

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA
Z VIDIKA MALIH INVESTITORJEV
–
PRIMER PODJETJA GORENJE D.D.**

Ljubljana, januar 2009

VID MAVČIČ

IZJAVA

Študent Vid Mavčič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 9.1.2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 MODELI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETIJ	2
1.1 Na sredstvih temelječe metode.....	2
1.1.1 Metoda prilagojene knjigovodske vrednosti.....	2
1.1.2 Metoda presežnih donosov.....	3
1.2 Metode na podlagi tržnih primerjav (tržni mnogokratniki).....	4
1.3 Na donosih temelječe metode.....	5
1.3.1 Modeli denarnega toka.....	5
1.3.1.1 Dividendno diskontni model (DDM).....	6
1.3.1.2 Diskontirani denarni tok (DCF).....	8
1.3.1.3 Prilagojena sedanja vrednost (APV).....	15
1.3.2 Modeli rezidualnega dobička.....	16
1.3.2.1 Ekonomski dobiček (ekonomska dodana vrednost).....	16
1.3.3 Modeli realnih opcij.....	18
2 OPREDELITEV STANDARDOV OCENJEVANJA VREDNOSTI	21
2.1 Predmet ocenjevanja, datum in standard vrednosti.....	21
2.2 Omejitve – vidik malega investitorja.....	23
3 OCENJEVANJE VREDNOSTI NA PRIMERU SKUPINE GORENJE D.D.	24
3.1 Predstavitev podjetja.....	24
3.1.1 Zgodovina in kratka predstavitev.....	24
3.1.2 Vizija in strategija.....	25
3.1.3 Poslovne dejavnosti.....	26
3.1.4 Lastništvo in kapital.....	27
3.1.5 Prodaja in tržni položaj.....	29
3.2 Finančna analiza.....	31
3.2.1 Analiza izkaza poslovnega izida.....	32
3.2.2 Analiza bilance stanja.....	36
3.3 Ocena tržne vrednosti.....	39
3.3.1 Metoda prilagojene knjigovodske vrednosti.....	39
3.3.2 Metoda tržnih mnogokratnikov.....	40
3.3.3 Dividendno diskontni model.....	41
3.3.4 Metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov.....	42
3.3.4.1 Prosti denarni tok podjetju.....	42
3.3.4.2 Diskontna stopnja.....	43
3.3.4.3 Preostala vrednost.....	45
3.3.4.4 Izračun notranje vrednosti podjetja.....	45
3.4 Kritična primerjava rezultatov.....	46
SKLEP	48
LITERATURA IN VIRI	49
PRILOGE	I

KAZALO TABEL

Tabela 1: Enačbe (prostega) denarnega toka	10
Tabela 2: Podrobni izračun prostega denarnega toka in denarnega toka vlagateljem	12
Tabela 3: Preglednica diskontnih stopenj glede na vrsto denarnega toka	13
Tabela 4: Lastniška struktura družbe Gorenje, d.d. na dan 31. 12. 2007	28
Tabela 5: Izplačilo dividend Skupine Gorenje in donos na delnico	38
Tabela 6: Temeljni finančni kazalniki za primerljiva podjetja konec leta 2007	40
Tabela 7: Tržni mnogokratniki in ocenjena vrednost Skupine Gorenje na dan 31. 12. 2007	41
Tabela 8: Vrednotenje Skupine Gorenje na podlagi DDM modela na 31. 12. 2007	42
Tabela 9: Ponazoritev izračuna WACC	43
Tabela 10: Ocenjene vrednosti podjetja Gorenje po vrsti metode vrednotenja na 31. 12. 2007	46
Tabela 11: Ciljne ocene vrednosti delnice GRVG in priporočila borznih analitikov	47

KAZALO SLIK

Slika 1: Prosti denarni tok podjetju	11
Slika 2: Struktura poslovanja Skupine Gorenje	26
Slika 3: Gibanje knjigovodske vrednosti delnice Gorenje d.d. v primerjavi z zaključnim tečajem na ljubljanski borzi (LJSE: GRVG)	27
Slika 4: Spremembe v lastniški strukturi Gorenja, d.d. po vrstah vlagateljev	28
Slika 5: Prihodki Skupine Gorenje in družbe Gorenje d.d. v tisoč EUR	29
Slika 6: Struktura prihodkov od prodaje po divizijah (2003 – 2007) v tisoč EUR	30
Slika 7: Rast količinske prodaje gospodinjskih aparatov Skupine Gorenje (2003 – 2007) glede na državo izvora proizvodnje v tisoč EUR	30
Slika 8: Gibanje prodaje po območnih odsekih v tisoč EUR	33
Slika 9: Gibanje deleža amortizacije in naložb v prihodkih od prodaje v primerjavi z neto investicijami	34

UVOD

Vrednost je relativen pojem. Ko govorimo o vrednotenju podjetij, imata dva različna kupca lahko povsem drugačno predstavo o vrednosti zaradi različnih pričakovanj o ekonomijah obsega ali pa različnega poznavanja družbe oz. panoge. Ponavadi se ocena kupca razlikuje tudi od vrednosti, ki jo pričakuje prodajalec. Pri tem vrednosti ne smemo zamenjevati s pojmom cene. Cena se namreč oblikuje v preseku krivulj ponudbe in povpraševanja, pomeni pa količino v denarju, ki jo v okviru pogajanj dogovorita kupec in prodajalec pri izvršitvi posla (Fernandez, 2004, str. 2).

Do razlik v vrednosti določenega podjetja lahko pride iz več vzrokov, ki izhajajo iz različnih motivov na prodajni in nakupni strani. Vrednost podjetja prodajalcu pomeni najnižjo ceno, pri kateri bi bil pripravljen prodati sredstvo, na drugi strani pa vrednost kupcu pomeni najvišjo ceno, po kateri je pripravljen plačati nakup. Zelo razširjena je trditev, da je moč upravičiti vsakršno ceno, če obstajajo na trgu drugi vlagatelji, ki so pripravljeni kupovati po takšni ceni. Vendar pa Damodaran (2002, str. 1 - 2) opozarja, da se »zaznave (vlagateljev, o.p.) lahko izkažejo kot edini merodajen dejavnik kadar premoženje pomeni slika ali kip, vendar investitorji večinoma ne kupujejo (in ne bi smeli kupovati) premoženja iz estetskih ali čustvenih razlogov; finančna sredstva pridobivamo zaradi denarnih tokov, ki jih pričakujemo iz njih.«

Vrednotenje se uporablja pri naložbenih odločitvah na razvitih borznih trgih, kjer posameznikova ocena vrednosti pomeni primerjalno vrednost glede na trenutno vrednost, ki se izoblikuje na trgu. Posledica je odločitev naložbenika o nakupu, prodaji ali vztrajanju pri obstoječem številu delnic. Prav tako se vrednost podjetij ocenjuje pri prvih izdajah vrednostnih papirjev na organiziranem trgu, v primerih nagrajevanja uspehov managementa, ko je ta vezan na uspeh tečaja podjetja na borzi, pri analizah in skrbnih pregledih podjetij, kjer se ugotavljajo predvsem glavni viri in gonila oblikovanja vrednosti, pri strateških odločitvah managementa, npr. likvidacijah, združitvah, nakupih drugih podjetij. Vrednotenje se pogosto uporablja tudi kot pomoč pri strateškem planiranju v podjetju. Podjetje lahko vrednotimo iz različnih vzrokov in ne le ob prodaji oz. nakupu. Pogosto je tudi ocenjevanje vrednosti v primeru zapuščinskih postopkov, razveznih pravnih, iz davčnih razlogov in v primeru morebitnega iskanja partnerja za dokapitalizacijo na trgu.

Diplomsko delo sestavljata dva temeljna vsebinska sklopa. V prvem poglavju so podrobno predstavljeni izbrani modeli in teoretični pristopi vrednotenja podjetij. Izbor je omejen na metode, ki so se v preteklih desetletjih uveljavile v svetu kot poglobitve. V drugem delu sledi opredelitev standardov in glavnih izhodišč, na katerih temelji analiza. V zadnjem delu diplomskega dela je opisana uporaba izbranih metod vrednotenja na primeru skupine Gorenje d.d. in kritična obravnava dobljenih rezultatov. V sklepu je strnjeno glavno sporočilo diplomskega dela, ki povzema izsledke predhodnih delov.

1 MODELI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETIJ

Tekom razvoja finančne teorije se je izoblikovalo veliko število teoretičnih modelov za ocenjevanje vrednosti in pojavlja se potreba po njihovi razvrstitvi. Avtorji na različne načine razvrščajo metode, bolj ali manj pa je v osnovi sprejeta razvrstitev, ki je prikazana v tem diplomskem delu in ji sledita tudi Fernandez (2004, str. 2) in Praznik (2004, str. 39 - 40).

1.1 NA SREDSTVIH TEMELJEČE METODE

Te metode želijo določati vrednost podjetja na podlagi ocenjevanja vrednosti vseh njegovih sredstev oz. premoženja, pri čemer je osnova vrednotenja podjetja bilanca stanja na izbrani datum vrednotenja. Glede na statično načelo te metode ne upoštevajo pričakovanih gibanj v prihodnosti ali drugih dejavnikov, kot so na primer trenutno stanje v panogi, kadrovske in organizacijske spremembe, pogojna sredstva in obveznosti (MRS 37), ki niso razvidni iz računovodskih izkazov (Fernandez, 2004, str. 4). Knjigovodska vrednost podjetja oz. neto vrednost sredstev pomeni razliko med vrednostjo celotnih sredstev in obveznosti in je enaka kapitalu, ki vključuje osnovni kapital, zadržane dobičke, rezerve itd. Vrednost podjetja je torej izražena v presežku njegovega premoženja nad dolgovi do tretjih oseb.

1.1.1 Metoda prilagojene knjigovodske vrednosti

Metoda poskuša premostiti slabosti enostavne knjigovodske vrednosti, tako da čisti računovodski vidik vrednotenja v vsaki postavki bilance stanje nadomesti vrednotenje po pošteni tržni vrednosti. V državah, kjer podjetja že uporabljajo nove mednarodne računovodske standarde poročanja, ta metoda izgublja pravi pomen, saj so bilančne postavke v skladu z MRSP že tako ali tako vrednotena po pošteni vrednosti. Načeloma torej prilagoditve v finančnih izkazih ne bi bile več potrebne, vendar pa MRSP dopuščajo še več izjem.

Določanje poštene vrednosti je v veliki meri subjektivno, podlaga pa so analitični postopki ter primerjave s trgom in panogo. Tako se npr. pri terjatvah in zalogah lahko nanašamo na ugotovitve iz npr. starostne strukture, kazalnikov obračanja ali trenutnih tržnih cen. Protiutež analitičnim ugotovitvam se vedno pričakovanja v skladu s panožnimi in tržnimi standardi. Pri ocenjevanju opredmetenih osnovnih sredstev se lahko nanašamo na strokovna mnenja pooblaščenih ocenjevalcev vrednosti nepremičnin, strojev in opreme. Ker pogoji navadno ne dovoljujejo drugače (npr. slabo razvit oz. neprimerljiv trg, ni kapitalizacije donosov iz najemnin), se vrednost ocenjuje na podlagi t.i. nabavnovrednostnega načina (Praznik, 2004, str. 96 - 97). Izhodišče za vrednotenje je ocena nabavne vrednosti novega sredstva kot nadomestilo obstoječega sredstva, ki se jo prilagodi za funkcionalno, fizično in ekonomsko zastaranje, pri nepremičninah pa se k tržni vrednosti prišteje še vrednost zemljišča. Ocenjevanje na podlagi tržnih primerjav je v primeru osnovnih sredstev, z izjemo avtomobilov, v praksi izvedljivo le še pri nepremičninah, vendar je treba upoštevati veliko

dejavnikov in prilagoditev – na primer lokacijo, starost, fizično stanje, opremljenost, dostop, okolje, financiranje, topografijo zemljišča (Praznik, 2004, str. 96 - 97).

V primeru, ko se podjetje vrednoti pod predpostavko likvidacije podjetja, je treba od ocenjene tržne vrednosti sredstev odšteti tudi likvidacijske stroške, npr. ocenjene stroške odpravnin zaposlenim, davke in druge stroške. V praksi je zato likvidacijska vrednost podjetja tudi najnižja možna ocenjena vrednost podjetja.

1.1.2 Metoda presežnih donosov

Metoda se v evropskem prostoru redko uporablja, Pratt (2001, str. 281-305) pa navaja najpogostejšo uporabo na primeru malih in srednjevelikih družinskih podjetij v ZDA, kjer večino sredstev pomenijo osnovna sredstva, terjatve in zaloge. V praksi se metoda lahko uporablja za grobo in hitro oceno vrednosti podjetja. Bistvo metode je v predpostavki, da je treba ločiti »normalne donose« iz opredmetenih sredstev od drugih donosov podjetja oz. t.i. »presežnih donosov«, ki izhajajo iz neopredmetenih sredstev. Oceniti je treba:

- tržno vrednost opredmetenih sredstev, T
- normalno raven dobička, π
- zahtevano donosnost opredmetenih sredstev, t
- t.i. stopnjo kapitalizacije presežnih donosov, i

$$E = \pi - t * T$$

Presežek donosov (E) je razlika med normalnim dobičkom in zahtevano donosnostjo, pomnoženo s tržno vrednostjo sredstev. Normalna raven dobička je ponavadi tehtano povprečje preteklih dobičkov. Pod zahtevano donosnostjo opredmetenih sredstev pa razumemo vsoto stroška kapitala družbe in premije za tveganje v panogi.

$$I = E / i$$

$$V = T + I$$

Za vrednost neopredmetenih sredstev (I) privzamemo količnik med presežnimi donosi in ocenjeno mero kapitalizacije. Pod stopnjo kapitalizacije razumemo pričakovani celotni donos naložbe, ki ga pričakuje vlagatelj, oz. vsoto donosa netvegane naložbe in premije za tržno tveganje. Vrednost podjetja (V) je tako vsota opredmetenih in neopredmetenih sredstev. Pratt (2001, str. 281 - 305) navaja več pogostih napak pri uporabi te metode, med njimi predvsem neupoštevanje »slabega imena« v primeru negativnih »presežnih donosov«, nerealne napovedi prihodkov ki izhajajo iz trendov na podlagi preteklih podatkov, ne upoštevajo pa verjetnosti in prihodnjih dogodkov, ter uporabo neustreznih stopenj uglavičenja glede na panogo in trenutno stanje.

Ker vrednotimo z vidika malega investitorja, se zaradi vrednotenja manjšinskega deleža dodatno upoštevata še diskonta za neobvladljivost in neiztržljivost. Smiselnost tako dobljene

ocenjene vrednosti lahko preverimo z izračunom WACC na podlagi rezultatov, ki ga primerjamo z dejanskim izračunanim WACC podjetja.

1.2 METODE NA PODLAGI TRŽNIH PRIMERJAV (TRŽNI MNOGOKRATNIKI)

Metode v tej skupini poskušajo določiti vrednost podjetja s pomočjo velikosti dobička, prihodkov ali drugih kazalnikov. Čeprav sodobna teorija pripisuje večji pomen in sporočilnost metodam, ki so opisane v nadaljevanju tega diplomskega dela (diskontirani denarni tokovi in realne opcije), analitiki družb ponudnikov finančnih storitev metode tržnih primerjav zelo pogosto uporabljajo v praksi. Razloge za to lahko najdemo predvsem v njihovi metodološki enostavnosti in s tem povezani uporabnosti v dnevni praksi pri pridobivanju hitrih grobih ocen vrednosti.

V literaturi se za metodo pogosto uporablja termin mnogokratnikov, ki izhaja iz dejstva, da z izbranim kazalnikom, izračunanim za neko primerljivo podjetje oz. povprečje več primerljivih podjetij (konkurentov) v panogi na podlagi podatkov iz izkaza poslovnega izida množimo s postavko, ki je značilna za celotno skupino primerjanih podjetij oz. panogo.

Damodaran (2001, str. 256) izpostavlja naslednje korake pri uporabi tržnih mnogokratnikov:

- kazalnik mora biti dosledno opredeljen in merjen konsistentno na enak način pri vseh podjetjih, ki jih primerjamo,
- upoštevati je treba porazdelitev vrednosti kazalnika znotraj same panoge in na ravni celotnega trga,
- upoštevati je treba vpliv posameznih spremenljivk (in njihovih sprememb) na kazalnik
- smiselno je treba izbrati primerna podjetja, ki jih uporabimo za primerjavo.

Primeri v praksi pogosto uporabljenih mnogokratnikov¹:

- Mnogokratnik čistega dobička (P/E)
- Tržna vrednost lastniškega kapitala / poslovni prihodki
- Vrednost podjetja / EBIT
- Vrednost podjetja / EBITDA
- Vrednost podjetja / denarni tok pri poslovanju

Pri izbiri primerljivih podjetij se soočimo s težavo izbire ustreznih podjetij, ki v naše ocene vrednosti vnesejo dodatno mero subjektivnosti. Pri vrednotenju z metodo tržnih mnogokratnikov sprejemamo predpostavko, da imajo vsa podjetja v našem vzorcu enake stopnje rasti in da so približno enako tvegana. Glede na to, da so današnji trgi globalizirani, primerljiva podjetja ponavadi iščemo izven matične države obravnavanega podjetja. Pri tem moramo upoštevati predvsem razlike davčnih stopnjah ter razlike v računovodskih standardih,

¹ Za podrobnejši opis posameznih mnogokratnikov in problemov njihove uporabe glej Damodaran, 2002, str. 453 - 572)

ki pa se zmanjšujejo z uporabo MSRP in postopnim zbliževanjem MSRP in US GAAP. Posledica neprimerljivih temeljnih podatkov so neprimerljivi mnogokratniki in zavajajoči rezultati. Zaradi večje primerljivosti podatkov osnovne mnogokratnike pogosto prilagodimo s prilagoditvenim faktorjem zaradi razlik v rasti, tveganju, velikosti in davčnih stopnjah.

Kot ugotavlja Damodaran (2002, str. 453 - 454), prednosti vrednotenja na podlagi tržnih primerjav skrivajo hkrati tudi slabosti. Lahkotnost oblikovanja mnogokratnikov lahko vodi v nekonsistentne ocene, če ne upoštevamo tveganja, rasti ali denarnih tokov. Uporaba tržnih podatkov pomeni uporabo podatkov, ki odsevajo trenutno razpoloženje investitorjev na trgu in hkrati pomeni, da to razpoloženje odsevajo tudi izračunane ocene (precenjenost / podcenjenost). Zaradi netransparentnosti pri sami izbiri in prilagoditvah predpostavk tržnih mnogokratnikov, so ti modeli izpostavljeni večjemu tveganju manipulacij, s pomočjo katerih lahko analitiki pojasnijo katerokoli vrednost.

1.3 NA DONOSIH TEMELJEČE METODE

Metode v tej skupini združuje dejstvo, da se vrednost podjetja izračunava iz sedanje vrednosti ocenjenih donosov v prihodnosti. Pod pojmom prihodnji donosi teorija loči neto dobičke, ki so dinamična računovodska kategorija, ter na drugi strani neto pritoke, ki so kategorija denarnega toka. Novejše metode vključujejo v teorijo vrednotenja prek vrednotenja t.i. realnih opcij tudi sestavne dele teorije iger.

1.3.1 Modeli denarnega toka

Modeli denarnega toka izhajajo iz teze, da so klasični računovodski podatki v finančnih izkazih podjetja lahko zavajajoči in lahko močno izkrivljajo dejansko tekočo sliko podjetja. Računovodstvo namreč v skladu z računovodskim načelom nastanka poslovnega dogodka in načelom časovne skladnosti prihodkov s pripadajočimi odhodki (in ne npr. z načelom realizacije plačila) stremi k uravnavanju neenakomernih gibanj in glajenju sprememb med posameznimi obračunskimi obdobji prek instrumenta računovodskih razmejitev.² To je v nasprotju z željami vlagateljev, ki v svojih investicijskih odločitvah veliko večji pomen pripisujejo dejanski časovni vrednosti denarja in dejanskim neto prilivom iz naslova naložbe v podjetje. Pri metodah opisanih v tem poglavju proučevanje podjetja poteka na podlagi temeljnih podatkov o transakcijah, t.j. dejanskih pritokov in odtokov denarja v podjetju. Morebitne računovodske prilagoditve, ki sicer lahko močno vplivajo na finančni rezultat poslovanja, imajo v tem primeru manjši vpliv. Ker metode temeljijo na temeljnih finančnih

² Schilit (2002, str. 61 - 163) navaja sedem najpogostejših prevar v sklopu t.i. »kreativnega računovodstva«, ki se uporabljajo kot instrument za prikrojevanje dobičkov: a) prehitro pripoznavanje prihodkov, b) pripoznavanje nepravilnih prihodkov, c) umetno dvigovanje prihodkov z enkratnimi zaslužki, d) prelaganje tekočih stroškov na kasnejša obdobja, e) nepripoznavanje ali nerazkritje vseh obveznosti, f) prelaganje tekočih prihodkov na kasnejša obdobja in g) prelaganje bodočih stroškov v tekoče obdobje. Za praktične primere posameznih prikrojevanj glej Schilit, 2002, str. 61-163.

podatkih o podjetju, naj bi bili pričakovani rezultati vrednotenja manj izpostavljeni trenutnemu razpoloženju in dojetanju trga (Damodaran, 2002, str. 11 - 18). Z razvojem teorije vrednotenja se je uveljavilo več izpeljank temeljnega modela ocenjevanja vrednosti podjetja na podlagi denarnega toka, ki se večinoma razlikujejo glede na definicijo oz. obseg denarnega toka. Hkrati vse te izpeljanke izhajajo iz metode diskontiranja³ pričakovanih denarnih tokov v prihodnosti na sedanjo vrednost.

1.3.1.1 Dividendno diskontni model (DDM)

Model, ki temelji na predpostavki da podjetja lastnikom izplačujejo dividendne donose, pomeni najosnovnejšo metodo za vrednotenje podjetij. Kljub njegovim omejitvam, je zaradi same logične strukture pogosto izpostavljen kot izhodišče za preostale uveljavljene izpeljanke modelov denarnih tokov. Ločimo temeljni model stalnih dividend in razširjeni model stalne stopnje rasti dividend (oz. Dividend Growth Model, DGM).

