.347
	DRUGI FINANČNI PRIHODKI	3.632.104	3.924.417	1.294.944	1.379.375
	<b>FINANČNI ODHODKI</b>	<b>8.007.821</b>	<b>6.422.673</b>	<b>2.226.241</b>	<b>2.717.229</b>
	ODHODKI IZ FINANČNIH NALOŽB	441.056	1.918.386	120.296	829.829
	DRUGI FINANČNI ODHODKI	7.566.764	4.504.287	2.105.945	1.887.400
	<b>IZID FINANCIRANJA</b>	<b>-1.369.213</b>	<b>1.339.750</b>	<b>11.480.917</b>	<b>1.596.493</b>
	<b>PRIPOZNANI REZULTAT PRIDRUŽENIH DRUŽB PO KAPITALSKI METODI</b>	<b>1.403.979</b>	<b>10.935</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>DOBIČEK PRED OBDAVČITVIJO</b>	<b>8.540.335</b>	<b>5.029.172</b>	<b>14.509.776</b>	<b>7.536.148</b>
	DAVEK OD DOBIČKA	2.039.937	1.979.219	2.503.295	501.187
	Efektivna stopnja obdavčitve (M/L) - T	23,89%	39,35%	17,25%	6,65%
	ODLOŽENI DAVEK	-374.039	-71.228	0	0
	<b>ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA</b>	<b>6.874.438</b>	<b>3.121.181</b>	<b>12.006.481</b>	<b>7.034.961</b>
	ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA VEČINSKEGA LASTNIKA	3.842.566	2.352.794	10.973.702	5.776.090
	ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA MANJŠINSKEGA LASTNIKA	3.031.871	768.387	1.032.779	1.258.871
	DOBIČEK IN PRILAGOJENI DOBIČEK NA DELNICO V TOLARJIH	741,81	454,21		