V temeljnem modelu vrednotenja je vrednost kapitala na enoto enaka neto sedanji vrednosti bodočih pričakovanih dividendnih donosov. Ob predpostavki stalnih dividend ($D_0 = konst.$) to pomeni:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{dividenda na enoto } (D_t)}{(1 + \text{zahtevana stopnja donosa kapitala } (K_e))^t} = \frac{D_0}{K_e}$$

Če model razširimo in predpostavimo zmerno stalno rast dividend v neskončnost, potem lahko znano enačbo za sedanjo vrednost bodočih donosov poenostavimo z naslednjo enačbo:

$$P_0 = \frac{\text{pričakovana dividenda na enoto } (D_1)}{K_e - \text{pričakovana stopnja rasti dividend } (g)}$$

Kjer je $D_1 = D_0 * (1 + g)$

Ko zgornjo enačbo razrešimo za K_e , dobimo:

$$K_e = (D_1 / P_0) + \text{pričakovana } g$$

$$K_e = (D_1 / P_0) + (1 - \text{stopnja izplačevanja dividend}) * ROE$$

Iz zgornje enačbe je razvidno, da zahtevano stopnjo donosa izračunamo kot vsoto dividendne donosnosti in pričakovane stopnje rasti dividend (Bodie et al., 1996, str. 536). Pri tem je pričakovana stopnja rasti dividend v veliki meri odvisna od pričakovane stopnje reinvestiranja podjetja oz. stopnje izplačevanja dividend. Ker je v ocenjevanju pričakovane stalne stopnje rasti prisotno veliko subjektivnosti, se v praksi mali investitorji neredko zatekajo k povprečju ocen drugih »dobro poučenih« investitorjev, ki so bolj ali manj dostopne na trgu predvsem za

³ Pod pojmom diskontiranje razumemo obrestnoobrestnemu računu nasprotno operacijo, pri kateri se izračunava sedanjo vrednost denarja, saj ima ta različno vrednost v času. Za podrobnejšo razlago glej Mramor, 2000, str. 191 - 200.

večje uveljavljene družbe (npr. Value Line, Merrill Lynch, Institutional Brokers' Estimate System pri Thompson Financial, Zacks).

Model predpostavlja, da bo vrednost enote lastniškega kapitala višja, tem višja je sedanja dividenda, tem nižja je zahtevana stopnja donosa in tem višja je pričakovana stopnja rasti dividend. V primeru konstantne stopnje rasti dividend, vrednost enote lastniškega kapitala raste po isti stopnji (Barker, 2001, str. 22 - 24). Iz tega izhaja tudi ena izmed slabosti modela, in sicer njegova občutljivost na nihanja v višini stopnje rasti dividend, saj bo majhna sprememba stopnje g močno spremenila vrednost P_0 .

Barker (2001, str. 20) opozarja na več dejstev, ki so potrebna za pravilno razumevanje modela. Dividende uporabljene v modelu, je treba obravnavati širše, saj naj bi pomenile celoten denarni tok izplačil lastnikom. Izračunana vrednost je vrednost lastniškega kapitala družbe in ne celotna vrednosti podjetja, saj model ne upošteva dolžniškega kapitala. Če podjetje ne izplačuje dividend, lahko prilagodimo model in uporabimo pričakovane dividende v prihodnjih obdobjih (npr. za mlade, hitro-rastoče družbe, ki so v fazi investicij). Prav zato je poleg samega izplačila dividend za razumevanje podjetja potrebno tudi temeljito poznavanje investicijske politike obravnavanega podjetja, iz česar izhajajo predpostavke za napovedi izplačil v prihodnosti.

Vpliv dividend na vrednost kapitala družbe je pogost predmet raziskav v literaturi vrednotenja podjetij. Iz empiričnih podatkov za zrele kapitalske trge (npr. ZDA, Japonska, Nemčija) je razvidno, da družbe, ki izplačujejo višje deleže dividend (v celotnem bilančnem dobičku), ne izkazujejo tudi višje rasti vrednosti delnic. Fernandez (2004, str. 9) med razlogi navaja manjšo pričakovano rast kapitala zaradi zmanjšanih sredstev, ki so kot posledica izplačila dividend, namenjena novim investicijam podjetij. Medtem ko se je dividendna donosnost na zrelih kapitalskih trgih v preteklih 30-ih letih postopoma zniževala, je na drugi strani vrednost kapitala nihala in se predvsem postopoma zviševala.

Mnoga podjetja ne izplačujejo dividend oziroma jih neredno izplačujejo, zato je smiselno uporabiti ta model vrednotenja predvsem za družbe, ki izplačujejo dividende (oz. odkupujejo izdane lastne delnice) in so te na daljši rok po višini podobne prostemu denarnemu toku družbe. Damodaran (2002, str. 950 - 951) prav tako svetuje uporabo modela pri družbah, kjer je težko ocenjevati prosti denarni tok kapitala (npr. pri bankah in drugih ponudnikih finančnih storitev)

Kritiki modela (Modigliani et al., 1961, str. 411) dvomijo v vpliv dividendne politike na vrednost podjetja in poudarjajo predvsem možnost odločitve podjetja, da zaradi potreb po financiranju novih naložb dividend ne izplača, vrednost podjetja pa se zaradi tega ne spremeni. Dokler ima podjetje na voljo projekte, katerih donosi so višji od zahtevane donosnosti kapitala, neizplačilo dividend ne zmanjšuje vrednosti podjetja. Analitiki kljub temu pogosto zasledujejo spremembe v dividendni politiki podjetij predvsem kot inštrument,

s katerim uprave družb vlagateljem poročajo o svojih prihodnjih pričakovanjih. Povečanje dividend tako lahko kaže na pričakovanja vodstva podjetja o še boljšem poslovanju podjetja v prihodnje in o zmožnosti izplačevanja višjih dividend v prihodnje. Vodstvo poveča dividende samo takrat, kadar je zelo velika verjetnost, da bo prihodnji denarni tok dovolj velik za pokritje teh večjih izplačil (Mramor, 2000, str. 173). Od začetka 90ih let naprej se zmanjšuje pomen dividendne politike in na pomenu pridobivajo odkupi lastnih delnic.

1.3.1.2 Diskontirani denarni tok (DCF)

Nadgradnja dividendno diskontnega modela je model diskontiranih denarnih tokov. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti določajo metodo diskontiranega denarnega toka (v nadaljevanju DCF) kot »tehnika finančnega modeliranja, zasnovana na izrecnih predpostavkah glede na predvidene prihodke in odhodke premoženja ali podjetja. Take predpostavke se nanašajo na količino, kakovost, spremenljivost, časovno opredelitev in trajanje pritokov in odtokov, ki so diskontirani na sedanjo vrednost« (IVSC, 2007, pojasnilo št. 9, str. 158). Osnova sta torej analiza preteklih podatkov in oblikovanje predpostavk o bodočih tržnih dejavnikih. Ti vplivajo na ponudbo, povpraševanje, prihodke, stroške in morebitna tveganja, na podlagi česar je moč oceniti zmožnost podjetja, da ustvarja dobiček, in s tem načrtovati njegove prihodke in stroške (IVSC, 2007, pojasnilo št. 9, str. 158). V teoriji obstaja več izpeljank in poglobitev osnovnega modela z zelo raznolikimi terminološkimi pojmovanji, pri čemer pa so ključne spremenljivke enake: število in dolžine proučevanih obdobij, vrsta denarnega toka in diskontna stopnja. Določitev posameznih predpostavk je močno odvisna od proučevanega primera.

V praksi je najbolj razširjena uporaba večstopenjskega modela, kjer se proučevano obdobje razdeli na vsaj dve podobdobji. Prvi del zajema napovedi gibanja tokov za srednjeročno obdobje (npr. pet let), ki so oblikovane na podlagi podrobne analize preteklih podatkov in pričakovanj za prihodnost. Analiza navadno zajema natančne ocene finančnih in operativnih kazalnikov z vplivom na denarni tok podjetja, kot so na primer plačila kupcev, gibanje zaposlenih, gibanje surovin, stroški režije, poplačilo posojil. Rezultat je skladen denarni načrt. Na drugi strani drugo podobdobje obsega celotno obdobje po koncu osnovnega proučevanega obdobja proti neskončnosti in je podlaga za oceno t.i. preostale vrednosti⁴, ki pomeni oceno sedanje vrednosti vseh denarnih tokov podjetja proti neskončnosti.

V splošni obliki lahko zapišemo enačbo za izračun vrednosti po metodi DCF na naslednji način:

$$V = \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_i}{(1+k)^i} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}, \text{ pri čemer velja: } VR_n = \frac{CF_n * (1+g)}{(k-g)}$$

⁴ Pojem se nanaša na angleški izraz *terminal value* (Damodaran, 2002, str. 303) oz. *continuing value* (Copeland e tal., 2000, str. 136), pri čemer nekateri slovenski avtorji uporabljajo tudi termin končna vrednost. V diplomskem delu bo uporabljena terminologija, ki je uveljavljena v dokumentih Sekcije ocenjevalcev vrednosti pri SIR.

kjer so:

- i , osnovno proučevano obdobje
- n , preostalo obdobje po koncu obdobja i (pri dvostopenjskem modelu velja $n = i + 1$)
- CF , denarni tok podjetja
- VR_n , preostala vrednost podjetja v letu n
- k , diskontna stopnja glede na tveganje posamezne vrste denarnega toka
- g , pričakovana konstantna rast denarnih tokov v preostalem obdobju n (pogoj: $g < k$)

a) Preostala vrednost

Iz zgornje enačbe je razvidno, da je preostala vrednost VR_n izračunana kot diskontirana vrednost denarnih tokov, ki rastejo s stopnjo g in jih ustvarja neskončno delujoče podjetje. V praksi za vrednost denarnega toka CF_n pogosto privzamemo normalizirano vrednost denarnega toka v zadnjem letu obdobja i . Čeprav se zdi predpostavka o podjetju, ki stalno ustvarja pozitivni in naraščajoči denarni tok, na prvi pogled nerealistična, je dejanski vpliv denarnih tokov proti neskončnosti, kljub morebitni konstantni stopnji rasti, zaradi diskontiranja na sedanjo vrednost vedno manjši. Hkrati seveda velja, da z naraščanjem g in približevanjem diskontni stopnji model postane vedno bolj občutljiv na morebitne spremembe v oceni stopnje rasti g . V splošni obliki model predpostavlja konstantno rast denarnih tokov g v obdobju n po temeljnem proučevanem obdobju⁵, v praksi pa analitiki v skladu z načelom previdnosti pri napovedovanju pogosto predpostavljajo ničelno rast denarnih tokov. V tem primeru se izračun preostale vrednosti poenostavi na izračun neskončne rente. Hkrati s tem predpostavljamo, da podjetje ustvarja zadostne stalne pozitivne denarne tokove, s katerimi pokriva in nadomešča amortizirani del sredstev in s tem ohranja njihovo stalno vrednost.

DCF modeli, v katerih ocenjena preostala vrednost pomeni sorazmerno velik delež celotne ocenjene vrednosti podjetja, po vsebini večji pomen pripisujejo potencialom podjetja na dolgi rok, kar lahko znižuje zaupanje vlagateljev v ugotovljeno ocenjeno vrednost. Vpliv preostale vrednosti na celotno sedanjo vrednost se povečuje tudi s krajšanjem dolžine temeljnega obdobja napovedi i . Brigham in Daves (2004, str. 166) navajata, da je model stalne rasti pogosto primeren za zrela podjetja z dolgo zgodovino rasti.

Kadar predpostavljamo različne stopnje rasti v obdobju n , lahko model razširimo na večstopenjski model v obliki dodatnih podobdobj, osnovni način izračuna pa se ne spremeni. Damodaran (2002, str. 950-954) priporoča uporabo dvostopenjskega modela za večja podjetja s srednjo stopnjo rasti (do 10 %), ki večinoma proizvajajo en sam proizvod in kjer so panožne vstopne ovire časovno omejene (npr. patenti). Na drugi strani priporoča uporabo večstopenjskega modela za manjša in hitro rastoča podjetja (nad 10 %) in visokimi panožnimi vstopnimi ovirami.

⁵ V teoriji je ta model stalne rasti znan tudi pod imenom Gordonov model, po Myron J. Gordonu (Brigham e tal., 2004, str. 163)

b) Vrste denarnega toka

Denarni tok podjetja lahko izračunamo s prilagoditvami računovodskih podatkov, pri čemer izločimo vpliv razmejitev in druge nedenarne računovodske postavke (npr. strošek amortizacije). Podjetje ustvarja denarni tok, ki se porabi za poplačila upnikov (dolg) in lastnikov (kapital). Kadar ocenjujemo vrednost podjetja kot celote, proučujemo podjetje z vidika celotnega ustvarjenega neto denarnega toka, ki pripada tako njegovim upnikom kot lastnikom oz. t.i. prosti denarni tok podjetju (ang. free cash flow to firm oz. v nadaljevanju FCFF). V primerih, ko ocenjujemo le vrednost kapitala družbe, je v središču pozornosti denarni tok, ki pripada lastnikom oz. t.i. prosti denarni tok kapitalu (ang. free cash flow to equity oz. v nadaljevanju FCFE).

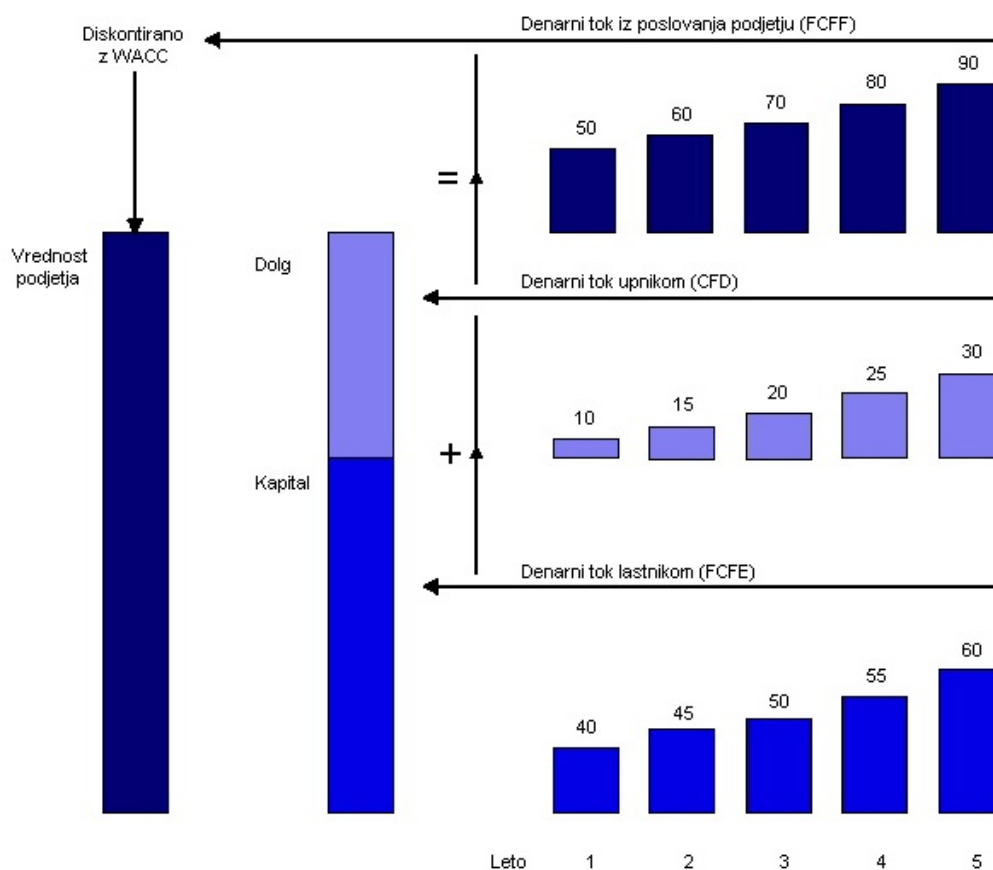
Z vidika malega vlagatelja, ki nima obvladujočega vpliva na poslovanje družbe, je v središču pozornosti vrednost kapitala oz. posamezne delnice. Vendar pa Damodaran (2002, str. 950-951) neposredno ocenjevanje vrednosti kapitala družbe iz denarnih tokov lastnikom (FCFE) priporoča le pri podjetjih s stalno strukturo financiranja oz. stalnim razmerjem med dolgom in kapitalom. Ker je treba upoštevati tudi spremembe v strukturi pasive v proučevanem obdobju, največkrat izhajamo iz vrednosti, izračunane na podlagi prostih denarnih tokov, ki pripadajo celotnem podjetju. Uporabo vrednotenja podjetja na podlagi FCFF avtor predvideva v primerih, kjer je kapitalski vzvod zelo visok ali zelo nizek in je zato mogoče pričakovati spremembe v financiranju in kjer npr. vlagatelju niso poznane vse podrobnosti finančnega vzvoda (npr. odhodki za obresti niso razkriti). Za izračun vrednosti kapitala od dobljene ocene odštejemo tržno vrednost dolga na dan vrednotenja.

Tabela 1: Enačbe (prostega) denarnega toka

I. Denarni tok iz sredstev	
	= denarni tok upnikom (iz naslova financiranja) + denarni tok lastnikom
II. Denarni tok podjetju (FCFF):	
	= denarni tok iz poslovanja – neto kapitalske naložbe – spremembe v neto obratnem kapitalu (NWC)
Pri čemer velja:	
Denarni tok iz poslovanja	= dobiček pred obrestmi in davki (EBIT) * (1-t) + amortizacija
Neto kapitalske naložbe	= končno st. neto osnovnih sredstev – začetno st. neto osnovnih sredstev + amortizacija
Spremembe v neto obratnem kapitalu	= končno stanje NWC – začetno stanje NWC
III. Denarni tok upnikom (CFD):	
	= plačane obresti (pred davkom) in glavnice – neto nova posojila
IV. Denarni tok lastnikom (FCFE):	
	= izplačane dividende – neto nove dokapitalizacije = FCFF – CFD

*Vir: Dittmar, Corporate Financial Analysis, 2000, str. 151-154
& Damodaran, Investment Valuation, 2002, str. 382-385.*

Slika 1: Prosti denarni tok podjetju



Vir: Copeland et al., *Valuation*, 2000, str. 132.

Nekoliko razširjeno definicijo prostega denarnega toka ponujajo Copeland et al. (2000, str. 134 in 167 - 170). v *Tabeli 2*, pri čemer se od splošnega izračuna razlikuje le po podrobnejše razbitih postavkah, ki izhajajo iz uporabe modela v praksi – npr. odloženi davki, dobro ime, neposlovni denarni tok. Prosti denarni tok je enak denarnemu toku iz poslovanja, brez upoštevanja posojil po davku. Dejansko to pomeni denar, ki bi bil na voljo podjetju, potem ko bi se pokrile naložbe v osnovna sredstva in postavke obratnega kapitala, pri čemer se predpostavlja, da podjetje ni zadolženo in ni odhodkov iz financiranja (npr. odhodki za obresti ali izplačila dividend). »Pri izračunu prostega denarnega toka torej zanemarimo financiranje poslovanja in se osredotočimo na finančni donos na sredstva podjetja po davku, z vidika delujočega podjetja, pri čemer v vsakem obdobju upoštevamo naložbe, ki so potrebne za ohranjanje podjetja« (Fernandez, 2004, str. 16).

Na drugi strani prosti denarni tok lastnikom (FCFE) pomeni denar, ki je na voljo podjetju, potem ko so pokrite investicije v osnovna sredstva in obratni kapital in potem ko so poplačani tudi upniki iz naslova dolgov. Pri napovedovanju prihodnjih denarnih tokov je potrebna pozornost pri ohranjanju konsistentnosti modela, zato se morajo na primer dividende in druga pričakovana izplačila delničarjem vedno skladati z izračunanim FCFE.

Tabela 2: Podrobni izračun prostega denarnega toka in denarnega toka vlagateljem

Dobiček iz poslovanja (EBIT⁶)	
-	davek na EBIT
+	spremembe v odloženih davkih
<hr/>	
Neto dobiček iz poslovanja zmanjšan za prilagojene davke (NOPLAT⁷)	
+	amortizacija
<hr/>	
Bruto denarni tok	
-	povečanje obratnega kapitala
-	naložbe v osnovna sredstva ⁸
-	naložbe v dobro ime
-	neto povečanja drugih sredstev ⁹
<hr/>	
Prosti denarni tok iz poslovanja (FCFF)	
+	denarni tok izven poslovanja ¹⁰
<hr/>	
Denarni tok vlagateljem	

Vir: Copeland et al., *Valuation, 2000*, str. 168
& Damodaran, *Investment Valuation, 2002*, str. 382-385.

c) Vrste diskontnih stopenj

Vsi prihodnji denarni tokovi se diskontirajo na sedanjo vrednost z diskontno stopnjo, ki ustreza njihovem tveganju. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (IVSC, 2007, pojasnilo št. 9, str. 158 - 159) se pri tem opirajo na Mednarodne standarde računovodskega poročanja, ki za ocenjevanje vrednosti v uporabi določajo postopek diskontiranja, ki vključuje »ocenjevanje prihodnjih denarnih pritokov in odtokov, ki izhajajo iz stalne uporabe sredstva in njegove končne odtujitve, in b) uporabo primerne diskontne stopnje na teh prihodnjih denarnih tokovih« (MRS 36, odst. št. 31). V nadaljevanju standard določa tudi diskontno stopnjo kot »stopnjo pred davki, ki odraža trenutne tržne ocene: (a) časovne vrednosti denarja; in (b) tveganj, ki so lastna sredstvu in za katera ocene prihodnjih denarnih tokov niso bile prilagojene« (MRS 36, odst. št. 55).

Pri določanju primernih diskontnih stopenj je treba upoštevati tveganja, finančno strukturo in pretekla gibanja. V praksi najnižjo še sprejemljivo diskontno stopnjo pogosto določata kupec in prodajalec v poslu, saj stranki nista pripravljene prodati oz. investirati pod določeno mejno stopnjo donosnosti (Fernandez, 2004, str. 13).

⁶ Glej terminološki slovar v prilogi št. 1.

⁷ Glej terminološki slovar v prilogi št. 1.

⁸ Spremembe v neto osnovnih sredstvih + amortizacija tekočega leta.

⁹ Med druga sredstva prištevamo na primer aktivne in pasivne časovne razmejitev.