\* Za leti 2004 in 2003 velja: ODPISI VREDNOSTI=AMORTIZACIJA+PREVREDN. POSLOVNI ODHODKI

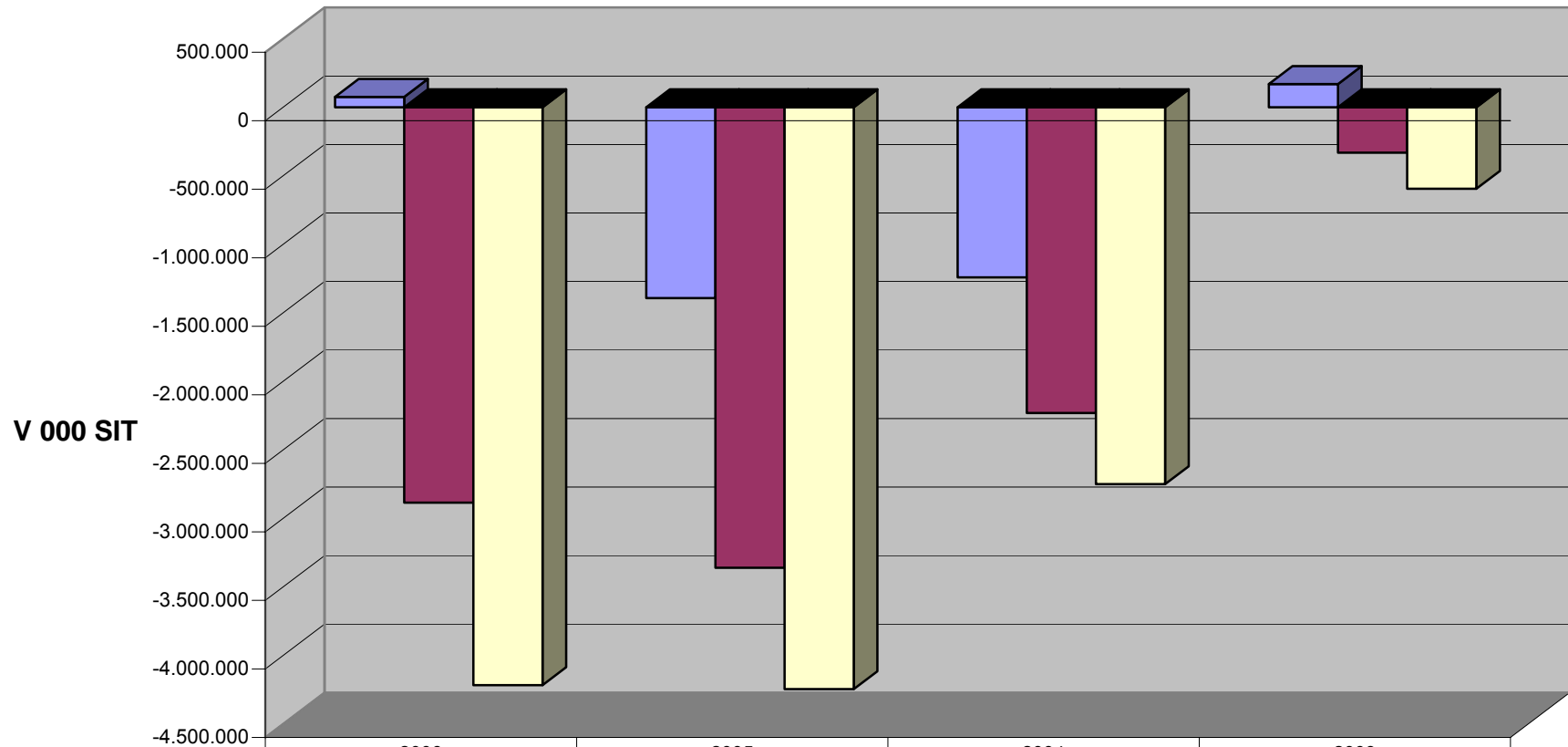
**SKALDU S SLOVENSKIMI RAČUNOVODSKIMI STANDARDI 2006; ZA LETI  
2004 IN 2003 PA V SKLADU S SLOVENSKIMI RAČUNOVODSKIMI STANDARDI  
2001**



Priloga 8: Grafičen prikaz izračunov EVA® za leta 2003-2006

Prilagojena EVA® - Trije scenariji

- Prilagojena EVA® - Optimistični scenarij
- Prilagojena EVA® - Realni scenarij
- Prilagojena EVA® - Pesimistični scenarij