¹⁰ Neposlovni denarni tok se na primer nanaša na denarni tok iz likvidacije ali odtujitve delov podjetja, izrednih dobičkov ali izgub, iz naslova naložb v podjetja, ki niso v skupini;

Tabela 3: Preglednica diskontnih stopenj glede na vrsto denarnega toka

Osnova	Denarni tok	Diskontna stopnja
Lastniški kapital ¹¹ (E)	FCFE	Strošek lastniškega kapitala <ul style="list-style-type: none"> - odvisen od tveganja delnice - vpliv nivoja obrestnih mer
		Gordon-Shapiro (dividendni) model stalne rasti ¹² : $K_e = (\text{Div}_1 / P_0) + g = (\text{Div}_0 * (1+g) / P_0) + g$ CAPM model ¹³ : $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ Alternativni modeli: prilagojeni CAPM, Fama-French model, APT večfaktorski model
Dolg (D)	CFD	Strošek dolga <ul style="list-style-type: none"> - odvisen od tveganja plačilne nesposobnosti podjetja - vpliv nivoja obrestnih mer - obresti zmanjšujejo davčno osnovo (davčni ščit), zato je strošek zadolževanja podjetja manjši od stopnje zadolževanja pri upnikih za davčni prihranek
		$K_d = R_d * (1 - t)$ R_d pomeni donos upnikov oz. efektivno obrestno mero, po kateri podjetje v trenutku vrednotenja najema posojila, t pa pomeni mejno davčno stopnjo.
Celotni kapital (E + D)	FCFF	Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala (WACC) <ul style="list-style-type: none"> - uteži so izračunane glede na tržne cene kapitala in dolga
		$WACC = (E * K_e + D * K_d) / (E + D)$ Kjer E pomeni kapital, D pomeni dolg, K_d pomeni strošek dolga, prilagojen za davek, K_e pa zahtevani donos kapitala oz. tveganje.

Vir: Copeland et al., *Valuatoin*, 2000, str. 137-154
& Brigham et al., *Intermediate Financial Management*, 2004, str. 299.

¹¹ Obravnavamo le strošek kapitala iz navadnih delnic; pri prednostnih delnicah je strošek kapitala njihova dividendna donosnost oziroma količnik med dividendo prednostnih delnic in neto ceno njihove nove izdaje; (Brigham et al., 2004, str. 299).

¹² Opis parametrov: Div_1 pomeni pričakovano dividendo v prihodnjem obdobju, Div_0 dividendo v tekočem letu, P_0 pomeni trenutno vrednost delnice oz. deleža, g pa pričakovano stalno (dolgoročno) stopnjo rasti dividend.

¹³ Opis parametrov: R_f pomeni donosnost netvegane naložbe (npr. dolgoročne državne obveznice ali zakladne menice), R_m pomeni pričakovano tržno donosnost, $(R_m - R_f)$ je t.i. tržna premija za tveganje, β pa je mera sistematičnega oz. tržnega tveganja delnice, ki meri "vpliv odstopanja tveganja določenega podjetja od tveganja povprečne delnice" (Mramor, 2000, str. 331). Kadar je podjetje zadolženo (D je različen od 0), je treba mejno tveganje, ki izhaja iz finančnega vzvoda, prišteti k notranjemu sistematičnemu tveganju poslovanja družbe, tako da dobimo prilagojeno β (Fernandez, 2004, str. 19). Za podrobnejši opis teorije CAPM in alternativnih modelov ocenjevanja stroška kapitala glej Brigham et al. (2004, str. 73-111), Brealy et al. (2000, str. 404-433) in Copeland et al. (2000, str. 214-228).

d) Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala

Glede na to, da prosti denarni tokovi vlagateljem (FCFF) pomenijo denarni tok, ki pripada tako upnikom kot lastnikom, zaradi konsistentnosti enačbe kot diskontno stopnjo uporabimo WACC. S tem zadostimo načelu usklajenosti tveganja denarnih tokov in stopnje, s katero te diskontiramo na sedanjo vrednost. Pri izračunavanju WACC morajo biti uteži določene glede na tržne vrednosti dolga in kapitala podjetja, saj "pomeni strošek kapitala strošek izdajanja vrednostnih papirjev (delnic ali obveznic) za financiranje projektov, ti papirji pa se izdajajo po tržnih in ne knjigovodskih vrednostih" (Damodaran, 2002, str. 210-215).

Med dolg ne prištevamo celotnih obveznosti, temveč le obveznosti iz financiranja (kratkoročne in dolgoročne). V praksi moramo tako poleg bančnih posojil in obveznic vračunati tudi kapitalizirane stroške operativnih najemov, ki jih diskontiramo na sedanjo vrednost s povprečno stopnjo zadloževanja (R_d) (Damodaran, 2002, str. 210-215). Namesto tržne vrednosti dolga pogosto lahko uporabimo kar knjižno vrednost, ki pomeni njen razmeroma dober približek, ko je K_d enaka efektivni obrestni meri dolgov. Večja pazljivost je potrebna pri tržni vrednosti kapitala, ki v praksi pogosto močno odstopa od knjigovodske vrednosti. V primeru, da delnice podjetja ne kotirajo na borzi in tržne vrednosti v danem trenutku ne poznamo, je prva izbira določitev ciljnih uteži strukture financiranja podjetja. Kadar pa ocenjujemo podjetje z vidika malega vlagatelja in nimamo vpliva na upravljanje podjetja, je določitev zelene strukture financiranja lahko problematična, saj na primer podatki o povprečni strukturi financiranja v panogi niso dostopni. V takšnih primerih izhajamo iz tržne vrednosti dolga in ocenjene vrednosti kapitala ter se skozi iterativni proces vrednotenja in izračunavanja WACC v limiti približamo ocenjenim vrednostim uteži (Damodaran, 2002, str. 672-675).

e) Celotna vrednost podjetja

Če povzamemo, celotno vrednost podjetja po metodi DCF izračunamo tako, da na sedanjo vrednost diskontiramo (z WACC) srednjeročno pričakovane denarne tokove (FCFF) dolžniškemu in lastniškemu kapitalu in prištejemo ocenjeno diskontirano preostalo vrednost podjetja. Poleg tega moramo ocenjeni vrednosti prišteti še sedanjo vrednost vseh neposlovnih sredstev, ki semo izločili pri izračunavanju denarnega toka iz poslovanja. Med tovrstna sredstva na primer najpogosteje prištevamo presežna denarna sredstva, ki se ne uporabljajo za tekoče poslovanje in zato ne vračunavajo v obratni kapital, kratkoročne finančne naložbe ter naložbe v podjetja v skupini (Copeland et al., 2000, str. 290).

V praksi se DCF metodo največkrat uporablja pri vrednotenju podjetij in segmentov podjetij pri združitvah in prevzemih in manj za potrebe vrednotenja delnic na trgu s strani borznih analitikov. Metoda namreč zahteva veliko podatkov, ki jih je težko oceniti in so zato lahko podvrženi manipulacijam. Še najbolj smiselna je uporaba metode v primerih, kjer so sedanji denarni tokovi pozitivni in jih je mogoče razmeroma natančno napovedati in kjer je na voljo primerljiva nadomestna mera tveganja.

1.3.1.3 Prilagojena sedanja vrednost (APV)

Metoda prilagojene sedanje vrednosti (v nadaljevanju APV) je matematično enaka metodi diskontiranih denarnih tokov (Copeland et al., 2000, str. 146) in ob pravilni uporabi dobimo s pomočjo obeh vrednotenj tudi enak rezultat. Glavna prednost APV je predvsem v enostavnejši uporabi, kadar se struktura financiranja podjetja v proučevanem obdobju močno spreminja (Brigham et al., 2004, str. 877).

Po metodi APV vrednost podjetja ocenimo v dveh korakih, in sicer s seštevkom: a) vrednosti podjetja v primeru 100 % financiranja z lastniškim kapitalom in b) vrednosti davčnega ščita, ki izhaja iz financiranja z dolgom (Fernandez, 2004, str. 18):

$$V_{\text{podjetja}} = V_{\text{brez vzvoda}} + V_{\text{davčni ščit}}$$

Model torej izhaja iz osnovne predpostavke, da je vrednost zadolženega podjetja višja od vrednosti nezadolženega podjetja zaradi davčnih učinkov. Vrednost podjetja brez vzvoda izračunamo z diskontiranjem prostih denarnih tokov, pri čemer kot diskontno stopnjo uporabimo zahtevani donos na sredstva brez vzvoda (K_u). Velja, da je $K_u < K_e$, saj morajo v primeru zadolženega podjetja ($D \neq 0$) lastniki nositi tveganje, ki izhaja iz zadolženosti, in posledično zahtevajo višjo premijo za tveganje (Brigham et al., 2004, str. 882):

$$K_u = WACC + R_d * (D / (E + D)) * t$$

oziroma

$$K_u = (E * K_e + D * R_d) / (E + D)$$

Posledično velja, da je v primeru nezadolženega podjetja ($D = 0$) K_u enak WACC in K_e . Pri izračunu K_u upoštevamo obstoječo kapitalsko strukturo v času vrednotenja (glej DCF vrednotenje, str. 16).

V drugem koraku izračunamo prihranke iz naslova izdatkov za obresti v vsakem letu proučevanega obdobja, ki jih pomnožimo z mejno davčno stopnjo. Tako dobljene davčne prihranke prištejemo prostim denarnim tokovom in vse skupaj diskontiramo na sedanjo vrednost z zahtevanim donosom na sredstva brez vzvoda. (Fernandez, 2004, str. 18) Tako kot pri DCF metodi, je treba upoštevati tudi preostalo vrednost, pri čemer za njen izračun uporabimo prej omenjeni Gordanov model rasti in WACC pri ciljni kapitalski strukturi. Izračunano preostalo vrednost v letu n nato prav tako diskontiramo na sedanjo vrednost z že znano K_u .

Rezultat APV je lahko enak rezultatu standardnega vrednotenja po metodi DCF, če bi pri DCF v vsakem letu proučevanega obdobja prilagodili WACC spreminjajoči se strukturi pasive. Zagovorniki APV metode poudarjajo predvsem drugi del enačbe, saj je po njihovem prepričanju lažje oceniti spremembe davčnega ščita v času pri podjetjih z višjim vzvodom (Copeland et al., 2000, str. 150). Brigham et al. (2004, str. 878) navajajo tudi prednosti APV

modela pri vrednotenju podjetij ob združitvah in prevzemih, kjer prihaja do večjih razlik v strukturi pasive družbe v letih po združitvi in bi bilo težje podati ustrezno oceno WACC za posamezna leta v prihodnosti.

1.3.2 Modeli rezidualnega dobička

1.3.2.1 *Ekonomski dobiček (ekonomska dodana vrednost)*

Metoda ekonomske dodane vrednosti (v nadaljevanju EVA¹⁴) se razlikuje od ostalih metod vrednotenja po tem, da je v osnovi pomeni eno izmed metod merjenja uspešnosti managementa. Kasneje se je uporaba te teorije razširila tudi na področje vrednotenja podjetij, kjer se od drugih metod razlikuje predvsem po nazornejši ponazoritvi ustvarjanja vrednosti na vložena sredstva. V bistvu gre za stara teoretična izhodišča in modelih rezidualnega dobička, o katerih so pisali že avtorji v sredini 20. Stoletja (Barker, 2001, str. 167), na novo pa jih je v svetovni praksi množično uveljavila svetovalna družba Stern & Stewart. Penman (1996, str. 37 - 38) s pomočjo empiričnih analiz zagovarja tezo, da daje metoda vrednotenja na osnovi izračunavanja preostalih dobičkov boljše rezultate od drugih na donosih temelječih metod (DDM, DCF).

V teoriji sicer razlikujemo med terminoma ekonomski dobiček in ekonomsko dodano vrednostjo (EVA), pri čemer pod prvim pojmom razumemo neprilagojeno ekonomsko dodano vrednost, pod oznako EVA pa vrednost, ki upošteva nekaj več prilagoditev računovodskih podatkov za potrebe vrednotenja.

EVA pomeni posebno obliko preostalega dobička, ki ga dobimo, ko od dobička iz poslovanja po davku (oziroma t.i. NOPLAT) odštejemo strošek, odvisen od pričakovanega zahtevanega donosa vlagateljev pri dani višini vložene kapitala. Pod pojmom vloženi kapital (IC = invested capital) ne razumemo kapitala v računovodskem smislu, temveč vsoto dolgoročnih sredstev in obratnega kapitala družbe. Pri izračunu NOPLAT se obrestni odhodki ne odštejejo od dobička iz poslovanja, saj so stroški financiranja vračunani v strošku kapitala.

$$EVA = NOPLAT - \text{strošek kapitala}$$

$$EVA = NOPLAT - (WACC * IC)$$

Zgornja enačba je lahko uporabna z vidika upravljanja družbe, saj neposredno prikazuje, v kolikšni meri dobički iz projektov (ne)pokrivajo strošek kapitala. Prav ta razlika je še dodatno izpostavljena v spodnjem prikazu:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC,$$

pri čemer ROIC pomeni donos na vloženi kapital oziroma $ROIC = NOPLAT / IC$.

¹⁴ Glej terminološki slovar v prilogi št. 1.

Ko povežemo EVA metodo s teorijo neto sedanje vrednosti, se izkaže njena uporabnost na področju vrednotenja podjetij. Tržno dodano vrednost podjetja (v nadaljevanju MVA¹⁵) dobimo tako, da diskontiramo prihodnje vrednosti EVA na sedanjo vrednost. V izračun moramo vključiti tudi izračun preostale vrednosti EVA_{HV}, pri čemer je teoretično osnova identična DCF metodi (glej podrobnejši opis v poglavju 1.3.1.2.) Za izračun tržne vrednosti kapitala izračunano vrednost MVA prištejemo k otvoritvenemu stanju kapitala in nato odštejemo (kot pri DCF metodi) neposlovna sredstva in dolg (Grant, 2003, str. 233 - 238).

$$MVA = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{HV}}{(1+WACC)^{T+1}}, \text{ kjer je } EVA_{HV} = \frac{EVA_{T+1}}{(WACC - g_{LT})}$$

$$V_{\text{podjetja}} = MVA + IC_0$$

$$V_{\text{lastniškega kapitala}} = MVA + IC_0 - D - NA$$

Končna rezultata EVA in DCF izračunov sta po definiciji enaka, vendar kljub temu prihodnje vrednosti EVA ne pomenijo denarnega toka in jih zato ne moremo uporabiti pri načrtovanju denarnih tokov podjetja (Young, 2000, str. 44). Razlika je predvsem v tem, da se pri DCF metodi tekoči strošek investicij v letu t v celoti obračuna v letu t , pri EVA metodi pa se ta strošek razporedi na različna obdobja, in sicer vsako leto WACC % stroška, s pričetkom v prvem letu po začetni naložbi. Stroški tekočih investicij se prištejejo kapitalu konec prvega leta, da dobimo otvoritveni kapital drugega leta.

$$EVA = NOPLAT_{t+1} - WACC * IC_t$$

Kot omenjeno, EVA pomeni enega izmed načinov merjenja uspešnosti managementa za izbrano obdobje. Neto sedanja vrednost je enaka diskontiranemu toku ekonomskega dobička. S pomočjo EVA se ocenjuje sposobnost podjetja, da v določenem obdobju to dosega donos na vloženi kapital po davku, ki presega tehtani povprečni strošek kapitala. Ta »EVA marža« je odločilni dejavnik, ki določa pozitivno oziroma negativno neto sedanjo vrednost podjetja in je lahko eden izmed pokazateljev investicijskih odločitev managementa, ki uničujejo premoženje lastnikov in zmanjšujejo vrednost delničarjev.

Zagovorniki EVA metode poudarjajo, da se skrbnost managerjev pri investicijskih odločitvah povečala, ko jih neposredno primerjajo s celotnim stroškom kapitala. Posledično naj bi se tako izboljšal tudi nadzor nad dodatnimi investicijami v obratni kapital. Na drugi strani kritiki uporabe EVA metode v praksi opozarjajo predvsem na nevarnost usmerjenosti managerjev h kratkoročnim ciljem in prilagajanju ugodnih EVA kazalnikov. Po njihovem mnenju obstaja tveganje, da bi se prehitro opuščali projekti z negativnimi začetnimi vrednostmi EVA (kljub pozitivni MVA na dolgi rok). Posledično bi v podjetju premalo investirali in sčasoma dosegali mnogo nižje vrednosti za delničarje od pričakovanih. EVA metoda poskuša odpraviti oz.

¹⁵ Glej terminološki slovar v prilogi št. 1.

zmanjšati tovrstna tveganja s pomočjo raznih prilagoditev računovodskih podatkov za potrebe izračunavanja čimbolj relevantnih EVA kazalnikov, na primer v obliki uglavičenja stroškov razvoja in raziskav, stroškov oglaševanja in podobno.¹⁶

1.3.3 Modeli realnih opcij

Ideja realnih opcij povezuje teorijo poslovnih financ z nefinančnimi sredstvi iz t.i. realnega sektorja. Iz finančne teorije je znana definicija opcije, ki daje lastniku pravico – ne pa tudi obveznosti – da kupi ali proda vrednostni papir po znani ceni. Po analogiji podjetje, ki poseduje t.i. realno opcijo, poseduje pravico – ne pa tudi obveznosti – do naložb s potencialno naraščajočo vrednostjo. Pod pojmom naložbe lahko, na primer, razumemo izgradnjo novih tovarn, povečanja proizvodnih zmogljivosti, skupna vlaganja, licenčne pogodbe.

Metoda se največkrat uporablja v kombinaciji z DCF metodo, saj je njeno razumevanje zelo intuitivno. Rezultat obeh metod je enak, kadar privzamemo, da ni sprememb v odločitvah managementa glede na verjetnostno porazdelitev končnih rezultatov in da so pričakovani denarni tokovi enaki povprečju pričakovane verjetnostne porazdelitve.

Z vključitvijo vidika fleksibilnosti v teorijo vrednotenja omogočajo realne opcije boljšo kombinacijo strateškega intuitivnega pristopa in zadostne analitične trdnosti. Ker se modeli vrednotenja realnih opcij močno opirajo na tržne finančne podatke, ta metoda dobro ponazarja tudi realno gospodarstvo.

Kot navaja Mauboussin (1999, str. 5) se prednost realnih opcij v primerjavi s klasičnim DCF modelom oz. teorijo neto sedanje vrednosti izkaže predvsem na treh področjih:

a) Fleksibilnost

Pod tem pojmom razumemo zmožnost podjetja, da sklene, odloži, opusti ali poveča naložbo. Ker metoda neto sedanje vrednosti ne upošteva negotovosti (npr. da podjetje zapusti ali ponovno vstopi v panogo), je s tem pri vrednotenju fleksibilnosti veliko manj odzivna od metode realnih opcij. V primeru ocenjevanja denarnih tokov za več različnih opcij se v primeru NPV pojavi tudi problem izbire ustrezne diskontne stopnje. Na primer, podjetje se lahko odloči za odlog naložbe, dokler na trgu ni dostopnih zadostnih dodatnih informacij. Po metodi neto sedanje vrednosti bi vrednost znašala nič, medtem ko bi metoda realnih opcij priznala del vrednosti iz naslova potenciala naložbe.

¹⁶ Mednarodna svetovalna družba Stern Stewart & Co, ki je sredi 90ih let 20. stoletja najbolj intenzivno tržila metodo rezidualnega dobička in jo registrirala pod lastno blagovno znamko EVATM, v svojih izračunih upošteva 164 prilagoditev. Popravki računovodskih izkazov se večinoma nanašajo na pretvorbo računovodskega dobička v denarni tok (in obratno) ter na razlikovanja med denarnim tokom iz poslovanja in denarnim tokom iz investiranja. Pregled posameznih prilagoditev presega okvire tega diplomskega dela, zato za okvirni opis glej Dimc, 2005, str. 44-53. Za podrobnejši opis prilagoditev pa glej Stewart, B. G. (1991). *The Quest for Value: The EVA Management Guide*. New York: Harper-Collins.

b) Pogojnost

Naložbe v prihodnosti so pogosto pogojene z uspešnimi rezultati obstoječih naložb. Management se lahko odloča tudi za naložbe, katerih pričakovana neto sedanja vrednost je negativna, z namenom iskanja priložnosti za prihodnje naložbe. Klasični modeli finančnega načrtovanja in vrednotenja tovrstnih naložb ne vrednotijo ustrezno. Dober primer so naložbe farmacevtskih družb. Bodoči izdatki za razvoj zdravil so pogosto pogojeni z uspešnostjo proizvodov pri premagovanju določenih meja učinkovitosti. Tovrstne naložbe lahko vrednotimo, ker lahko potekajo postopoma, v korakih in ne v celoti vnaprej.

c) Volatilnost

Na prvi pogled v nasprotju z intuicijo imajo naložbe z večjo negotovostjo višjo opcijsko vrednost. V klasičnih financah pomeni višja volatilnost višje diskontne stopnje in nižjo neto sedanjo vrednost. V teoriji opcij zaradi asimetrije donosov večja spremenljivost osnovnega inštrumenta (»underlying asset«) vodi k višji vrednosti opcije. Z večjo volatilnostjo osnovnega inštrumenta se namreč povečuje verjetnost visokega donosa. Vrednost osnovnega inštrumenta delnice lahko močno naraste ali pade, kar z vidika lastnika opcije pomeni močan odmik od izvršilne vrednosti in s tem visok donos ali omejeno izgubo. Teorija opcij nam tako omogoča, da vrednotimo celo nepredstavljivo. V praksi to pomeni, da so najvišje vrednotene opcije gospodarskih panog z višjo stopnjo negotovosti kot npr. internetna podjetja.

Binomski model vrednotenja je trenutno najbolj razširjen model vrednotenja realnih opcij. Prednost uporabe modela je predvsem v njegovi intuitivnosti. Model opisuje gibanje cen v časovnem obdobju, pri čemer vrednost osnovnega sredstva niha med eno izmed dveh mogočih vrednosti s pripadajočimi verjetnostmi. Ker opcija pomeni pravico in ne obveznosti za odločitev o naložbi, je shema rezultatov oz. izplačil asimetrična. Opcija se namreč izvrši samo, kadar je njena vrednost pozitivna, in se ne izvrši, kadar je brez vrednosti. Ključni spremenljivki vrednosti opcije sta torej čas in nabor možnih dogodkov.

Razpršenost možnih rezultatov je zelo pomemben vidik pri vrednotenju opcije in je v literaturi poimenovana tudi kot »stožec negotovosti« (Mauboussin, 1999, str. 6). Rezultati drevesa odločanja pomenijo analogijo na znano zvončasto obliko krivulje verjetnostne porazdelitve. Širša razpršenost rezultatov pomeni širšo volatilnost in vodi k višji opcijski vrednosti.

Black-Scholes-ov model realnih opcij je poseben primer binomskega modela. Ključnih pet spremenljivk modela so: trenutna vrednost osnovnega instrumenta (t.j. »underlying asset«), izvršilna cena opcije, čas do zapadlosti, netvegana mera donosa in varianca vrednosti osnovnega instrumenta. Te spremenljivke lahko po potrebi prevedemo v analogne primere iz nefinančne terminologije.

$$\text{Vrednost call opcije} = S_0 N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\left[\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T \right]}{(\sigma T^{\frac{1}{2}})}$$

$$d_2 = d_1 - (\sigma T^{\frac{1}{2}})$$

Kjer so posamezni parametri: S_0 = trenutna tržna cena osnovnega instrumenta, X = izvršilna cena, T = čas, r = obrestna mera, $N(d)$ = verjetnost, da bo poljubno izbrana vrednost iz normalne porazdelitve manjša od d , ter σ = standardni odklon vrednosti osnovnega instrumenta, ki se izračuna na osnovi preteklih podatkov o spremenljivosti cene oz. donosnosti osnovnega instrumenta.¹⁷

Modeli na podlagi neto sedanje vrednosti imajo vrsto teoretičnih omejitev, v praksi pa se managerji zavedajo tudi različnih razvojnih poti projekta. Pogosto ima management na voljo možnost odstopa od projekta, podaljšanja, zmanjšanja, povečanja ali odloga projekta na kasnejše obdobje. Izkušeni managerji izračunanih neto sedanjih vrednosti pogosto ne upoštevajo, ker se odločajo na podlagi intuicije in verjamejo, da bo prav fleksibilnost dodala potrebno dodatno vrednost projektu. Neto sedanja vrednost podjetja je s tega vidika zelo omejujoča metoda vrednotenja.

Ne glede na to se metoda neto sedanje vrednosti še vedno zelo pogosto uporablja, ker so v večini primerov razlike v primerjavi z rezultati, ki jih ponujajo izračuni s pomočjo realnih opcij, razmeroma majhne. Strokovnjaki uporabljajo metodo realnih opcij predvsem za projekte, kjer je neto sedanja vrednost blizu nič oz. v mejnem območju. V sklopu teh omejitev se izkaže Black-Scholes-ova formula kot razmeroma neuporabna in prav zato se v takšnih primerih najpogosteje uporablja drevesne strukture odločanja (t.j. »binomial tree«) kjer pomeni neto sedanja vrednost le posebno vrsto realnih opcij (Copeland et al., 2000, str. 396-399).

¹⁷ Za predpostavke in druge omejitve modela glej: Bierman in Smidt, 1993, str. 471-473.

2 OPREDELITEV STANDARDOV OCENJEVANJA VREDNOSTI

Področje ocenjevanja vrednosti podjetij v Sloveniji urejata Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1, Uradni list RS, št. 42/06, 60/06, 10/08 in 68/08) in Zakon o revidiranju (ZRev-2; Uradni list RS, št. 11/01 in 65/08). V sklopu ZGD se na ocenjevalce pomembneje nanašajo predvsem določbe, ki zadevajo različne oblike vrednostnih papirjev, ter določbe o ustanovitvi, preoblikovanju in prenehanju družbe. Sam status pooblaščenega ocenjevalca določa 63. člen Z-Rev1, vključno z drugimi členi in določbami, ki urejajo podeljevanje strokovnih nazivov, kršitve, odvzem dovoljenja, denarne kazni ter druge ukrepe Slovenskega inštituta za revizijo oz. SIR.

Zakonodaja določa le okvirne smernice, zato se v praksi ocenjevalci opirajo predvsem na vrsto mednarodno sprejetih standardov in privzetih uzanc. Kot pojasnjuje Praznik (2004, str. 13 - 17), med njimi velja omeniti predvsem Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti (International Valuation Standards, IVS), Splošno sprejeta načela ocenjevanja vrednosti (Generally Accepted Valuation Principles, GAVP), Slovenske računovodske standarde ter Slovenske poslovnofinančne standarde.

2.1 PREDMET OCENJEVANJA, DATUM IN STANDARD VREDNOSTI

V skladu s Slovenskimi poslovnofinančnimi standardi ocenjevanja vrednosti (SIR, 2003, str. 3 - 5), je treba pred vrednotenjem določiti več temeljnih pogojev, ki določajo grobe meje analize oz. temeljni okvir vrednotenja in lahko pomembno vplivajo na končni rezultat. Med pomembnejše Praznik (2004, str. 25) med drugim prišteva: predmet in datum ocenjevanja vrednosti, namen ocenjevanja vrednosti, standard vrednosti ter druge predpostavke in omejevalne okoliščine.

Čeprav se morda zdi, da je določitev predmeta vrednotenja trivialna, pa je lahko to zelo pomembna omejitev npr. v primeru velikih konglomeratnih družb, ki vključujejo zelo veliko število navzkrižno in/ali netransparentno povezanih pravnih oseb. Prav zato je treba natančno opredeliti sestavo kapitala ocenjevanega podjetja, lastniško strukturo in samo organizacijo podjetja. V primeru tega diplomskega dela, bo predmet vrednotenja Skupina Gorenje d.d. na osnovi konsolidiranih računovodskih izkazov.

V teoriji (Praznik, 2004, str. 29) se poudarja tudi pomen, ki ga ima določitev datuma ocenjevanja vrednosti. Vrednost se namreč ocenjuje v natančno določenem trenutku in ne kot povprečje določenega obdobja. V praksi je analiza v primeru vrednotenja podjetij navadno omejena z dostopnostjo računovodskih podatkov, zato so datumi nanašajo na konec določenega obračunskega obdobja, npr. meseca, četrtertletja ali leta. Kot datum vrednotenja Skupine Gorenje sem določil 31. 12. 2007.

V praksi ima pomembnejši vpliv na izbiro metode vrednotenja in sam standard vrednosti dejanski namen ocenjevanja vrednosti. Različna motivacija vpletenih strani v določeni transakciji (npr. prodajalec, prevzemnik, investitor, manjšinski oz. večinski lastnik) pomeni zasledovanje različnih ciljev, kar posledično pomeni različne metode vrednotenja.

V skladu z IVS ločimo dva standarda vrednosti: tržno in ne-tržno vrednost. IVS 1 določa tržno vrednost kot »ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala premoženje na datum ocenjevanja vrednosti v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri kateri sta stranki delovali seznanjeno, previdno in brez prisile« (IVSC, 2007, str. 45).

Na drugi strani je ne-tržna vrednost lahko določena zelo različno. IVS 2 določa (IVSC, str. 52-54) še naslednje ne-tržne standarde vrednosti ¹⁸:

- vrednost za naložbenika
- vrednost delujočega podjetja
- vrednost ostanka
- vrednost v likvidaciji
- posebna vrednost
- sinergijska vrednost
- knjigovodska vrednost ¹⁹

Praznik (2004, str. 26 - 27) v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP) in Standardi ocenjevanja vrednosti podjetij (BVS) združenja ASA poleg tržne vrednosti med standarde vrednosti prišteva še:

a) pošteno tržno vrednost (»fair market value«), pri čemer ta pojem uvajajo BVS, vendar je po definiciji ta standard vrednosti enak tržni vrednosti po IVS 1;

b) pošteno vrednost (»fair value«), ki v skladu z MSRP pomeni »znesek, za katerega bi se lahko izmenjalo sredstvo oz. bi bila poravnana določena obveznost med dvema dobro obveščanima, voljnima strankama v neodvisnem poslu« (MRS 39, odst. št. 9). IVS se po vsebini neposredno naslanjajo na določila MSRP; in

c) notranjo vrednost (»intrinsic value«); kot povzema Copeland (2000, str. 56), je notranja vrednost podjetja določena na podlagi pričakovanih bodočih dolgoročnih denarnih tokov. To metodo največkrat uporabljajo borzni vlagatelji, ki primerjajo tržne cene s svojimi subjektivnimi ocenami t.i. notranjih oz. temeljnih vrednosti in se odločajo za nakupe oz. prodaje. Kot ugotavlja Praznik (2004, str. 27), bi notranja vrednost postala tržna, kadar bi enake analitične predpostavke uporabili tudi vsi drugi vlagatelji.

¹⁸ Glej terminološki slovar v prilogi št. 1.

¹⁹ Za podrobnosti glej točko 2.1 Na sredstvih osnovane metode.

Standard vrednosti, ki bo uporabljen v tem diplomskem delu, je notranja vrednost, saj je ta ponavadi tista, ki najbolj zanima male vlagatelje na trgu. Čeprav jo primerjamo s tržno, pa sama po sebi ni odvisna od tržne vrednosti, saj se oblikuje na podlagi temeljnih analiz in ne krivulj ponudbe in povpraševanja (Fernandez, 2004, str. 2 - 3).

2.2 OMEJITVE – VIDIK MALEGA INVESTITORJA

V sklopu trga kapitala na trgu vrednostnih papirjev sodeluje več igralcev: institucionalni investitorji, večinski delničarji in manjšinski delničarji. Posamezni igralci na trgu različno vrednotijo svoje naložbe glede na lastna pričakovanja, ki se razlikujejo zaradi določene asimetrije informacij. Veliki investitorji imajo navadno boljši dostop do informacij, imajo pa tudi več investicijskih spremenljivk, na katere imajo neposreden vpliv (npr. upravljanje družbe itd.). Na drugi strani mali investitorji, predvsem v primeru razpršenega lastništva, nimajo pomembnejšega vpliva na vodenje družbe, zato v svoja vrednotenja ne vračunavajo pribitkov za upravljanje oz. morebitnih drugih pričakovanih sinergij.

Poglavitne vire informacij za malega investitorja pomenijo javne objave družb na trgu. V praksi to pomeni podatke vsaj v obliki obveznega letnega poročila za delniške družbe, morebitnih medletnih (polletnih, četrletnih) izkazov ali morebitnih mesečnih poročil, javnih objav v sredstvih obveščanja (časopisi, rtv, internet), javno dostopnih analiz podjetij, ki jih izdelujejo analitiki borzno posredniških hiš, podatkov iz javnih in plačljivih baz podatkov (kot so na primer Reuters&DowJones - Factiva, Thompson - Securitas in IB Research za tujino, ter GVIN in iBON za Slovenijo).

Čeprav je na majhnih, razmeroma zaprtih kapitalskih trgih to lahko problematično, za namen diplomskega dela privzamemo, da mali investitor nima dostopa do morebitnih notranjih informacij o podjetju. Svoja pričakovanja oblikuje izključno iz naštetih zunanjih virov informacij.

3 OCENJEVANJE VREDNOSTI NA PRIMERU SKUPINE GORENJE D.D.

3.1 PREDSTAVITEV PODJETJA

3.1.1 Zgodovina in kratka predstavitev

Gorenje je eno največjih proizvodnih podjetij v Sloveniji z več kot 11.500 zaposlenimi. Skupina Gorenje proizvaja in trži velike gospodinjske aparate in notranjo opremo. Gospodinjski aparati so večinoma proizvedeni v okviru obvladujoče družbe Gorenje gospodinjski aparati d.d. in vključujejo proizvodnjo pralnih in sušilnih strojev ter hladilnih in zamrzovalnih naprav. V sklopu notranje opreme, največji delež pomenijo kuhinje in kopalnice. Gorenje prodaja svoje izdelke v tujini večinoma pod svojo blagovno znamko, sicer pa tudi pod blagovnimi znamkami Mora, Körting in Sidex.

Družba je bila ustanovljena v letu 1950 in se prvotno ukvarjala z izdelavo kmetijskih strojev, pri čemer se je proizvodnja v letu 1958 razširila še na proizvodnjo štedilnikov na trda goriva. V 60ih in 70ih letih je družba Gorenje postopoma razširjala svoj proizvodni program z več prevzemi družb v Sloveniji in tako kmalu združevala proizvodnjo kuhinjskega pohištva, keramike, medicinske opreme, telekomunikacij, zabavne elektronike in televizorjev. V 90ih letih je družba v duhu politično-ekonomskih sprememb izvedla obsežno reorganizacijo in prehod od socialističnega na tržni model upravljanja, ki se je uspešno zaključil z lastninskim preoblikovanjem v delniško družbo v letu 1997 in v juniju 1998 s je trgovanjem na organiziranem trgu. Od 10. novembra 2000 se z delnico Gorenja (oznaka GRVG) trguje v okviru redne borzne kotacije na Ljubljanski borzi, kjer je od oktobra 2005 uvrščena v Prvo kotacijo in v borzni indeks SBITOP. Od takrat je družba dodatno povečala proizvodnjo s prevzemom češkega proizvajalca kuhalnih aparatov Mora Moravia in odprtjem nove tovarne hladilno-zamrzovalnih aparatov v Srbiji. V zadnjih letih družba povečuje svoj proizvodni program in gradi svojo blagovno znamko z vstopanjem v višje segmente trga npr. z uvajanjem oblikovalskih linij aparatov Gorenje Pininfarina, Gorenje Swarovski, Gorenje Ora ito.

Gorenje je 8. največji svetovni proizvajalec belega blaga in ima približno 4 % tržni delež na evropskih trgih v segmentu velikih gospodinjskih aparatov – t.j. 3,87 mio prodanih proizvodov od 96 mio proizvodov, ki pomenijo celotni trg v letu 2007 oz. € 1,3 mrd prihodkov od € 26,3 mrd letnega prometa na trgu gospodinjskih aparatov v EU. Glede na geografsko razdelitev je družba v letu 2007 dosegla razmeroma majhen 1,3 % delež na zahodno evropskih trgih, na drugi strani pa precej višji delež 10,5 % na vzhodnoevropskih trgih. Strateški cilj družbe pomeni uvrstitev med največjih 5 evropskih družb v tem segmentu. Družba je v največjem obsegu prisotna na trgih Jugovzhodne Evrope in v Nemčiji. V grobem družba ustvari 80 % prihodkov iz prodaje domačih gospodinjskih aparatov, pri čemer je 85 % prihodkov ustvarjenih iz izvoza.

Skupino Gorenje je ob koncu leta 2007 sestavljala krovna družba Gorenje, d.d., skupaj s 55 odvisnimi družbami (večinoma v 100 % lasti krovne družbe) v več kot štiridesetih državah

sveta in 10 skupaj obvladovanimi družbami. Odvisne družbe vključujejo 6 družb s področja gospodinjskih aparatov, 3 družbe s področja notranje opreme, 16 družb s področja trgovine in storitev ter 30 predstavništev v tujini. Družbe iz skupnega podviga so obvladovane skupaj z družbo Istrabenz d.d. preko družbe Istrabenz Gorenje energetski sistemi, d.o.o. in delujejo na področju trgovine in storitev.²⁰

3.1.2 Vizija in strategija

Iz javnih objav družbe izhaja, da Skupina Gorenje zasleduje strategijo ustvarjanja močne blagovne znamke Gorenje preko vlaganj v oblikovanje, saj je vizija podjetja »postati najbolj izviren, v oblikovanje usmerjen ustvarjalec izdelkov za dom na svetu« (Letno poročilo 2007, str. 16).

Strateške usmeritve Skupine obsegajo:

- doseganje uravnotežene rasti ob povečanju ravni konkurenčnih sposobnosti;
- organsko rast prodajnih prihodkov skozi rast povprečnih prodajnih cen pri prodaji izdelkov višjega cenovnega razreda in rast količinske prodaje;
- rast obsega poslovanja preko prevzemov proizvajalcev gospodinjskih aparatov v Evropi in preko strateških partnerstev;
- povečevanje dodane vrednosti in denarnega toka iz poslovanja preko izboljšav v prodajni mreži, tržnimi aktivnostmi, razvojem, povečevanjem produktivnosti in stroškovno optimizacijo;
- povečevanje proizvodnih zmogljivosti izven Slovenije (Češka, Srbija in drugi rastoči trgi) ob zadržani domači proizvodnji 3,0 milijonov izdelkov z višjo dodano vrednostjo;

(Letno poročilo 2007, str. 17).

Podjetje se sooča z različnimi prednostmi in slabostmi. Eno izmed glavnih prednosti Gorenja predstavlja zelo raznovrsten prodajni portfelj gospodinjskih aparatov, kar pomeni konkurenčno prednost pred manjšimi konkurenti na trgu. V zadnjem obdobju se v strukturi prodaje povečuje delež novih proizvodov višjega cenovnega razreda. Na drugi strani je v primerjavi s konkurenti na trgu Gorenje omejeno z majhnostjo domačega trga, visokimi stroški dela v Sloveniji in veliko konkurenco na zrelem segmentu trga. Konkurenca pritiska na Gorenje tako s strani dobro pozicioniranih družb z razvitimi blagovnimi znamkami in na drugi strani s strani stroškovno učinkovitejših azijskih proizvajalcev bele tehnike. V zadnjih letih je bila celotna panoga podvržena tudi neugodni rasti cen surovin (baker, aluminij, cink), katerih cene pa so se v letu 2008 umirile.

²⁰ Za podrobnejši seznam družb v skupini glej letno poročilo družbe 2007, str. 11-13.

3.1.3 Poslovne dejavnosti

Na spodnji sliki so predstavljena tri temeljna poslovna področja, na katerih deluje Skupina Gorenje:

Slika 2: Struktura poslovanja Skupine Gorenje



Vir: Letno poročilo 2007.

Divizija gospodinjskih aparatov vključuje:

- proizvodnjo in prodajo gospodinjskih aparatov proizvodnje Gorenja,
- prodajo izdelkov dopolnilnega programa drugih proizvajalcev gospodinjskih aparatov,
- prodajo dokupnega programa zabavne elektronike in malih gospodinjskih aparatov,
- proizvodnjo in prodajo toplotno ogrevalne tehnike,
- dejavnost orodjarstva, strojegradnje in proizvodnje mehanskih komponent.

Po vrednosti največji del divizije je program kuhalnih aparatov in pečic. Sledi mu program hladilno-zamrzovalnih aparatov, ki ohranja pomembno vlogo predvsem zaradi novih proizvodnih kapacitet v Srbiji (Valjevo), kjer družba načrtuje nadaljnjo rast v segmentu nižje-cenovnih izdelkov. Pralno-sušilni stroji predstavljajo manjši delež v celotni diviziji.

Dopolnilni program zajema izdelke izven lastne proizvodnje, ki neposredno dopolnjujejo zgoraj omenjene osnovne tri proizvodne programe. Dokupni program pa vključuje izdelke zabavne elektronike (plazma in LCD televizorji, DVD predvajalniki in snemalne naprave), malih gospodinjskih aparatov (kavni aparati), sesalnikov in mikrovalovnih pečic.

Glavni del programa toplotno ogrevalne tehnike so električni grelniki vode, vključuje pa tudi proizvodnjo radiatorjev in v zadnjem času toplotno-hladilnih sistemov za gospodinjstva. Družba načrtuje rast programa prek novih proizvodnih kapacitet v Srbiji (Stara Pazova).

Divizija Notranje opreme vključuje proizvodnjo in prodajo kuhinjskega pohištva, sanitarne opreme in keramičnih ploščic.

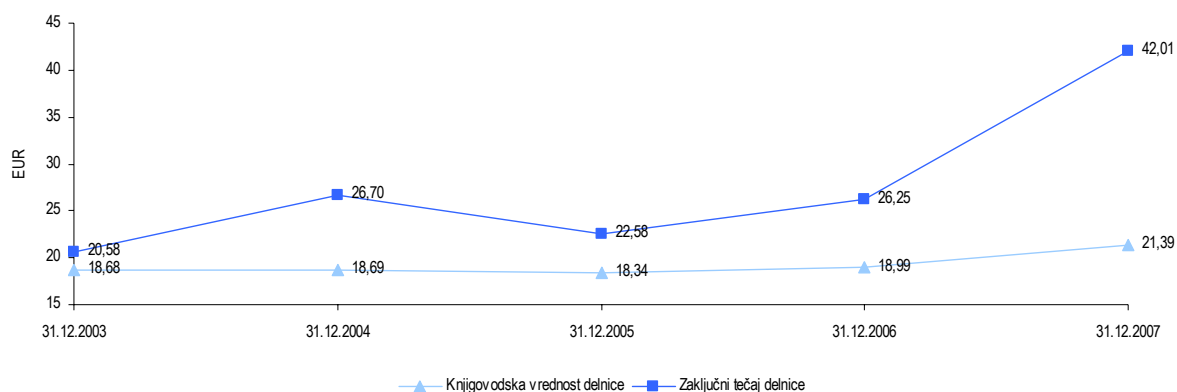
Divizija trgovine in storitev večinoma pokriva energetiko (električna energija), varstvo okolja (predelava odpadkov), trgovino, inženiring, upravljanje z nepremičninami, zastopstva ter ostale storitve (gostinstvo, turizem).

3.1.4 Lastništvo in kapital

Osnovni kapital Skupine Gorenje d.d. je na dan 31. 12. 2007 znašal 58,5 mio EUR. Razdeljen je na 14.030.000 navadnih imenskih kosovnih delnic. Osnovni kapital se v letih 2005 in 2006 ni spreminjal, v letu 2007 pa je družba povečala število delnic za 1.830.000. V prvi polovici leta 2008 ni bilo sprememb osnovnega kapitala. Čeprav je družba v luči konsolidacije lastništva, povečevanja deleža upravev lastništvu in obrambe pred morebitnimi prevzemi s strani konkurentov v preteklih letih (2004 – 2006) močno povečevalo nakupe lastnih delnic, so te v zadnjem obdobju ostale nespremenjene in ob zaključku leta 2007 znašale 1.183.342 delnic.

Knjigovodska vrednost kapitala Skupine Gorenje d.d. je na dan 31. 12. 2007 znašala 21,39 EUR, na dan 31. 12. 2006 pa 18,99, kar pomeni 12,6 % spremembo, ki je predvsem posledica povečanja osnovnega kapitala v letu 2007 v višini € 7,6 milijonov in s tem povezanega povečanja kapitalskih rezerv iz naslova presežka nad nominalno vrednostjo vplačanih delnic v višini € 47,3 milijonov. Vpliv na višjo knjigovodsko vrednost sta imela tudi višji tekoči dobiček in prevrednotovalni popravek iz naslova prevrednotenja finančnih instrumentov na pošteno vrednost.

Slika 3: Gibanje knjigovodske vrednosti delnice Gorenje d.d. v primerjavi z zaključnim tečajem na ljubljanski borzi (LJSE: GRVG)



Vir: www.ljse.si, lastni izračun, 2008.

Lastniška struktura družbe se na dan 31.3.2008 v primerjavi z zaključkom leta 2007 ni pomembneje spremenila in je prikazana v spodnji preglednici.