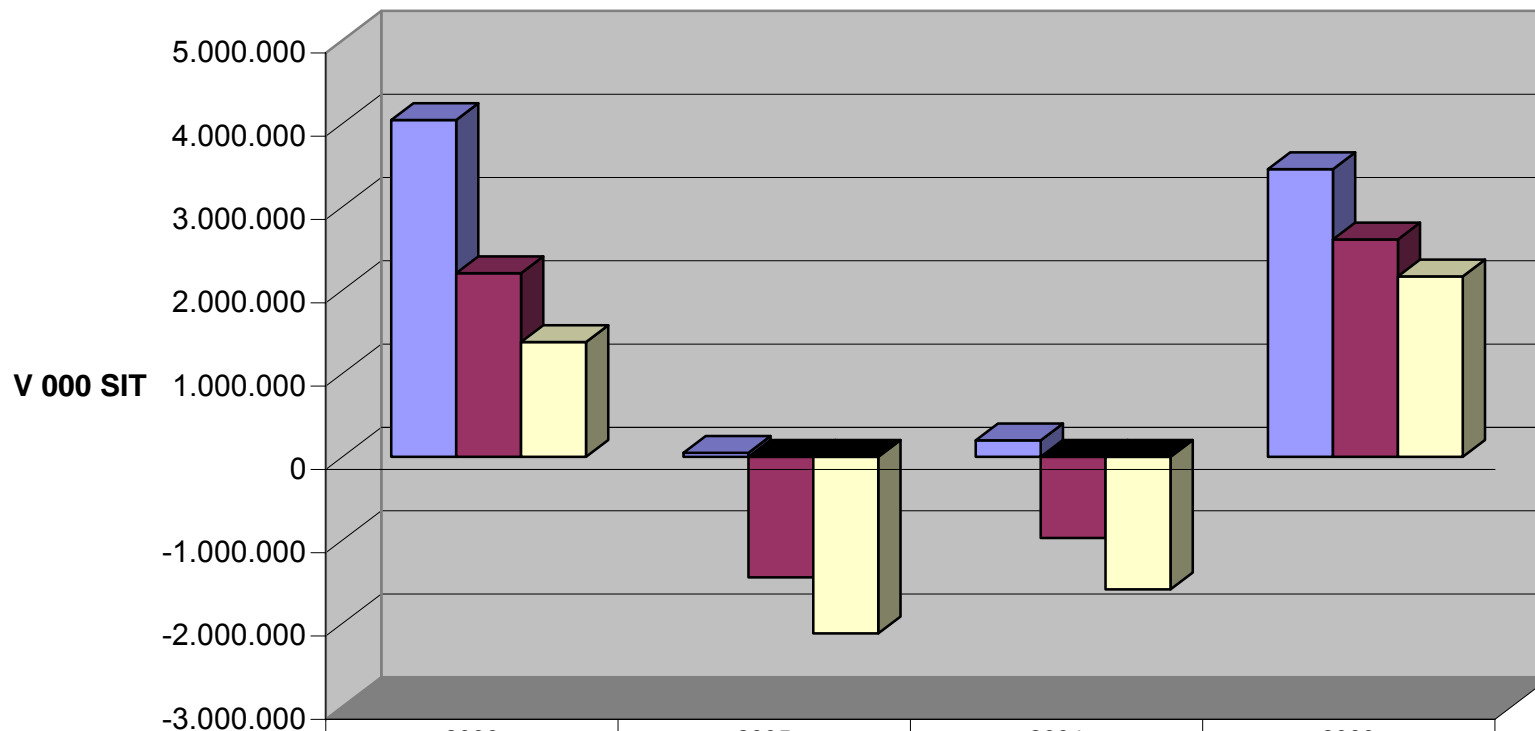


	2006	2005	2004	2003
■ Prilagojena EVA® - Optimistični scenarij	75.782	-1.392.804	-1.240.780	169.308
■ Prilagojena EVA® - Realni scenarij	-2.884.528	-3.360.350	-2.230.370	-331.706
■ Prilagojena EVA® - Pesimistični scenarij	-4.216.668	-4.245.746	-2.749.904	-594.739

LETA

**Neprilagojena EVA® - KAPITAL - Trije scenariji**

- Neprilagojena EVA® KAPITAL - Optimistični scenarij
- Neprilagojena EVA® KAPITAL - Realni scenarij
- Neprilagojena EVA® KAPITAL - Pesimistični scenarij

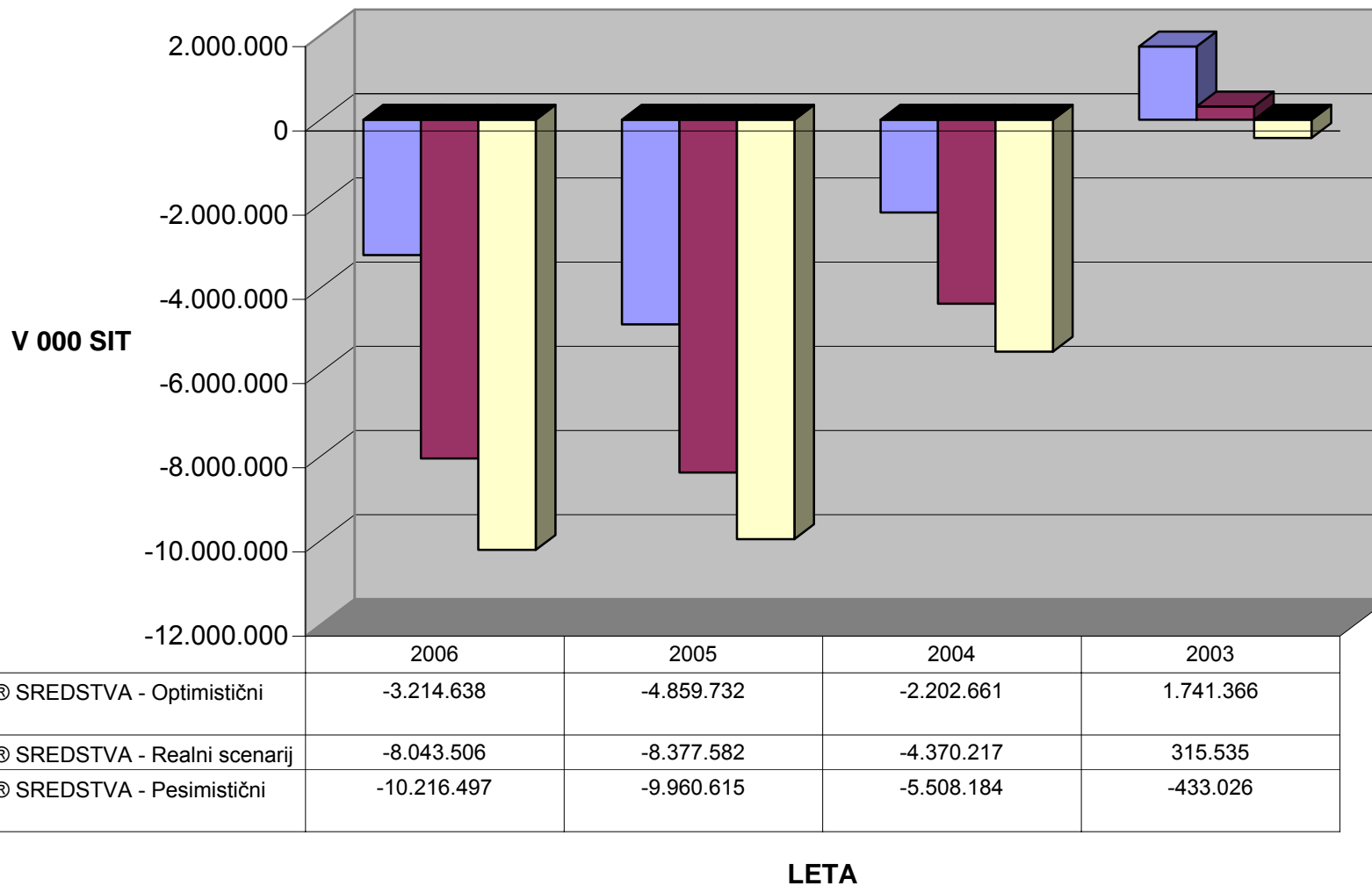


	2006	2005	2004	2003
■ Neprilagojena EVA® KAPITAL - Optimistični scenarij	4.043.089	48.927	198.173	3.453.360
■ Neprilagojena EVA® KAPITAL - Realni scenarij	2.204.493	-1.446.496	-974.654	2.608.960
■ Neprilagojena EVA® KAPITAL - Pesimistični scenarij	1.377.125	-2.119.436	-1.590.389	2.165.650