Tabela 4: Lastniška struktura družbe Gorenje, d.d. na dan 31. 12. 2007

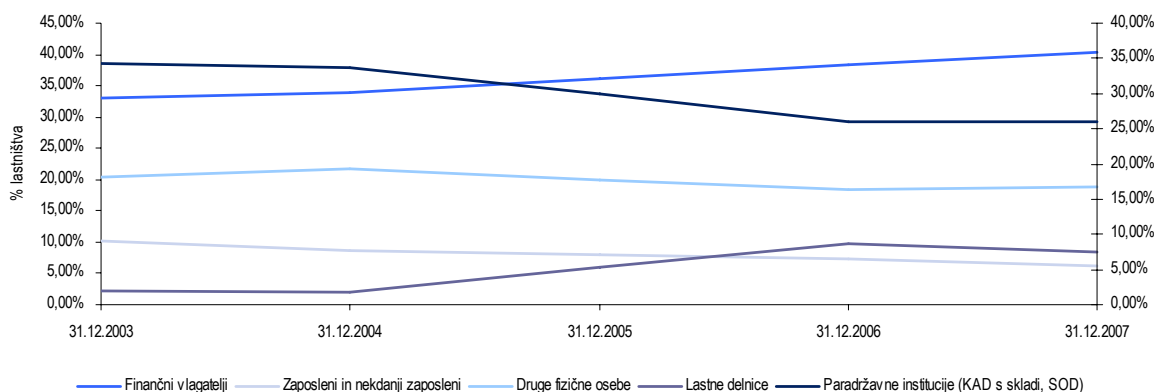
Delničar	Število delnic	Delež (v %)
Kapitalska družba d.d.	3.534.615	25,19 %
Gorenje d.d. – lastne delnice	1.183.342	8,43 %
KD Galileo	756.239	5,39 %
RZB AG	641.207	4,57 %
INGOR, d.o.o., & Co. k.d.	433.800	3,09 %
KD Rastko	359.793	2,56 %
KD ID d.d.	310.858	2,22 %
Ostali delničarji	6.810.146	48,54 %
Skupaj	14.030.000	100,00 %

Vir: Letno poročilo 2007.

Družba v letu 2007 ni odkupovala novih lastnih delnic. Ob dokapitalizaciji je bilo vplačanih 76,25 % delnic s strani obstoječih delničarjev iz naslova uresničitve prednostne pravice, preostanek pa je vpisala družba INGOR, d.o.o., ki je v lasti širšega posloводства družbe Gorenje, d.o.o. Ista družba je v prvem četrtletju 2008 še dodatno povečala svoj delež za skoraj odstotno točko na 3,84 %. Člani uprave in nadzornega sveta so bili na 31. 12. 2007 kot fizične osebe v udeleženi v lastništvu družbe v višini 0,195 %.

V lastniški strukturi družbe v preteklih petih letih je opazno povečevanje deleža lastnih delnic in participacije finančnih vlagateljev na eni strani, na drugi pa zmanjševanje deleža paradržavnih institucij (odprodaja deleža SOD-a v letih 2004-2006) in fizičnih oseb, vključno z zaposlenimi. Povprečno število delničarjev se je v preteklih petih letih gibalo med 17 in 19 tisoč. Čeprav je to število manjše kot ob vpisu v KDD (24 tisoč), pa še vedno odraža razmeroma močno razpršeno lastniško strukturo in hkrati potencial za konsolidacijo lastništva v prihodnje.

Slika 4: Spremembe v lastniški strukturi Gorenja, d.d. po vrstah vlagateljev



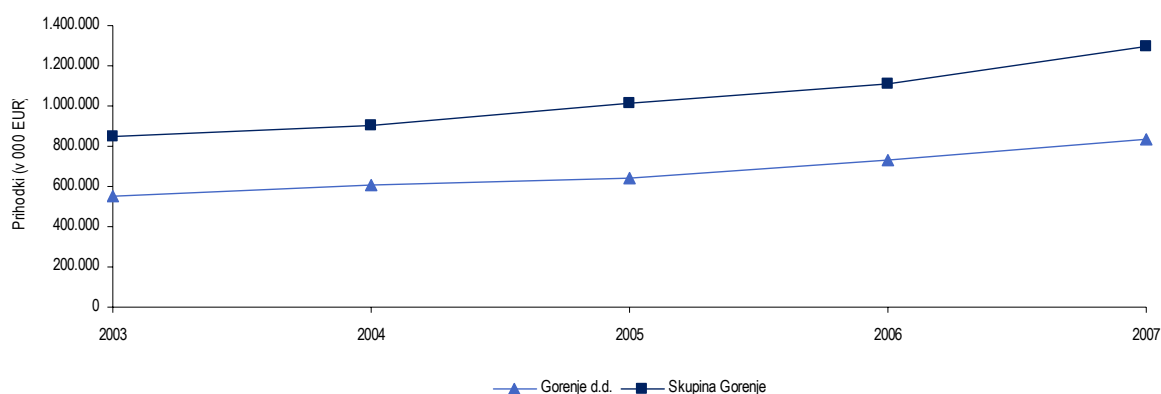
Vir: Letno poročila 2004 – 2007, lastni izračun, 2008.

V letu 2007 je Kapitalska družba d.d. (v 100 % lasti Republike Slovenije) uvrstila Gorenje d.d. med nestrateske naložbe in jo uvrstila na seznam deležev za prodajo. Kljub temu, da so prve napovedi predvidevale prodajo do konca julija 2008, javna prodaja zaenkrat še ni bila objavljena zaradi drugih obveznosti vlade (predsedovanje EU v prvi polovici 2008 in državnozbornske volitve oktobra 2008). Borzni analitiki pričakujejo da se bo proces zamaknil v drugo polovico leta 2009.

3.1.5 Prodaja in tržni položaj

Skupina Gorenje je v letu 2007 prodala za 1.293,4 mio EUR izdelkov in storitev (od tega 65,3 iz naslova krovne družbe), kar je za 16,4 % več kot v predhodnem letu. Iz spodnjega grafa je razvidno, da je delež prihodkov krovne družbe ostaja najpomembnejši del celotne prodaje, vendar pa se v preteklih treh letih povečuje tudi vpliv ostalih družb v Skupini, v sklopu divizije gospodinjskih aparatov predvsem Mora Moravia s.r.o. na Češkem v sklopu divizije trgovine in storitev pa predvsem družbe na področju energetike.

Slika 5: Prihodki Skupine Gorenje in družbe Gorenje d.d. v tisoč EUR

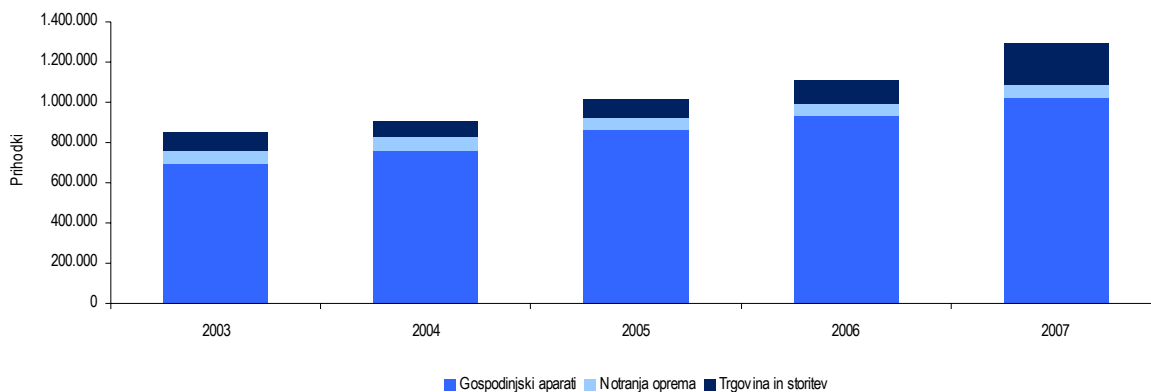


Vir: Letna poročila 2004 – 2007.

V letu 2007 je Skupina Gorenje zabeležila največjo (70,4 %) prodajno rast v diviziji Trgovina in storitve, večinoma iz naslova vstopa v nove bolj dobičkonosne dejavnosti (ekologija in ravnanje z nevarnimi odpadki) in visoko rastjo področja energetike (20 % rast). V grobem predstavlja energetika dobro polovico prihodkov prodaje, ekologija pa približno dobro tretjino. Preostanek so drugi posli, med drugim npr. tudi prodaja traktorjev, viličarjev, barvnih kovin in medicinske opreme. V letu 2007 je družba Istrabenz Gorenje Energetski sistemi Group, v kateri je Gorenje udeleženo v skupnem podvigu skupaj z družbo Istrabenz d.d. (49,95 % lastništvo), odprodala pomembno odvisno družbo APV GmbH, ki si je ukvarjala s trgovanjem z električno energijo in distribucijo večjim odjemalcem.

Razmeroma visoko 10,2-odstotno rast je skupina dosegla tudi v diviziji Gospodinskih aparatov, ki z 79,1 odstotnim deležem ostaja najpomembnejša dejavnost Skupine Gorenje. Čeprav je divizija Notranje opreme v letu 2007 dosegla 4,2 % rast prodaje, pa se zaradi hitrejše rasti ostalih divizij (predvsem trgovina in storitve) delež omenjene divizije v skupni prodaji zmanjšuje.

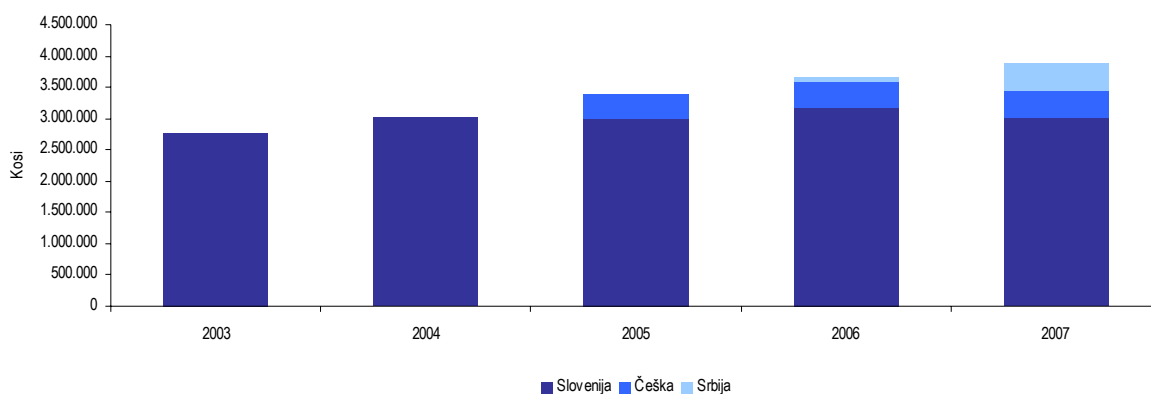
Slika 6: Struktura prihodkov od prodaje po divizijah (2003 – 2007) v tisoč EUR



Vir: Letna poročila 2004 – 2007.

Iz gibanja strukture prodaje gospodinskih aparatov je razvidno, da je rast preteklih treh let deloma izvira iz povečevanja kapacitet v tujini prek proizvodnje na Češkem (Mora Moravia) in v Srbiji (Valjevo).

Slika 7: Rast količinske prodaje gospodinskih aparatov Skupine Gorenje (2003 – 2007) glede na državo izvora proizvodnje v tisoč EUR



Vir: Letna poročila 2004 – 2007.

Skupina Gorenje je v preteklih petih letih vztrajno povečevala proizvodnjo po povprečni letni rasti 8,8 %. Ob koncu leta 2007 znašajo celotne letne proizvodne kapacitete družbe 4,6 milijona aparatov. Ob proizvodnji 3,88 milijonov proizvodov v letu 2007 to pomeni 84 % izkoriščenost obstoječih kapacitet in pomeni možnost za nadaljnjo organsko rast. V letu 2007 je Skupina Gorenje proizvedla 3,85 milijonov in preprodala 350 tisoč gospodinskih aparatov. Za leto 2008 borzni analitiki pričakujejo proizvodnjo na približno enaki ravni kot v

predhodnem letu, vendar pa se bo povečala prodaja trgovskega blaga na 520 tisoč enot. V letu 2009 je glede na plan družbe predvidenih 4,15 milijonov enot lastne proizvodnje in 600 tisoč enot trgovskega blaga. Povečanje proizvodnje večinoma pričakujejo iz naslova proizvodne lokacije v Srbiji, k dodatni rasti pa bodo prispevali tudi prevzem ATAG-a in morebitni potencialni novi prevzemi.

Za leto 2010 uprava načrtuje 1,5 mrd prihodkov iz poslovanja, kar namerava doseči na eni strani z organsko rastjo, na drugi strani pa tudi s strateškimi prevzemi. To potrjuje tudi dogovor o nakupu družbe ATAG iz Belgije v maju 2008. Glede na to, da so v letu 2007 čisti prihodki družbe znašali 1,29 mrd EUR, pomeni plan pričakovano povprečno letno rast v višini 5 % oz. kumulativno rast dobrih 16 %. Za leto 2008 borzni analitiki pričakujejo rast prodaje v višini 3 % (1,332 mio EUR) in dodatnih 5,6 % v letu 2009. Manjša ocenjena rast v letu 2008 je posledica izrednih prihodkov v letu 2007 od prodaje družb v diviziji Trgovina in storitve.

3.2 FINANČNA ANALIZA

Namen finančne analize za potrebe vrednotenja Skupine Gorenje je na podlagi analize preteklih računovodskih izkazov Skupine Gorenje pridobiti čim več podatkov o sposobnostih ustvarjanja denarnega toka za lastnike. V povezavi s tem je eden izmed ciljev analize tudi razkritje morebitnih tveganj, ki bi bila povezana z omenjenimi denarnimi tokovi.

Analiza v okviru tega diplomskega dela je obsegala pregled javno dostopnih konsolidiranih računovodskih izkazov Skupine Gorenje za obdobje 2005 – 2007, ki so bili pripravljene v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja. Letna poročila je revidiral pooblaščen revizor, ki je na izkaze posameznih let vsakokrat podal mnenje brez pridržka.

V sklopu analize in priprave modela vrednotenja sem za potrebe normalizacije izkazov denarnega toka, poslovnega izida in bilance stanj Skupine Gorenje podatke prilagodil za učinke enkratnih oz. izrednih poslovnih dogodkov v letih 2005 do 2007:

- neto priliv od prodaje družbe Austrian Power Vertriebs GmbH v višini € 2,35 milijonov v letu 2007 (IDT)
- neto odliv od nakupa družbe Surovina d.d. v višini € 5,97 milijonov v letu 2007 (IDT)
- neto priliv (denarni tok) od prodaje družbe Opte, d.o.o. Ptuj v višini € 1,94 milijonov (IDT) in slabitev naložbe v višini € 0,23 milijonov med finančnimi odhodki v letu 2007 (IPI)
- prilagoditev za oceno vrednosti blagovne znamke Gorenje na € 445 milijonov s strani avstrijskega zasebnega inštituta European Brand Institute (BS)
- prilagoditev za pripoznano dobro ime v višini € 1,72 milijonov v letu 2007 iz naslova prevzema Surovina, d.d. Maribor (IPI)
- prilagoditev za poslovno nepotrebna sredstva v obliki umetniških del v višini € 0,58 milijonov v letu 2007 (BS)

- prevrednotovalni odhodki iz naslova oslabitev terjatev, zalog in drugih sredstev v višini € 7,21 milijonov v letu 2007, € 8,10 milijonov v letu 2006 in € 6,91 milijonov v letu 2005 (IPI)
- neto prihodki iz naslova likvidacije družbe Biterm, d.o.o. v letu 2006 v višini € 1,24 milijonov (IPI)
- prilagoditev za pripoznano dobro ime v višini € 2,88 milijonov v letu 2005 iz naslova prevzema Mora Moravia, s.r.o. (Češka) in Gorenje Invest, d.o.o. (Srbija) (IPI)

3.2.1 Analiza izkaza poslovnega izida²¹

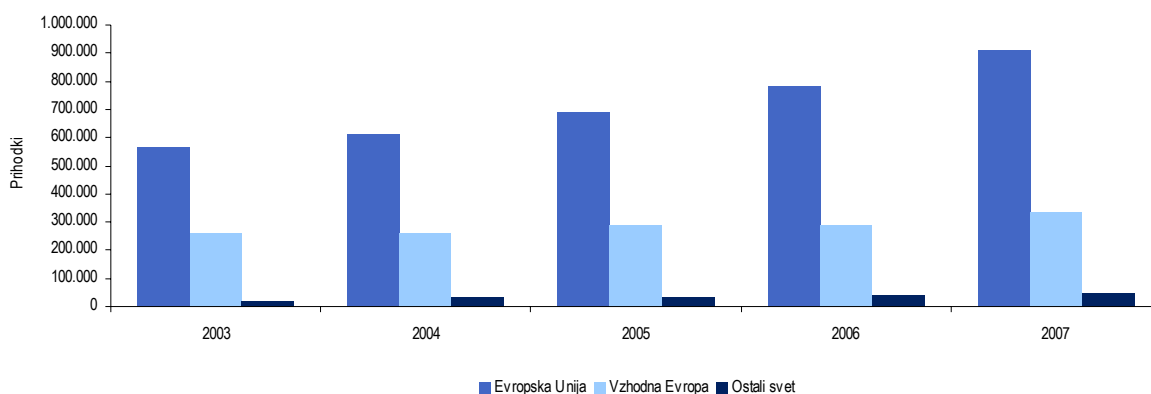
Prihodki od prodaje

V letu 2007 je Skupina Gorenje dosegla 1,29 milijarde EUR prihodkov, kar pomeni 16,4 % rast glede na predhodno leto. Če upoštevamo primerljive podatke, ki izvzemajo vključitev družb iz skupine Istrabenz Gorenje energetski sistemi v sredini leta 2006 in družbe Surovina, d.d. v začetku leta 2007, je dosežena rast le 9,1 %. Pretežni delež (96 %) prihodkov od prodaje Skupine Gorenje pomenijo prihodki od prodaje proizvodov in blaga, katerih večinski del (80 %) v celotnih prihodkih pomeni divizija gospodinjskih aparatov. Divizija gospodinjskih aparatov je v letih 2003 do 2005 povečevala svoj delež v celotnih prihodkih, od leta 2006 naprej pa se povečuje vpliv prihodkov divizije trgovine in storitve. Glede na geografsko izpostavljenost je približno 90 % prihodkov ustvarjenih v izvozu, več kot polovico od tega na trgih EU. Preostanek prihodkov od prodaje (4 %) se nanaša na prihodke od storitev, ki se izvajajo v okviru divizije trgovine in storitev in se predvsem nanašajo na področje energetike in ekologije.

Na rast prodaje Skupine je v letu 2007 pomembno vplivalo povečevanje kapacitet proizvodnje na Češkem, kjer družba zaseda 2. mesto s 25 % tržnim deležem. Mora Moravia je v preteklih štirih letih povečala proizvodnjo za 100.000 enot in načrtuje nadaljnje 8,7 % povečanje proizvodnje v letu 2008. Z vidika geografske razpršenosti je v letu 2007 Gorenje največjo rast čistih prihodkov doseglo na trgih Rusije (37,6 %), Madžarske (51,5 %), Romunije (14,6 %), Nizozemske (92,1 %), Švedske (17,8 %) in ZDA (13,2 %). Na drugi strani je podjetje beležilo padec prodaje na tradicionalnem močnem nemškem trgu (-21,0 %), zmanjšala pa se je tudi prodaja v Ukrajini (-38,4 %) in Franciji (-12,1 %).

²¹ Za izkaze poslovnega izida za obdobje 2005 – 2007 glej prilogo št. 2.

Slika 8: Gibanje prodaje (2003 – 2007) po območnih odsekih v tisoč EUR



Vir: Letno poročila 2004 – 2007, lastni izračun, 2008.

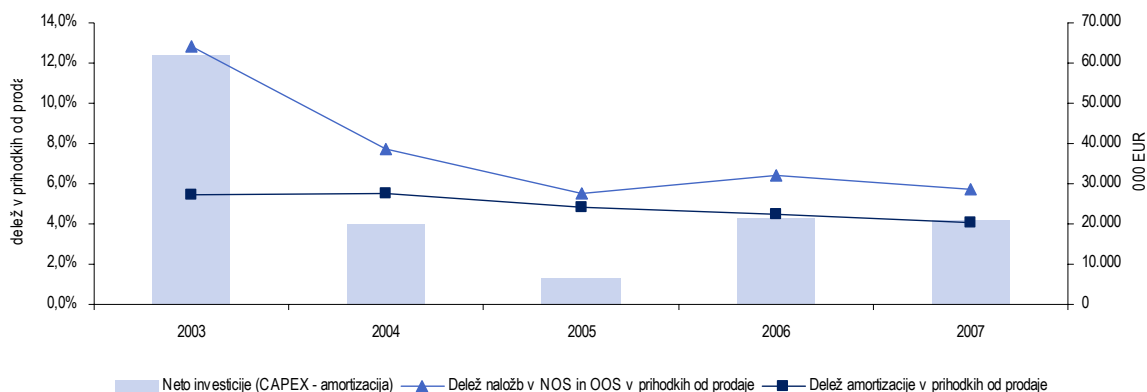
Stroški in drugi poslovni odhodki

Stroški zajemajo tako stroške nabavne vrednosti prodanega blaga, stroške materiala, storitev, dela, amortizacije in drugih poslovnih odhodkov. Stroški materiala, blaga in storitev so v obdobju od leta 2005 do 2007 na letni ravni porasli za 14 %, pri čemer se je v luči stiskanja bruto marže povečeval tudi njihov delež v celotnih prihodkih (iz 74 % na 76 %). Vzrok za povečevanje stroškov blaga in materiala gre iskati predvsem v naraščajočih cenah surovin (jeklena pločevina, barvne kovine, nafta in posledično plastični granulati) na svetovnih trgih v letu 2007. Glede na podatke iz letnega poročila družbe, so bile te cene v povprečju za 2,5 odstotkov višje od že tako ali tako visoke ravni cen iz predhodnega leta, razloge pa analitiki iščejo predvsem v visokem povpraševanju kitajskega gospodarstva in pogostih motnjah v dobavah (stavke, naravne nesreče itd.). Porast cen surovin, ki so večinoma denominirane v ameriških dolarjih, je nekoliko ublažila rast vrednosti Evra, nekoliko pa je družba uspela zmanjšati vpliv tudi s pomočjo terminskih nakupov, iskanja novih nabavnih virov iz Azije in preko stroškovne optimizacije (inovacije v proizvodnji, izboljšave procesov).

Stroški storitev vključujejo tudi odhodke iz naslova oblikovanja rezervacij za prodajne garancije in sicer v zadnjih treh letih ti stroški znašajo v povprečju 9,7 % stroškov storitev. Stroški dela so v istem obdobju v primerjavi z ostalimi poslovnimi odhodki naraščali bolj zmerno s povprečno rastjo 7 %, čeprav so v letu 2007 poskočili za kar 12 % glede na predhodno obdobje. Čeprav je rast stroškov dela hitrejša od rasti števila zaposlenih (povprečna rast zaposlenih v obdobju 2005 – 2007 je znašala 4,2 %), se je hkrati izboljševala tudi izobrazbena struktura in posledično plačna struktura zaposlenih. Povečeval se je tudi delež stroškov uprave, nadzornih svetov in zaposlenih po individualni pogodbi v celotnih stroških dela iz 6,5 % na skoraj 8 %. V skladu z izboljšano izobrazbeno strukturo so najhitreje rasli prejemki zaposlenih po individualni pogodbi, in sicer v povprečju kar za 26,6 %, medtem ko so stroški uprave porasli v povprečju za 8,4 %, pri čemer se je uprava v tretji četrtini 2007 razširila iz 4 na 6 članov. Ne glede na povedano se je v letih 2005 do 2007 zniževal delež stroškov dela v celotnih prihodkih iz 17,4 % na 15,7 %.

Stroški amortizacije so razmeroma nizki in njihov delež v celotnih prihodkih se je postopoma zniževal na 4 % v letu 2007. Amortizacijske stopnje se v praksi prilagajajo davčno predpisanim maksimalnim amortizacijskim stopnjam.

Slika 9: Gibanje deleža amortizacije in naložb v prihodkih od prodaje v primerjavi z neto investicijami



Vir: Letno poročila 2004 – 2007, lastni izračun, 2008.

Drugi poslovni odhodki so se v primerjavi z letom 2006 povečali za več kot 32 %, predvsem iz naslova višjih odhodkov za izdatke za varstvo okolja, ki so vezani na Direktivo o recikliranju odpadne električne in elektronske opreme. Sicer pa drugi poslovni odhodki vključujejo tudi prevrednotovalne odhodke iz naslova oblikovanih popravkov terjatev, zalog in drugih oslabitev v skupni višini € 7,2 milijonov. Slabitve terjatev so v letu 2007 nižje za polovico glede na predhodno leto, toda hkrati se je izboljšala tudi starostna struktura zapadlosti. Na drugi strani so se povečali odpisi zalog na iztržljivo vrednost, ki pa so v primerjavi s celotnim stanjem zalog ob koncu leta zanemarljivi.

Finančni prihodki in odhodki

Razlog za skok finančnih prihodkov v letu 2007 so realizirani dobički pri odprodaji naložb razpoložljivih za prodajo, ki z 28,1 % zavzemajo v letu 2007 tudi največji delež finančnih prihodkov in vključujejo prihodke iz naslova odprodaje APV GmbH. Sledijo jim prihodki od obresti s 14,6 % deležem. Na ravni konsolidiranih izkazov Skupine Gorenje pomenijo prihodki od dividend le 6,4 % v letu 2007, čeprav se delež iz leta v leto povečuje.

Na odhodkovni strani v letih 2005 – 2007 so največji delež odhodki za obresti iz naslova kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti. Gibljejo okrog 60 % celotnih finančnih odhodkov in v letu 2007 znašajo € 19,7 milijonov, nekoliko pa so se povečali zaradi dodatnega zadolževanja in višjih obrestnih mer na trgu.

Neto učinki tečajnih razlik ter valutnih terminkskih poslov in obrestnih zamenjav so z vidika celotnega poslovnega izida razmeroma zanemarljivi, čeprav so v letu 2006 vplivali pozitivno v višini € 4 milijonov iz naslova neto pozitivnih tečajnih razlik in prevrednotenja valutnih

zamenjav na pošteno vrednost, nasprotno pa je bil učinek obeh postavk v letu 2007 iz naslova gibanj na valutnih trgih negativen v višini € 2 milijonov.

Dobiček iz poslovanja in čisti dobiček

EBITDA je v letu 2007 znašala 89,4 mio EUR, EBIT pa 36,2 mio EUR, kar je za 17,5 % višje od predhodnega leta. Kljub temu družba ni dosegla planiranega EBITDA zaradi močnega negativnega vpliva visokih cene surovin. Stroški blaga, materiala in storitev so namreč rasli hitreje od poslovnih prihodkov za 1,6 odstotnih točk. V luči gibanj na mednarodnih finančnih trgih in trgih surovin ostajajo cene valjane pločevine in drugih kovin, plastik in sestavnih delov izdelanih iz teh surovin največje tveganje tudi v prihodnje. Stroškovne cene Skupina ne more v celoti prenesti v dvig prodajnih cen zaradi visoke konkurence in zrele panoge proizvodov bele tehnike.

Medtem ko je Skupina preseгла načrte v prometu in dobičku iz poslovanja, na ravni celotne dobičkonosnosti ni bil dosežen načrtovani rezultat. Neto dobiček večinskega lastnika po odbitku manjšinskega deleža je znašal 22,7 mio EUR, kar pa pomeni le 1,4 % rast glede na leto 2006. Poleg že zgoraj omenjenih razlogov, ki so vplivali na dobičkonosnost iz poslovanja, je na celotno dobičkonosnost najbolj vplivala rast odhodkov iz financiranja. Neto negativni izid iz financiranja se je tako glede na predhodno leto podvojil.

V četrtem kvartalu 2007 je Gorenje poročalo rezultate, ki so presešli pričakovanja borznih analitikov. Neto prihodki so presešli pričakovanih 323 mio EUR za 6 % (oz. 16 % na letni ravni) oz. 342,9 mio EUR. Kljub nadpovprečni rasti cen surovin, se je EBITDA pomembno povečala na 27,5 mio EUR, kar pomeni 20 % rast na letni ravni, EBIT pa se je povečal celo za 40 %. EBT je bil večji tudi zaradi odprodaje družb Opte Ptuj, APV GmbH in drugih sredstev, katerih enkratni učinek pa na podlagi podatkov iz letnega poročila za leto 2007 in analiz borznih analitikov (Raiffeisen Centrobank AG, Erste Bank AG) ocenjujem na € 4 milijone.

Za leto 2008 družba načrtuje dvoštevilično rast neto dobička, borzni analitiki pa pričakujejo višjo marža dobička iz poslovanja pred obrestmi in davki (povečanje od 2,8 % na 3,2 %). Cilje namerava skupina doseči preko bolj učinkovitega izkoriščanja dobaviteljskih poti, izboljšane strukture prodaje oz. razširitve prodajnega asortimaja z višje cenovnimi proizvodi (dizajnerske kolekcije) in s prenosom dela proizvodnje v države z nižjimi stroški dela. V letu 2009 se pričakuje nadaljnjo rast marže na 3,3 % zaradi višjega obsega proizvodnje in boljše produktivnosti na osnovi novih inovacij. Regionalna razpršenost prodaje bo po pričakovanjih izboljšala tržni položaj Gorenja in konkurenčnost družbe zaradi nižjih proizvodnih stroškov ter davčne in carinske optimizacije. Analitiki ocenjujejo neto dobiček za leto 2008 na 28,1 mio EUR in 32,0 mio EUR v letu 2009.

3.2.2 Analiza bilance stanja²²

Dolgoročna sredstva

Delež dolgoročnih sredstev v celotnih sredstvih se je v obdobju 2005 – 2007 zmerno zniževal do ravni 45 %. Pri tem so se neopredmetena, opredmetena osnovna sredstva ter dolgoročne naložbe vztrajno povečevale, vendar počasneje od kratkoročnih sredstev. Neopredmetena sredstva v letu 2007 vključujejo tudi € 4,6 milijonov dobrega imena iz naslova prevzemov družb Mora Moravia s.r.o., Gorenje Invest d.o.o. in Surovina d.d. Dolgoročno odloženi stroški poslovanja in razvoja v višini € 12,3 milijonov se na nanašajo na usredstvene stroške, povezane z razvojem novih generacij aparatov, organizacijske stroške zagona logističnega centra, organizacijske stroške uvedbe informacijskega sistema iz preteklih let ter projekte racionalizacije stroškov na področju nabave in logistike v družbi Gorenje d.d., katerih ocenjena doba koristnosti se giblje med 5 in 10 let.

V letu 2007 so se močno povečale naložbene nepremičnine družbe, pri čemer približno 20 % pomenijo zemljišča, poleg tega pa je Skupina v letu 2007 prenesla med naložbene nepremičnine (ki se ne amortizirajo) tudi za € 5,7 milijonov nepremičnin iz osnovnih sredstev. Skupina vrednoti naložbene nepremičnine po pošteni vrednosti in ob koncu leta 2007 so znašale € 10 milijonov.

Dolgoročne finančne naložbe skupine vključujejo naložbe v skupne podvige v sklopu skupine Istrabenz Gorenje energetske sistemi in delujejo na področju trgovine in storitev. V letu 2007 so se povečale predvsem zaradi nove naložbe v družbo Surovina, d.d. ki deluje na področju ekologije. V letu 2008 je družba Gorenje kupila tudi 51 % delež v družbi Publicus, ki se ukvarja s predelavo odpadkov in je specializirano na gospodinjske odpadke in reciklažo. Prihodki družbe Publicus so nizki (€ 2,8 milijonov v letu 2006), zato njen prevzem ne bo bistveno vplival na rezultate Skupine v letu 2008. V skladu z EU Direktivo o recikliranju odpadne električne in elektronske opreme iz leta 2006 Skupina povečuje udeležbo v panogi predelave odpadkov v Jugovzhodni Evropi. V skladu z direktivo stroške predelave gospodinjskih aparatov nosijo proizvajalci, zato bo družba verjetno zgradila svoj center za recikliranje velikih gospodinjskih naprav. Poleg tega Gorenje omenjene družbe uporablja za potrebe upravljanja s tveganji v času visokih cen osnovnih surovin.

Kratkoročna sredstva

Največji delež kratkoročnih sredstev pomenijo kratkoročne terjatve do kupcev, ki so se v letih od 2005 do 2007 gibale na ravni 26 % celotnih sredstev. Konec leta 2007 se je večina terjatev do tretjih oseb nanašala na države EU, le 20 % na države Vzhodne Evrope in le 11 % na področje trgovine na drobno. V letu 2007 je družba oblikovala za skoraj polovico manj popravkov terjatev, kar je v skladu z izboljšano starostno strukturo terjatev.

²² Za bilance stanja na konec leta 2005 – 2007 glej prilogo št. 3.

Preostanek kratkoročnih sredstev so večinoma zaloge, ki so v letu 2007 naraščale hitreje od celotnih sredstev. Posledično je njihov delež v celotnih sredstvih v zadnjih treh letih postopoma naraščal za 1 odstotno točko na slabih 22 %. V strukturi zalog se je najbolj – za 15 % – povečala zaloga končnih proizvodov (predvsem gospodinjskih aparatov), pri čemer je bila vrednost odpisov oz. oslabitev zalog materiala in končnih proizvodov zanemarljiva v primerjavi s povprečnim stanjem zalog.

Najhitrejšo rast kratkoročnih sredstev v obdobju zadnjih treh let izkazujejo druga kratkoročna sredstva, ki večinoma obsegajo terjatve za vstopni DDV, predujme, kratkoročne odložene stroške in terjatve za davek od dobička pravnih oseb. Povečanje je največje na prehodu iz leta 2005 na leto 2006, in sicer zaradi visoke rasti terjatev za vstopni DDV in višjih odloženih stroškov za zaračunane, vendar še ne opravljene storitve. Druga kratkoročna sredstva vključujejo tudi terjatve iz naslova priznanih količinskih rabatov za material.

Dolgoročne in kratkoročne obveznosti

Največji delež dolgoročnih obveznosti (slabih 70 %) pomenijo dolgoročno prejeta posojila denominirana v Evrih, od katerih 33 % zapade v letu 2009, nadaljnjih 52 % do leta 2011. Posojila so zavarovana le s poroštvenimi izjavami, znesek zavarovan s hipoteko pa je zanemarljiv.

Preostanek so večinoma rezervacije za prodajne garancije, ki jih Skupina oblikuje za obdobje od 2 do 5 let v skladu z internimi ocenami stroškov garancij na podlagi znanih podatkov o ravni kakovosti izdelkov in dejansko izkazanih stroškov garancij v preteklosti. Rezervacije za odpravnine in jubilejne nagrade so bile oblikovane ob prehodu na MSRP in temeljijo na aktuarskem izračunu. Iz naslova državnih podpor je družba oblikovala za € 8,7 milijonov rezervacij.

Rezervacije Skupine Gorenje iz naslova okoljevarstvene direktive EU (t.i. WEEE direktive) znašajo konec leta 2007 le € 820 tisoč, in sicer prek družbe Zeos d.o.o., ki je v 51 % lasti družbe Gorenje. Znesek rezervacij pomeni le 0,08 % celotnih prihodkov Skupine na ozemlju EU v letu 2007. Nekateri konkurenti (Electrolux, Whirlpool) so uspeli znižati svoje stroške recikliranja z dvigom prodajnih cen za ekološke provizije, ki so po direktivi EU dovoljene do 2013. Kljub temu se ocene letnih stroškov spoštovanja direktive WEEE s strani družb v panogi gibljejo v povprečju okrog 1 % prihodkov. S tega vidika ocenjujem, da obstaja tveganje pre nizko oblikovanih rezervacij za letne stroške predelave odpadkov s strani družbe Gorenje.

Kratkoročne finančne obveznosti obsegajo prejeta posojila od bank, večinoma denominirana v Evrih, 17 % pa tudi v drugih valutah, od tega pretežni del v čeških kronah. Zavarovanje s hipotekami je zanemarljivo. Preostanek kratkoročnih obveznosti so obveznosti do dobaviteljev in obveznosti za decembrske plače zaposlenih, obveznosti za DDV ter vnaprej vračunani stroški (dani rabati, odhodki za obresti).

Kapital

Skupina Gorenje je v letu 2007 uspela pridobiti 54,9 mio EUR svežih sredstev za izboljšanje kapitalske strukture in nove prevzeme v letu 2008 (povečanje kapitala in kapitalskih rezerv). Skupščina je potrdila dokapitalizacijo v višini 15 % dodatnega kapitala, kljub odobritvi nadzornega sveta za možnost 50 % povečanja. Nadaljnje povečanje v višini 35 % je še vedno mogoče v letu 2008, če bodo razvidne primerne naložbene priložnosti. Trenutno ima družba Gorenje v lasti tudi 8,4 % lastnih delnic (oz. približno € 40 milijonov), tako da je na voljo dovolj virov financiranja za tekoče naložbene projekte v letu 2008. Pomembnejše povečanje kapitala izkazuje tudi posebni prevrednotovalni popravek kapitala iz naslova prevrednotenja nepremičnin in naložb razpoložljivih za prodajo na pošteno vrednost.

Tabela 5: Izplačilo dividend Skupine Gorenje in donos na delnico

	2003	2004	2005	2006	2007
Neto marža ²³	2,4 %	2,2 %	2,1 %	2,0 %	1,8 %
Čista dobičkonosnost kapitala (ROE)	8,9 %	8,6 %	8,7 %	8,9 %	7,7 %
Čista donosnost sredstev (ROA)	3,3 %	3,0 %	2,7 %	2,6 %	2,5 %
Knjigovodska vrednost delnice (v €)	18,68	18,69	18,34	18,99	21,39
Enotni tečaj delnice na dan 31. 12. (v €)	20,78	27,00	22,63	26,65	42,42
Poslovni izid na delnico (v €)	1,76	1,78	1,86	2,00	2,03
Izplačana dividenda na delnico (v €)	0,46	0,41	0,41	0,42	0,42
Delež izplačila dividende v posl.izidu	26,1 %	23,0 %	22,0 %	21,0 %	20,7 %
Kapitalski donos	12,0 %	32,0 %	-16,2 %	17,8 %	59,2 %
Dividendni donos	2,2 %	1,5 %	1,8 %	1,6 %	1,0 %
Skupni donos	14,2 %	33,5 %	-14,4 %	19,4 %	60,2 %

Vir: Letno poročila 2004 – 2007, lastni izračun, 2008.

²³ Neto marža je enaka deležu čistega poslovnega izida v kosmatem donosu iz poslovanja.

3.3 OCENA TRŽNE VREDNOSTI

3.3.1 Metoda prilagojene knjigovodske vrednosti

Za uporabo te metode je nujno dobro poznavanje podjetja, ki je predmet ocenjevanja. Glede na to, da v tem diplomskem delu proučujemo ocenjevanje vrednosti z vidika malega vlagatelja, smo soočeni z omejitvami, ki izhajajo iz dostopnosti javno dostopnih informacij o podjetju. Mali vlagatelj se lahko pri vrednotenju opira le na javno dostopne povzetke v obliki letnih ali četrletnih borznih poročil ter na druge medletne javne objave podjetja in analize podjetja v medijih (npr. v obliki poročil borznih analitikov).

V primeru Skupine Gorenje ocenjujemo vrednost podjetja na 31. 12. 2007 na podlagi podatkov v letnem poročilu. Neto vrednost sredstev oz. knjigovodska vrednost kapitala je enaka (v milijonih €):

Sredstva	999,7
Obveznosti	648,7
Neto sredstva	351,0

Ker Skupina Gorenje že vrsto let pripravlja računovodske izkaze v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja in so revizorjeva mnenja izdana brez pridržkov, predpostavljamo, da je vrednost kratkoročnih terjatev, zalog ter kratkoročnih in dolgoročnih naložb izkazana resnično in pošteno. V odmiku od strogih računovodskih pravil glede na informacije v razkritjih letnega poročila ter javne objave družbe pri končni oceni vrednosti upoštevamo še naslednje prilagoditve (v milijonih €):

a) ocena vrednosti blagovne znamke Gorenje ²⁴	+ 382,0
b) slabitev dolgoročnih odloženih stroškov razvoja	- 12,3
c) slabitev dobrega imena 2005-2007	- 4,6
d) odprava prevrednotenja nepremičnin	- 10,8
e) odprava neto terjatev za odložene davke	- 6,2
f) izločitev poslovno nepotrebni sredstev	- 0,6
g) ocena prenizko oblikovanih rezervacij po Direktivi ²⁵	- 10,8
Prilagojena vrednost neto sredstev:	687,7
Prilagojena knjigovodska vrednost delnice:	53,5

Ko izračunani prilagojeni knjigovodski vrednosti podjetja prištejemo vrednost dolga, dobimo vrednost podjetja v višini € 999,1 milijonov. Visok rezultat vrednotenja na podlagi

²⁴ Ocena s strani zasebnega inštituta European Brand Institute GmbH (Avstrija) za leto 2007; <http://www.eurobrand.cc/images/stories/eurobrand2007/Slovenia.pdf>

²⁵ Direktiva ES o odpadni električni in elektronski opremi (t.i. WEEE); subjektivna ocena na podlagi javno dostopnih podatkov o rezervacijah oblikovanih s strani primerljivih podjetij.

prilagoditev knjigovodske vrednosti je predvsem posledica upoštevanja zelo subjektivnih ocen o vrednosti blagovne znamke Gorenje. Metoda sicer poda hitro in enostavno oceno vrednosti podjetja, vendar ima takšno vrednotenje omejitve, ki pomembno vplivajo na kvaliteto rezultatov. Model ne upošteva tržnih razmer (konkurenca v panogi) in je statičen, saj izhaja iz trenutnega stanja in ni usmerjen v prihodnje delovanje podjetja.

3.3.2 Metoda tržnih mnogokratnikov

Pri vrednotenju na podlagi tržnih mnogokratnikov je na eni strani pomembna izbira vzorca primerljivih podjetij na drugi strani pa izbira ustreznega kazalnika primerljivosti. Skupino Gorenje sem primerjal z drugimi svetovnimi proizvajalci bele tehnike, ki so prisotni na evropskem trgu. Podjetja sem izbral na podlagi javno dostopnih statističnih podatkov pri Evropskem združenju proizvajalcev bele tehnike, na podlagi javno objavljenih podatkov o poslovanju in letnih poročilih posameznih podjetij ter na osnovi priporočil v poročilih tujih in domačih borznih analitikov, ki redno spremljajo poslovanje Skupine Gorenje (Raiffeisen Centrobank, ErsteBank, Publikum, Poteza, NLB, Perspektiva).

Tabela 6: Temeljni finančni kazalniki za primerljiva podjetja konec leta 2007

	% prihodkov		Št.	Sredstva Kapital		Dolg	Tržna
	Prihodki	v EU	zaposl.	Kapital	/ kapital	Kapitalizacija	
Whirlpool Corp. (ZDA)	13,2	20 %	73.682	9,5	2,7	0,5	4,0
Electrolux AB (Švedska)	11,1	42 %	56.898	7,0	1,7	0,7	3,6
Arcelik (Turčija)	3,7	41 %	16.722	3,8	1,2	2,1	1,9
Indesit Co SpA (Italija)	3,4	93 %	17.418	2,5	0,6	1,0	1,1
SEB SA (Francija)	2,9	76 %	13.048	2,4	0,9	0,8	2,1
De Longhi SpA (Italija)	1,5	77 %	7.113	1,6	0,6	0,8	0,6
Gorenje d.d.	1,3	96 %	11.410	1,0	0,4	0,9	0,6

Vir: Thompson IB Research, letna poročila družb, lastni izračuni 2008.

Electrolux in Whirlpool (še posebej po prevzemu Maytag-a) sta po velikosti veliko večji družbi od Skupine Gorenje, vendar pa analitiki (Publikum, Erste Bank AG) ocenjujejo, da sta zaradi zaključenega procesa prestrukturiranja po dobičkonosnosti primerljivi z Gorenjem. Družbi DeLonghi in Indesit delujeta na sorodnih regionalnih trgih, imata moderne proizvodne obrate in povečujeta proizvodno učinkovitost prek izgradnje proizvodnih obratov v tujini. Arcelik je tretji največji evropski proizvajalec gospodinjskih aparatov s sorodnim prodajnim asortimajem, močan konkurent pa je na trgih Jugovzhodne Evrope. Družba SEB SA se ukvarja predvsem s prodajo malih gospodinjskih aparatov, vendar je po velikosti primerljiva z Gorenjem.

Kazalnika Kapital / Prihodki in Kapital / EBITDA sem uporabil, da bi izločili vpliv financiranja, različnih finančnih vzvodov in različnih metod amortizacije. Kazalnik P/E je primeren predvsem za vrednotenje podjetij, kjer denarni tok in dobičku podjetja ne odstopata bistveno drug od drugega. Kazalnik P/B je zelo pogosto uporabljen v praksi zaradi enostavnosti uporabe in sem ga vključil zaradi same analize primerljivosti rezultatov z drugimi kazalniki.