**LETA**

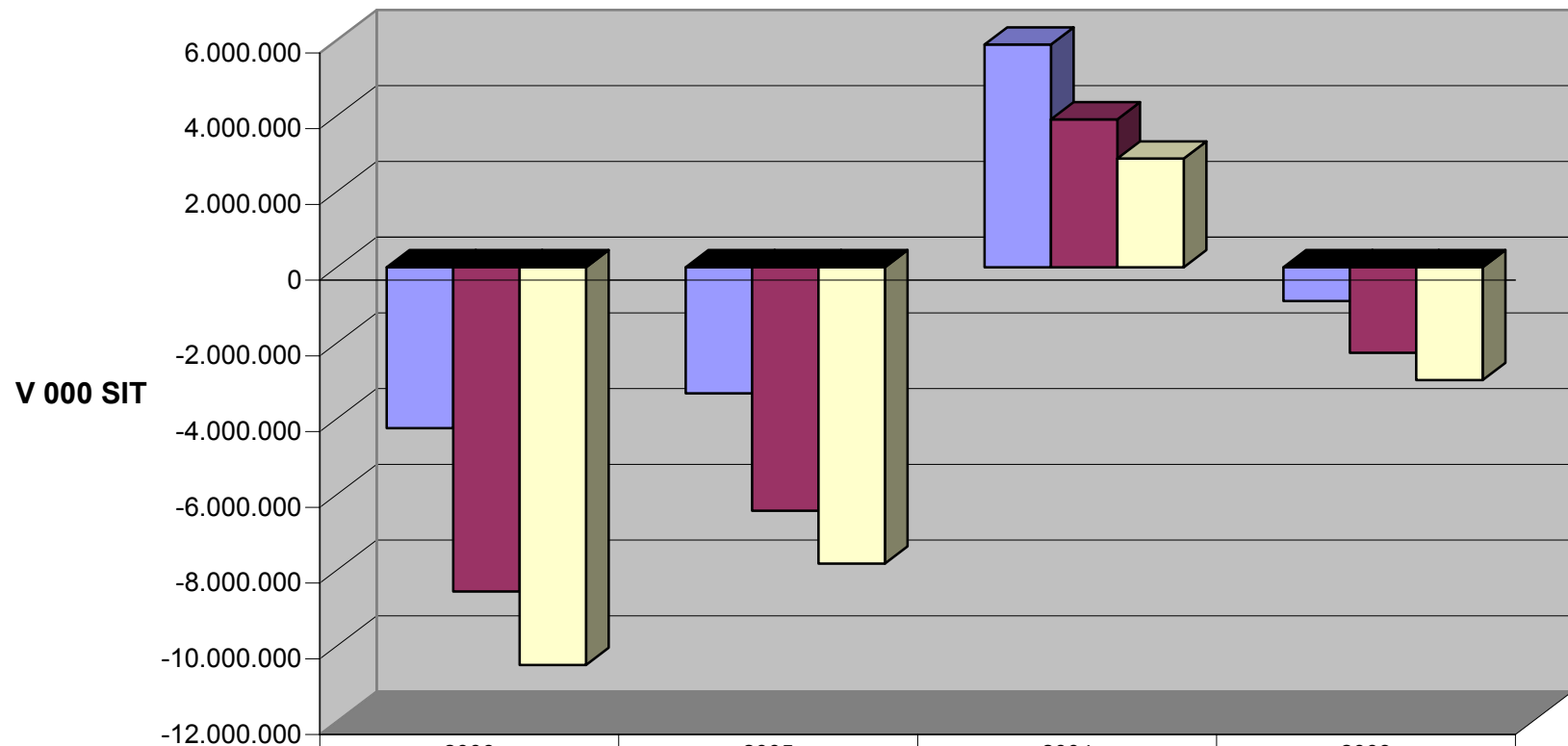
**Nepilagojena EVA® - SREDSTVA - Trije scenariji**

- Nepilagojena EVA® SREDSTVA - Optimistični scenarij
- Nepilagojena EVA® SREDSTVA - Realni scenarij
- Nepilagojena EVA® SREDSTVA - Pesimistični scenarij



**EVA® - FINANČNI HOLDING - Trije scenariji**

- EVA® Finančni holding - Optimistični scenarij
- EVA® Finančni holding - Realni scenarij
- EVA® Finančni holding - Pesimistični scenarij



Leta	2006	2005	2004	2003
EVA® Finančni holding - Optimistični scenarij	-4.249.610	-3.330.008	5.881.251	-893.393
EVA® Finančni holding - Realni scenarij	-8.562.651	-6.430.464	3.906.335	-2.261.468
EVA® Finančni holding - Pesimistični scenarij	-10.503.519	-7.825.669	2.869.504	-2.979.708

**Leta**