Tabela 7: Tržni mnogokratniki in ocenjena vrednost Skupine Gorenje na dan 31. 12. 2007

	Borzna koda	Kapital / Prihodki	Kapital / EBITDA	P/E²⁶	P/B²⁷
Whirlpool Corp.	WHR	0,5	5,8	13,4	2,0
Electrolux AB	ELUX	0,3	4,4	10,0	4,3
Arcelik	ARCLK	0,3	4,9	13,9	1,5
Indesit Co SpA	IND	0,4	4,0	9,5	2,7
SEB SA	SEBF	0,9	8,0	15,1	2,4
De Longhi SpA	DLG	0,5	5,4	13,3	1,0
Mediana		0,45	5,15	13,35	2,20
Skupina Gorenje d.d.	GRVG	0,42	6,09	23,03	1,98
Premija (+) / Diskont (-)		-6,4 %	18,3 %	72,5 %	-9,9 %
Ocenjena vrednost celotnega kapitala v mio EUR		582,0	460,6	n/a	n/a
Zmanjšana za kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz financiranja		-311,4	-311,4		
Povečana za poslovno nepotrebno premoženje (kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe, presežna denarna sredstva)		+75,0	+75,0		
Zmanjšana za kapital manjšinskih lastnikov		-10,9	-10,9		
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala v mio EUR		334,7	213,3	315,9	595,1
Število delnic (brez lastnih): 12.846.658					
Ocenjena vrednost 1 delnice v EUR		26,1	16,6	24,6	46,3

Vir: Thompson IB, letna poročila družb, poročila borznih analitikov, lastni izračuni 2008.

Razlike med ocenjenimi vrednostmi podjetja s pomočjo tržnih mnogokratnikov razkrivajo slabosti te metode, saj je njihov razpon velik in močno odvisen od izbire ustreznega mnogokratnika. Na dan 31. 12. 2007 je znašal zaključni tečaj delnice Gorenja na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev € 42,01, kar je za slabih 10 % nižje od vrednotenja s pomočjo kazalnika P/B in na drugi strani več kot dva krat višje od vrednotenja s pomočjo kazalnika Kapital / EBITDA. Posamezne metode ocenjevanja vrednosti nam služijo kot pomoč pri ustvarjanju končne slike o oceni vrednosti in na zgoraj izračunane vrednosti podjetja izkazujejo tveganje, da je notranja vrednost podjetja nižja od trenutne vrednosti na organiziranem trgu.

3.3.3 Dividendno diskontni model

Za prikaz izračuna ocenjene vrednosti na podlagi DDM modela bomo uporabili predpostavko stalne rasti dividend v neskončnost. Kot izhaja iz Tabele št. 5, je v preteklih petih letih povprečna dividenda delničarjem Gorenja znašala približno 0,42 €. Uporaba DDM modela je smiselna za družbe, pri katerih je kapitalska struktura stabilna, sistematično tveganje se giblje

²⁶ P/E = lastniški kapital / čisti dobiček na delnico

²⁷ P/B = lastniški kapital / knjigovodska vrednost delnice

okrog vrednosti 1 ter predvsem za družbe katerih izplačila dividend pomenijo pretežni delež prostega denarnega toka delničarjem.

Glede na javno dostopne podatke znaša povprečni odstotek izplačil dividend za skupino primerljivih podjetij v panogi (za seznam podjetij glej Tabelo št. 6) 60,9 %. Dejstvo je, da v primeru Skupine Gorenje izplačila dividend pomenijo le slabih 20,7 % čistega dobička na delnico, zato uporaba Gordonovega model konstantne rasti pri ocenjevanju vrednosti ni najbolj smiselna. Model lahko dopolnimo tako da namesto dividende v ožjem pomenu besede upoštevamo tudi širše pojmovanje dividende v smislu vseh potencialnih izplačil delničarjem. Kot ustrezen približek lahko vzamemo tekoči čisti poslovni izid na delnico.

Spodnja tabela prikazuje izračun vrednosti 1 delnice in celotne vrednosti kapitala na podlagi obeh opredelitev.

Tabela 8: Vrednotenje Skupine Gorenje na podlagi DDM modela na 31. 12. 2007

	Osnovni model	Razširjeni model
D_0 (dividenda na enoto)	0,42 €	2,03 €
K_e (zahtevana stopnja donosa)	11,3 %	11,3 %
g (pričakovana stopnja rasti)	2,5 %	2,5 %
Ocenjena vrednost enote kapitala	4,9 €	23,6 €
Ocenjena vrednost kapitala (v mio EUR)	62,8	303,8
Dolg	+ 311,4	+ 311,4
Ocenjena vrednost podjetja	374,2	615,2

Vir: Letno poročilo 2007, lastni izračuni 2008.

Zahtevana stopnja donosa kapitala je bila izračunana v poglavju 3.3.4 in znaša 12,0 %. Na dolgi rok pričakovane tako visoke stopnje rasti kapitala ni vzdržno. Pričakovana stopnja stalne rasti znaša 3 % in pomeni oceno o dolgoročni rasti podjetja v skladu s predpostavko, da bo podjetje na dolgi rok dosegalo rast inflacije.

Po pričakovanjih je zaradi zgoraj omenjenih omejitev dividendno diskontnega modela ob uporabi ožjega pojmovanja dividend izračunana vrednost Gorenja popačena. Omejitve DDM bomo poskušali preseči z uporabo DCF modela v naslednji točki.

3.3.4 Metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov

3.3.4.1 Prosti denarni tok podjetju

Predpogoj za ocene prihodnjih denarnih tokov, ki so podlaga za uporabo metode DCF, so prilagoditve zgodovinskih podatkov v računovodskih izkazih proučevanega podjetja z namenom očiščenja izkazov morebitnih enkratnih dogodkov, ki bi bistveno popačili sliko. Čeprav zgodovinski podatki niso neposredna podlaga za napovedovanje prihodnjih denarnih tokov, nehote pomenijo »benchmark«, s pomočjo katerega lahko kritično preverimo smiselnost napovedi. Pri normalizaciji zgodovinskih podatkov sem izhajal iz konsolidiranih računovodskih izkazov Skupine Gorenje v letih 2005 do 2007. Napoved prihodnjih denarnih

tokov v obdobju 2008 do 2012 sem pripravil na podlagi javno dostopnih strateških planov Skupine, na podlagi javnih objav družbe (npr. prevzem družbe ATAG v letu 2008) in na podlagi lastnih predpostavk o razvoju panoge in podjetja. Za podrobnosti glej tabele s finančnimi podatki v prilogah št. 2, 3, 4 in 5.

3.3.4.2 Diskontna stopnja

V sklopu diplomskega dela prikazujemo praktični primer ocenjevanja vrednosti celotnega podjetja, zato bomo v skladu s teoretičnimi osnovami, opredeljenimi v poglavju št. 1.3.1.2. (t.i. model FCFF), za oceno diskontne stopnje uporabili tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala (WACC). Za izračun stroška lastniškega kapitala (K_e ; zahtevana stopnja donosa kapitala) sem uporabil predpostavke CAPM teorije.

Tabela 9: Ponazoritev izračuna WACC

R_f	4,55 %
β	1,1
$R_m - R_f$	6,0 %
K_e	11,3 %
R_d	4,95 %
t	20 %
K_d	4,0 %
$E / (E + D)$	60 %
WACC	8,3

Vir: Lastni izračuni 2008.

Ocena netvegane stopnje donosa (R_f):

V skladu s teorijo sem za osnovo ocene donosnosti netvegane naložbe izbrali donosnost državne obveznice, pri čemer sem za osnovo izbral obveznico z daljšo ročnostjo (t.j. nad 10 let). Pred vstopom v Evroobmočje v letu 2007 se v Sloveniji ni redno izračunaval in javno objavljala donos dolgoročne referenčne obrestne mere. Vzrokov za to je več in kot ugotavlja Grum (2006, str. 55) so poglaviti razlogi slabo razvit trg obveznic, pomanjkanje dolgoročnih inštrumentov in zelo nizka likvidnost na sekundarnem trgu. Od uvedbe Evra se za potrebe poročanja ECB redno objavlja stopnja donosa dolgoročne obrestne mere RS za potrebe EMU harmonizacije, ki je konec leta 2007 znašala 4,55 %.

Ocena bete z zadolženostjo (β):

Beta z zadolženostjo pomeni beto brez zadolženosti, ki sem jo prilagodil glede na ciljno kapitalsko sestavo Skupine Gorenje d.d. in efektivno davčno stopnjo.²⁸ Ciljno kapitalsko sestavo sem določil na podlagi analize primerljivih podjetij, kjer delež kapitala v celotnih obveznostih pomeni 30 %. Beto brez zadolženosti Gorenja, ki pomeni obseg sistematičnega tveganja ob financiranju brez dolga, sem izračunal kot mediano koeficientov β za izbrana

²⁸ β z zadolženostjo = β brez zadolženosti * $(1 + (1-t) * D / E)$, pri čemer D/E pomeni ciljno kapitalsko sestavo podjetja (ob tržnih vrednostih) = $0,73 * (1 + (1 - 0,2) * 0,4/0,6) = 1,12$

primerljiva podjetja iz Tabele št. 6 in znaša 0,73. Ustrezne podatke za primerljiva podjetja sem črpal iz publikacije Value Line Investment, veljavne ob koncu leta 2007.

Ocena tržne premije za tveganje ($R_m - R_f$):

Pri oceni ustrezne tržne premije za tveganje si pri ocenjevanju vrednosti slovenskih podjetij zaradi nedostopnosti zgodovinskih podatkov z dovolj dolgo časovno vrsto pomagamo z zgodovinskimi tržnimi podatki iz t.i. razvitih trgov. V praksi to pomeni trge ZDA in Zahodne Evrope. Ameriški borzni trg zajema časovno vrsto več kot 80 let (1926-2007), kjer se donosi gibljejo med 4 % in 10 %, pri čemer je izračunana standardna napaka za tako dolgo obdobje le 2,5 % (Damodaran, 2002, str. 161-164). Čeprav v osnovi velja, da tržne premije za tveganje ne moremo ocenjevati, izhajajoč iz preteklih podatkov za tuje trge, nam te ocene dajejo podlago, po kateri lahko s kritično presojo precenimo smiselnost njihove uporabe za slovensko podjetje. Tržni premiji za tveganje t.i. razvitega trga dodamo specifično državno tveganje na podlagi bonitetnih ocen in standardnega odklona donosnosti referenčne državne obveznice. Ob vsem tem se moramo zavedati tudi omejitve naše predpostavke, da je izpostavljenost Skupine Gorenje državnemu tveganju v Sloveniji premosorazmerno njeni izpostavljenosti vsem drugim tržnim tveganjem, ki jih izračunava beta (Damodaran, 2002, str. 166-170). V skladu z javno dostopnimi podatki na internetnih virih se ocenjena povprečna tržna premija za Slovenijo giblje med 5 % in 7 % oz. približno 1 odstotno točko nad tržno premijo na razvitih trgih.

Ocena efektivne obrestne mere dolga (R_d):

Efektivno obrestno mero dolga sem izbral na podlagi podatkov o obrestnih merah podjetja, razkritih v letnem poročilu Skupine Gorenje za leto 2007. Več kot 90 % finančnih obveznosti je bilo konec leta 2007 nominiranih v evrih. Pri tem je bila pri slabih 60 % finančnih obveznostih obrestna mera stalna, preostanek pa je bil izpostavljen rasti referenčne obrestne mere Euribor. Povprečna dolgoročna obrestna mera ob koncu leta 2007 je znašala 4,15 %, povprečna kratkoročna obrestna mera pa 5,70 %. Razmerje med kratkoročnimi in dolgoročnimi obveznostmi je malenkost v prid kratkoročnim obveznostim, zato ocenjujemo efektivno obrestno mero dolga v višini 4,95 %.

Ocena mejne davčne stopnje (t):

Pri oceni mejne davčne stopnje sem izhajal iz efektivne davčne stopnje ob koncu leta 2007 in jo privzel kot pričakovano davčno stopnjo v prihodnjih obdobjih. Nominalna davčna stopnja za leto 2008 je v skladu Zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2, Uradni list RS, 97. člen) znašala 22 % in se bo postopoma zniževala do leta 2010, ko bo znašala 20 %. Glede na to, da je znašala efektivna davčna stopnja Skupine Gorenje v letih 2006 in 2007 približno 19,5 %, menimo da je za potrebe našega modela ocenjevanja vrednosti sprejemljiva dolgoročna stopnja 20 %.

Ocena ciljne kapitalske sestave:

Izhajamo iz predpostavke, da se ciljna kapitalska sestava na dolgi rok približuje strukturi zadolženosti panoge, v kateri deluje podjetje. Zadolženost ocenjevanega podjetja, ki je različna od ciljne kapitalske sestave, pomeni neoptimalno vrednost za delničarje. Čeprav želimo v naši oceni vrednosti Skupine Gorenje prikazati oceno z vidika malega investitorja, ki ima zanemarljiv vpliv na poslovne odločitve o kapitalski sestavi, izhajamo iz predpostavke, da se bo na dolgi rok Skupina Gorenje po svoji kapitalski sestavi približala povprečju panoge proizvajalcev bele tehnike. Na podlagi podatkov o primerljivih podjetjih v panogi ocenjujemo, da znaša pri ciljni kapitalski sestavi po tržnih cenah razmerje med dolgom in kapitalom 0,67 (40 % dolg in 60 % kapital).

3.3.4.3 Preostala vrednost

Pri izračunavanju preostale vrednosti izhajamo iz formule, opisane v poglavju 1.3.1.2. Pomemben je predvsem izračun normaliziranega denarnega toka, ki ga pričakujemo v neskončnosti. Za diskontno stopnjo izberemo že izračunani WACC, za stopnjo dolgoročne rasti pa privzamemo pričakovano inflacijo na dolgi rok v višini 2,5 %.

$$VR_{PV} = \frac{CF_{PV} * (1 + g)}{(k - g)} = \frac{€47.6 * (1 + 0,025)}{(0,083 - 0,025)} = €834.0 \text{ milijonov}$$

Izračunano preostalo vrednost diskontiramo na vrednost konec leta 2007, da dobimo diskontirani denarni tok preostale vrednosti v višini € 582,3 milijonov.

3.3.4.4 Izračun notranje vrednosti podjetja

Ob diskontiranju pričakovanih bodočih denarnih tokov v obdobju 2008 – 2012 in ocenjene preostale vrednosti podjetja (PV) ter upoštevanju drugih zgornjih predpostavk znaša notranja vrednost celotnega podjetja Gorenje po DCF metodi €735,5 milijonov.

Ob upoštevanju tržne vrednosti dolga znaša izračunana notranja vrednost lastniškega kapitala podjetja €424.0 milijonov, kar znaša €33,0 na enoto lastniškega kapitala. Če ocenjeno vrednost enote kapitala primerjamo s ceno delnice na borzi konec leta ugotovimo, da je vrednost na borzi višja za več kot 27 %. Preden lahko podamo našo oceno o morebitni precenjenosti delnice Gorenja ob koncu leta 2007, v naslednjem poglavju še enkrat primerjamo rezultate različnih metod vrednotenja uporabljenih v tem diplomskem delu.

3.4 KRITIČNA PRIMERJAVA REZULTATOV

Praktični del diplomskega dela zajema le izbrane modele ocenjevanja vrednosti, saj bi obravnava vseh modelov presegala namen in obseg tega besedila. Tabela 10 prikazuje ocenjene vrednosti podjetja in ocenjene vrednosti enote lastniškega kapitala:

Tabela 10: Ocenjene vrednosti podjetja Gorenje po vrsti metode vrednotenja na 31. 12. 2007

Metoda vrednotenja	Vrednost podjetja (v milijonih €)	Vrednost enote lastniškega kapitala (v €)
Prilagojena knjigovodska vrednost	999,1	53,5
Tržni mnogokratniki	min 460,6 max 582,0	min 16,6 max 46,3
DDM	min 374,2 max 615,2	min 4,9 max 23,6
DCF	735,5	33,0

Vir: Lastni izračuni 2008.

Kot je razvidno iz zgornje tabele, je razpon ocen vrednosti podjetja razmeroma velik, in sicer od € 374,2 milijonov do € 999,1 milijonov. Če te ocene notranje vrednosti primerjamo s tržnimi vrednostmi Gorenja glede na gibanje tečaja delnice Gorenja ob koncu leta 2007, ugotovimo da so naše ocene nekoliko nižje od ceno na trgu ponudbe in povpraševanja, kar bi v grobem pomenilo da ocenjujemo precenjenost delnice in bi lahko svetovali držanje delnic v posesti oziroma prodajo v primeru negativnih gibanj na trgu.

Izvorni problem vseh zgornjih metod vrednotenja je v tem, da temeljijo nekatere od njih izključno na analizi bilance stanja, druge na izkazu poslovnega izida, nekatere na zgodovinskih podatkih, druge na subjektivnih ocenah o prihodnjih pričakovanih donosih. Z vidika teorije se zdi najbolj primerna izbira DCF metode vrednotenja, saj vrednost podjetja izhaja iz zmožnosti podjetja, da bo ustvarjalo denar za upnike in lastnike.

Zanesljivost rezultatov ocenjevanja vrednosti je potrebno presojati tudi v luči izbire časovnega trenutka vrednotenja, ki je zelo pomemben dejavnik procesa vrednotenja. Diplomsko delo prikazuje teoretični izračun vrednosti podjetja ob zaključku leta 2007 z vidika takrat dostopnih informacij o pričakovanih in bodočem poslovanju Skupine Gorenje. Izbira presečnega datuma vrednotenja je pomembna v luči razumevanja perspektive ocenjevanja vrednosti, saj vse naknadno objavljene informacije niso vključene v dinamični model vrednotenja. Potrebno se je torej zavedati, da bi informacije objavljene tekom leta 2008, zelo pomembno vplivale na pričakovanja ključne predpostavke modelov vrednotenja. Takšne dogodke v primeru družbe Gorenje predstavlja na primer prevzem nizozemskega proizvajalca bele tehnike ATAG, odlog odprodaje državnega lastništva za nedoločen čas,

povečevanje udeležbe managementa v lastništvu, svetovna finančna kriza in recesija na trgih EU in Vzhodne Evrope.

Kot zanimiva se izkaže primerjava z napovedmi in priporočili borznih analitikov, ki redno spremljajo poslovanje družbe in javno objavljajo svoje ciljne ocene vrednosti. Analitiki za ocenjevanje vrednosti uporabljajo metodo DCF in ob koncu leta 2007 je naš ocena zelo blizu ocenama dveh analitikov.

Tabela 11: Ciljne ocene vrednosti delnice GRVG in priporočila borznih analitikov²⁹

Analitik	30. 9. 2007	31. 12. 2007	30. 6. 2008
Raiffeisen Centrobank AG	44,0 drži	33,9 drži	37,0 drži
Erste Bank AG	43,7 drži	49,0 kupi	43,9 kupi
Publikum	41,5 kupi	34,4 kupi	27,5 kupi
Zaključni borzni tečaj GRVG	48,2	42,0	33,8

Vir: Thompson IB Research, 2008.

V prvih šestih mesecih leta 2008 je tečaj delnice Gorenja dne vztrajno padal³⁰ in se dne 30. 6. ustalil na ravni € 34, ki predstavlja našo oceno notranje vrednosti v skladu z DCF metodo vrednotenja glede na datum vrednotenja 31. 12. 2007. Juniju je sledil zlom borznega trga v luči svetovne finančne krize in tečaj Gorenja se je ob koncu leta 2008 gibal že na ravneh pod € 15, vendar v tem pogledu ni odstopal od gibanja tečajev konkurentov na drugih svetovnih borzah.

²⁹ Ocene borznih analitikov niso povsem primerljive med seboj, saj so bile izračunane na različne dneve vrednotenja. Za izhodišče primerljivosti sem določil dostopnost javno objavljenih podatkov (letna, polletna, četrletna poročila na LJSE) iz katerih so izhajali borznih analitiki.

³⁰ Za gibanje vrednosti delnice Gorenja v letih 2005 – 2008 glej prilogo št. 7.

SKLEP

Z besedilom tega diplomskega dela sem poizkušal bralcu prikazati prednosti in slabosti različnih metod ocenjevanja vrednosti na osnovi praktičnega primera iz lokalnega gospodarskega okolja. Želel sem predvsem opozoriti na ključna vprašanja s katerimi se sooča ocenjevalec, kadar ocenjuje vrednost podjetja na osnovi javno dostopnih informacij. Narava raziskovalnega dela je, da vprašanja porajajo vedno nova vprašanja in iskanje njihovih odgovorov bi močno presegalo obseg tega besedila. Tako bi na primer veljalo praktični del prikaza razširiti z uporabo modela realnih opcij, vendar bi bil z vidika temeljnega izhodišča tega diplomskega dela (t.j. omejenost javno dostopnih informacij) takšen izračun manj smiseln.

Razpršenost rezultatov vrednotenja v tretjem poglavju dobro ponazarja enega temeljnih problemov, s katerim se sooča ocenjevalec vrednosti podjetja – t.j. problem izbire »prave« metode za izračun »resnične« vrednosti podjetja. Vendar, kot ugotavlja že Damodaran (2002, str. 1-2), vrednotenje podjetja nikoli ne more biti popolnoma točno. Poleg tega je potencialni donos, oziroma razlika med ocenjeno in dejansko vrednostjo, največji ravno v primeru ko je vrednotenje najmanj natančno oz. najbolj odstopa od dejanske vrednosti.

Pri vrednotenju podjetja je torej neizogibno prisoten velik delež subjektivnosti, ki ga ne zmanjšuje niti večja kompleksnost modelov vrednotenja. Čim bolj je model matematičen, tem več vnosnih podatkov in predpostavk zahteva. To potem povečuje zahteve po razumevanju spremenljivk in vključuje veliko subjektivnih ocen o njihovi medsebojni povezanosti. Hkrati velja, da večje število dostopnih informacij povečuje možnosti za pripravo kvalitetnejšega modela in podprtost rezultatov z manjšo mero pristranskosti. Tako so na primer javno objavljene informacije s katerimi svoj model podpira mali vlagatelj zelo omejene in poročajo o preteklih dogodkih z velikim časovnim zamikom. Na drugi strani ima večinski lastnik družbe ali pa uprava družbe veliko bolj kvalitetne neposredne informacije o poslovanju družbe in lahko svoje ocene vrednosti lažje utemelji. Skratka v osnovi velja, da model vrednotenja omogoča izračun tako kvalitetnih rezultatov kot so kvalitetni temeljni podatki.

Kaj kmalu se hote ali nehote soočimo z dejstvom, da vrednotenje sredstev pravzaprav ne more biti iskanje edine pravilne vrednosti. Namreč vsa vrednotenja so pristranska in bolj pomembni postaneta vprašanja kako močan je vpliv te subjektivnosti in v kateri smeri popači vrednost podjetja. V praksi o tem pogosto odloča predvsem vrsta naročnika ter način in višina plačila ocenjevalcu vrednosti. V takšnih primerih naj bralca vodijo določila, ki zadevajo ključna etična vprašanja in jih opredeljuje Kodeks vedenja v sklopu Mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti.

LITERATURA IN VIRI

1. Barker, R. (2001). *Determining Value: Valuation Models and Financial Statements*. London: Prentice Hall.
2. Bierman H. & Smidt S. (1993). *Capital Budgeting Decision*. (8th ed.) Upper Saddle River: Prentice Hall.
3. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (1996). *Investments*. (3rd ed.) Boston: Irwin/McGraw-Hill.
4. Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2000). *Principles of Corporate Finance*. (6th ed.) Boston: Irwin/McGraw-Hill.
5. Brigham, E. F. & Daves P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*. (8th ed.) Masson: South-Western.
6. Copeland, T., Koller T. & Murrin J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (3rd ed.) New York: John Wiley & Sons.
8. Četrletna poročila borznih analitikov in letna poročila javnih delniških družb (Whirlpool Corp., Electrolux AB, Arcelik, Indesit Co SpA, SEB SA, De Longhi SpA). Najdeno 5. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://research.thomsonib.com/gaportal/ga.asp>.
8. Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation*. Najdeno 1. novembra 2005 na spletnem naslovu: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/darkside.htm
9. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
10. Dimc, G. (2005). *Merjenje uspešnosti poslovanja po konceptu EVA v podjetju poslovno sistem Cimos Tam avtomobilska industrija*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
11. Dittmar, A. (2000). *Corporate Financial Analysis: Student Revision Book*. Bloomington: KSB Indiana University Press.
12. Dolgoročne obrestne mere po konvergenčnem kriteriju, druge finančne statistike. Najdeno 1. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/financni-podatki.asp?MapaId=138>.

13. Fernandez, P. (2004). *Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations*. Madrid: IESE Business School.
14. Grant, J. (2003). *Foundations of Economic Value Added*. (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
15. Grum, A. (2006). Razvitost slovenskega trga dolžniškega kapitala in ocenitev krivulje donosnosti. *Poročilo o finančni stabilnosti: strokovni prispevki s področja finančne stabilnosti maj 2006* (str. 53-73). Ljubljana: Banka Slovenije.
16. Helfert, E. A. (2000). *Techniques of Financial Analysis: a guide to value creation* (10th ed.) Boston: Irwin/McGraw-Hill.
17. Hierarhija standardov ocenjevanja vrednosti. (2004). *Slovenski inštitut za revizijo*. Najdeno 1. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/pravila_stroke.php.
18. Informacije o trgovanju z delnico GRVG na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Najdeno 15. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si>.
19. Javne objave izdajateljev na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Najdeno 11. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>.
20. Letna in medletna poročila, strateški načrt Skupine Gorenje d.d. Najdeno 17. novembra 2008 na spletnem naslovu http://www.gorenjegroup.com/si/odnosi_z_investitorji.
21. Mauboussin, M. J. (1999). *Get Real: Using Real Options in Security Analysis*. New York: CSFB.
22. *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2007* (8. izd.) London: International Valuation Standards Committee. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu: <http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/dokumenti/MSOV-2007-SLO.pdf>
23. Mednarodni standardi računovodskega poročanja (2008). *Uradni list ES*. (L320, 29. november 2008).
24. Modeli vrednotenja, beta koeficienti, premije tveganja, ValueLine baza podatkov. Najdeno 5. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.
25. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

26. Mramor, D. (2000). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
27. Penman, S. H. & Sougiannis, T. (1996). *A Comparison of Dividend, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation*. Working paper. Berkeley: University of California.
28. Pratt, S. P. (2001): *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. (4th ed.) Boston: McGraw-Hill.
29. Pravila stroke sekcije ocenjevalcev vrednosti pri Slovenskem inštitutu za revizijo. Najdeno 1. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/pravila_stroke.php.
30. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
31. Schilit, H. M. (2002). *Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports*. (2nd ed.) Boston: McGraw-Hill.
32. Slovenski poslovnofinančni standardi za ocenjevanje vrednosti. (2003). *Slovenski inštitut za revizijo. Uradni list RS*. (št. 56/2001, 6. julij 2001).
33. Young, D. S. & O'Byrne S. F. (2000). *EVA and Value-Based Management: A practical Guide to Implementation*. Singapore: McGraw-Hill.
34. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. (2006). *Uradni list RS*. (št. 117/2006, 16. november 2006).
35. Zakon o gospodarskih družbah. (2008). *Uradni list RS*. (št. 42/2006, 60/2006, 10/2008 in 68/2008, 8. julij 2008).
36. Zakon o revidiranju. (2008). *Uradni list RS*. (št. 11/2001 in 65/2008, 30. junij 2008).

PRILOGE

KAZALO

PRILOGA 1: Terminološki slovar	II
PRILOGA 2: Konsolidirani izkaz poslovnega izida Skupine Gorenje d.d. (2005 – 2007)	III
PRILOGA 3: Konsolidirana bilanca stanja Skupine Gorenje d.d. (2005 – 2007)	IV
PRILOGA 4: Napovedi konsolidiranega izkaza poslovnega izida (2008 – 2012)	V
PRILOGA 5: Napovedi denarnih tokov (2008 – 2012) in preostala vrednost	VI
PRILOGA 6: Analiza občutljivosti ocene vrednosti podjetja in enote lastniškega kapitala podjetja glede na spremembe WACC in dolgoročne stopnje rasti (g)	VII
PRILOGA 7: Gibanje delnice GRVG v letih 2005 – 2008	VIII

PRILOGA 1: Terminološki slovar

American Society of Appraisers (ASA)	ameriško združenje ocenjevalcev vrednosti
Arbitrage pricing theory	teorija uravnoteženega določanja stroškov kapitala
Asset-based approach	na sredstvih temelječ način
Book value	knjigovodska vrednost
Business Valuation Standards (BVS)	standardi ocenjevanja vrednosti podjetij
Capital Asset Pricing Model (CAPM)	model za določanje zahtevane donosnosti naložbe (kapitala)
Capital structure	kapitalska sestava
Discount for lack of control	odbitek oz. diskont za neobvladljivost
Dividend discount model (DDM)	dividendno diskontni model oz. model stalnih dividend
Dividend growth model (DGM)	model stalne stopnje rasti dividend
Earnings before Interest and Taxes (EBIT)	dobiček iz poslovanja
Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)	dobiček iz poslovanja pred amortizacijo
Economic Value Added (EVA)	ekonomska dodana vrednost
Equity risk premium	pribitek oz. premija za kapitalsko tveganje
Fair value	poštena vrednost
Going concern value	vrednost delujočega podjetja
Income approach	na donosu temelječ način
International valuation Standards (IVS)	Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti
International Valuation Standards Committee (IVSC)	Komisija za mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti
Intrinsic value	notranja vrednost
Investment value	vrednost za naložbenika
Levered beta	beta z zadolženostjo
Liquidation or forced sale value	likvidacijska vrednost
Management Buy-Out (MBO)	menedžerski odkup
Market approach	način na podlagi tržnih primerjav
Market multiple	tržni mnogokratnik
Market value	tržna vrednost
Market value added (MVA)	tržna dodana vrednost
Minority discount	odbitek oz. diskont za manjšinski delež
Net book value	knjigovodska vrednost podjetja
Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT)	čisti dobiček iz poslovanja zmanjšan za prilagojene davke
Rate of return	mera donosa
Required rate of return	zahtevana mera donosa
Residual value	preostala vrednost
Risk-free rate	netvegana mera donosa
Salvage value	vrednost ostanka
Special value	posebna vrednost
Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)	enotni standardi strokovnega ocenjevanja vrednosti
Unlevered beta	beta brez zadolženosti
Weighted average cost of capital (WACC)	tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala
Working capital	obratni kapital

PRILOGA 2: Konsolidirani izkaz poslovnega izida Skupine Gorenje d.d. (2005 – 2007)*v tisoč €*

	2005	2006	2007
Prihodki od prodaje	1.014.676	1.111.056	1.293.438
Sprememba vrednosti zalog	8.052	6.167	5.170
Drugi poslovni prihodki	16.690	16.875	25.365
Skupaj poslovni prihodki	1.039.418	1.134.097	1.323.973
Stroški materiala blaga in storitev	(768.496)	(851.594)	(1.004.764)
Nabavna vrednost prodanega blaga	(166.113)	(222.427)	(249.106)
Stroški materiala	(449.936)	(478.028)	(562.073)
Stroški storitev	(138.383)	(135.750)	(174.660)
Stroški rezervacij za prodajne garancije	(14.064)	(15.389)	(18.925)
Stroški dela	(181.007)	(186.033)	(208.553)
Drugi poslovni odhodki	(14.166)	(16.065)	(21.212)
Skupaj poslovni odhodki	(963.668)	(1.053.692)	(1.234.529)
EBITDA	75.749	80.405	89.444
Amortizacija	(48.793)	(49.582)	(53.211)
EBIT	26.956	30.823	36.233
Finančni prihodki	16.989	19.851	26.306
Finančni odhodki	(20.129)	(22.829)	(33.139)
EBT	23.816	27.845	29.400
Davek iz dobička	(2.447)	(5.527)	(5.736)
Čisti dobiček	21.369	22.317	23.664

Vir: Letna poročila 2004 – 2007, lastni izračuni, 2008.

PRILOGA 3: Konsolidirana bilanca stanja Skupine Gorenje d.d. (2005 – 2007)*v tisoč €*

	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
SREDSTVA			
Dolgoročna sredstva			
Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR	23.449	22.833	25.094
Opredmetena osnovna sredstva	329.076	352.636	384.791
Dolgoročna finančne naložbe in naložbene nepremičnine	20.973	24.493	29.403
Odložene terjatve za davek	7.588	9.009	9.406
Skupaj dolgoročna sredstva	381.086	408.971	448.694
Kratkoročna sredstva			
Denarna sredstva	10.639	9.046	17.684
Sredstva za prodajo	-	423	1.062
Zaloge	170.082	192.702	217.471
Kratkoročne poslovne terjatve	212.466	242.866	255.718
Kratkoročne finančne naložbe	22.837	21.621	27.901
Druga kratkoročna sredstva in AČR	18.958	28.982	31.185
Skupaj kratkoročna sredstva	434.982	495.639	551.021
Skupaj sredstva	816.068	904.610	999.715
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV			
Kapital			
Kapital večinskih lastnikov	245.101	254.433	350.985
Kapital manjšinskih lastnikov	244.251	254.183	340.127
	850	250	10.858
Dolgoročne obveznosti			
Rezervacije in dolgoročne PČR	57.336	56.361	60.370
Dolgoročne finančne obveznosti	120.253	141.122	145.102
Dolgoročne poslovne obveznosti	223	293	-
Odložene obveznosti za davek	1.018	2.471	3.211
Skupaj dolgoročne obveznosti	178.830	200.247	208.683
Kratkoročne obveznosti			
Kratkoročne finančne obveznosti	139.436	173.561	166.340
Kratkoročne poslovne obveznosti	196.398	227.526	220.261
Druge kratkoročne obveznosti in kratkoročne PČR	56.303	48.843	53.446
Skupaj kratkoročne obveznosti	392.137	449.930	440.047
Skupaj obveznosti do virov sredstev	816.068	904.610	999.715

Vir: Letna poročila 2004 – 2007, lastni izračuni, 2008.

PRILOGA 4: Napovedi konsolidiranega izkaza poslovnega izida (2008 – 2012)

v tisoč €

	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	1.327.700	1.402.400	1.460.276	1.520.541	1.583.293
Drugi poslovni prihodki	117.000	127.000	105.000	85.000	45.000
Skupaj poslovni prihodki	1.444.700	1.529.400	1.565.276	1.605.541	1.628.293
Stroški materiala blaga in storitev	(1.050.000)	(1.142.700)	(1.176.981)	(1.214.644)	(1.240.152)
Stroški dela	(232.700)	(237.354)	(242.101)	(246.943)	(251.882)
Drugi poslovni odhodki	(16.000)	(12.000)	(16.000)	(15.000)	(16.000)
Skupaj poslovni odhodki	(1.298.700)	(1.392.054)	(1.435.082)	(1.476.587)	(1.508.034)
EBITDA	146.000	137.346	130.194	128.954	120.259
Amortizacija	(57.000)	(59.000)	(59.590)	(60.186)	(60.788)
EBIT	89.000	78.346	70.604	68.768	59.472
Finančni prihodki	32.176	33.549	31.321	33.201	35.193
Finančni odhodki	(52.753)	(56.098)	(44.108)	(48.519)	(53.371)
EBT	68.423	55.797	57.818	53.450	41.293
Davek iz dobička	(7.100)	(7.500)	(11.564)	(10.690)	(8.259)
Čisti dobiček	61.323	48.297	46.254	42.760	33.035
<i>Davčna stopnja</i>	<i>20,00 %</i>	<i>20,00 %</i>	<i>20,00 %</i>	<i>20,00 %</i>	<i>20,00 %</i>
<i>Realna letna rast poslovnih prihodkov (%)</i>	<i>9,1 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>2,6 %</i>	<i>1,4 %</i>
<i>EBITDA / Poslovni prihodki (%)</i>	<i>10,1 %</i>	<i>9,0 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>7,4 %</i>
<i>EBIT / Poslovni prihodki</i>	<i>6,2 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>3,7 %</i>
<i>EBT / Poslovni prihodki</i>	<i>4,7 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>2,5 %</i>
<i>Dobiček / Poslovni prihodki (%)</i>	<i>4,2 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>2,7 %</i>	<i>2,0 %</i>

Vir: Lastni izračuni, 2008.

PRILOGA 5: Napovedi denarnih tokov (2008 – 2012) in preostala vrednost

v tisoč €

	2008	2009	2010	2011	2012	TV
EBIT	89.000	78.346	70.604	68.768	59.472	-
Davčni učinek	(17.800)	(15.669)	(14.121)	(13.754)	(11.894)	-
EBIT po popravku za davek	71.200	62.677	56.483	55.014	47.577	-
Amortizacija	57.000	59.000	59.590	60.186	60.788	-
Sprememba v obratnem kapitalu	(20.100)	(9.000)	(15.000)	(11.000)	(13.000)	-
Investicije	(62.000)	(66.000)	(70.000)	(70.700)	(71.407)	-
Prosti denarni tok podjetju (FCFF)	46.100	46.677	31.073	33.500	23.958	48.767
Diskontna stopnja	8,34 %	8,34 %	8,34 %	8,34 %	8,34 %	8,34 %
Diskontni faktor	0,96	0,89	0,82	0,76	0,70	0,70
Kumulativni diskontirani FCFF	44.290	85.682	111.116	136.426	153.133	735.451

Ocena preostale vrednosti (TV)

Prosti denarni tok podjetju v neskončnosti	48.767
Dolgoročna stopnja rasti (g)	2,50 %
WACC	8,34 %
Preostala vrednost (diskontirano)	582.318

Ocenjena vrednost podjetja	735.451
Dolg	311.442
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	424.009
št. delnic (brez lastnih delnic) na 31. 12. 2007	12.847
Ocenjena vrednost enote lastniškega kapitala	33,0

Vir: Lastni izračuni, 2008.

PRILOGA 6: Analiza občutljivosti ocene vrednosti podjetja in enote lastniškega kapitala podjetja glede na spremembe WACC in dolgoročne stopnje rasti (g)

Analiza občutljivosti izračuna vrednosti podjetja

v mio €

EV		<i>g</i>				
		-1,0 o.t.	-0,5 o.t.	-	+0,5 o.t.	+1,0 o.t.
WACC	-1,0 o.t.	757,3	816,8	888,6	977,0	1.088,4
	-0,5 o.t.	696,9	746,3	804,8	875,5	962,5
	-	645,5	686,9	735,5	793,1	862,6
	+0,5 o.t.	601,1	636,3	677,1	724,9	781,6
	+1,0 o.t.	562,4	592,7	627,4	667,5	714,5

Vir: Lastni izračuni, 2008.

** o.t. pomeni spremembo v odstotnih točkah*

Analiza občutljivosti izračuna vrednosti enote lastniškega kapitala podjetja

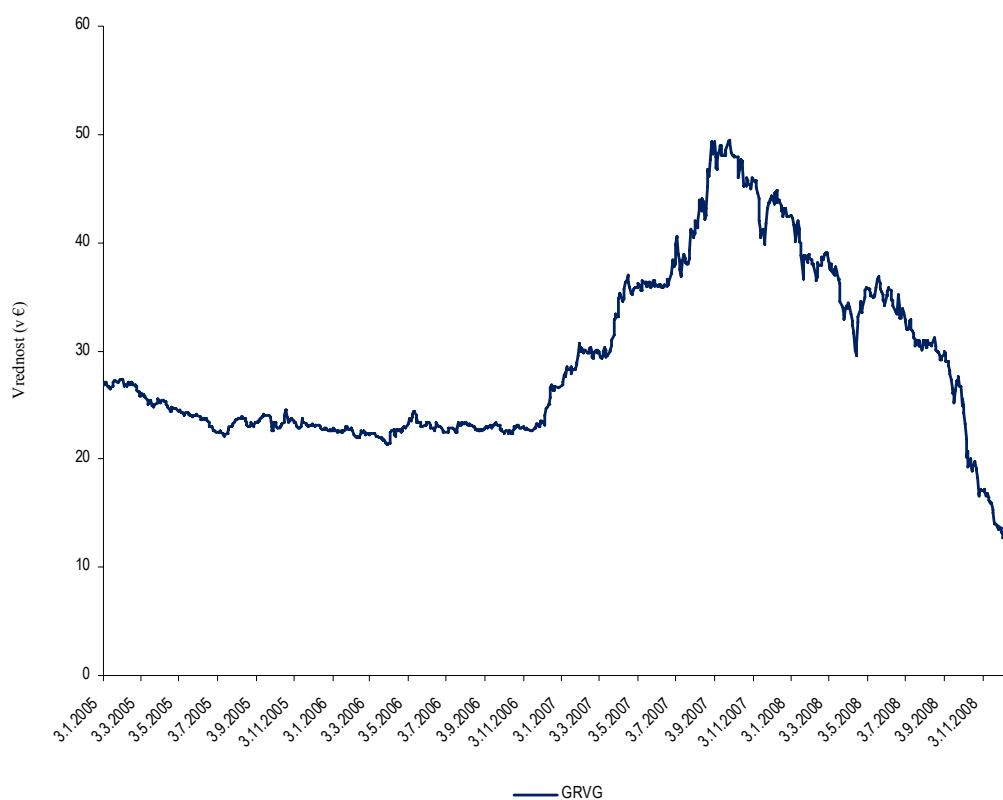
v €

EqV		<i>g</i>				
		-1,0 o.t.	-0,5 o.t.	-	+0,5 o.t.	+1,0 o.t.
WACC	-1,0 o.t.	34,7	39,3	44,9	51,8	60,5
	-0,5 o.t.	30,0	33,8	38,4	43,9	50,7
	-	26,0	29,2	33,0	37,5	42,9
	+0,5 o.t.	22,5	25,3	28,5	32,2	36,6
	+1,0 o.t.	19,5	21,9	24,6	27,7	31,4

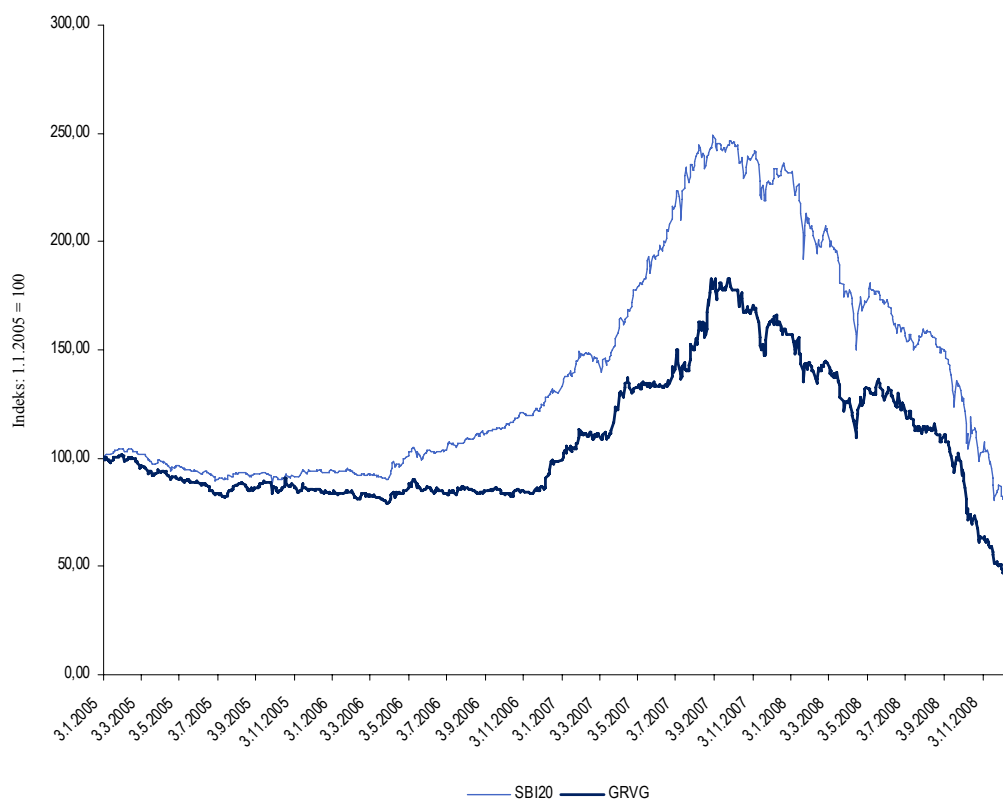
Vir: Lastni izračuni, 2008.

** o.t. pomeni spremembo v odstotnih točkah*

PRILOGA 7: Gibanje delnice GRVG v letih 2005 – 2008



Vir: www.ljse.si, lastni izračuni, 2008.



Vir: www.ljse.si, lastni izračuni, 2008.