

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MARJA MILIĆ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
OCENJEVANJE VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE



Ljubljana, oktober 2009

MARJA MILIĆ

IZJAVA

Študent/ka MARJA MILIĆ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom doc. dr. ALJOŠE VALENTINČIČA, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 1. oktober 2009 _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 BLAGOVNA ZNAMKA: VLOGA IN RAZLIČNI POGLEDI NANJO	2
1.1 Vloga blagovne znamke za porabnika in podjetje.....	3
1.2 Upravljanje blagovnih znamk.....	4
1.2.1 Vrednost blagovne znamke in lastniški kapital blagovne znamke	5
1.3 Pogled na blagovne znamke	6
1.4 Razlogi za ocenjevanje vrednosti blagovne znamke	7
1.4.1 Težave povezane z vrednotenjem blagovnih znamk	8
2 VREDNOTENJE BLAGOVNIH ZNAMK.....	8
2.1 Pregled modelov vrednotenja blagovnih znamk	9
2.1.1 Poslovno-finančni modeli	9
2.1.1.1 Blagovna znamka kot računovodska kategorija in praksa v Sloveniji.....	17
2.1.2 Vedenjski modeli	18
2.1.3 Kombinirani modeli	24
3 OCENA VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE FINANCE.....	29
3.1 Vrednotenje podjetja Časnik Finance.....	30
3.1.1 Opis podjetja	30
3.1.2 Pregled preteklega poslovanja podjetja	31
3.1.3 Ocena prihodnjih denarnih tokov in vrednosti podjetja.....	33
3.2 Vrednotenje blagovne znamke Finance.....	36
3.2.1. Ocena blagovne znamke Finance z metodo Simon in Sullivanove	36
3.2.2 Ocena blagovne znamke Finance z licenčnim modelom.....	37
3.2.2. Hipotetična ocena blagovne znamke Finance z Interbrandovim modelom	40
SKLEP.....	44
LITERATURA IN VIRI	46
PRILOGA	
SLOVAR	

UVOD

Blagovna znamka ne pomeni le znaka ali simbola, s katerim prepoznamo ali ločimo izdelke in storitve podjetij, pač pa se vse bolj prepoznava kot ključno premoženje podjetja. Močne in prepoznavne znamke krojijo dobičke podjetij. Zato postaja vrednost blagovnih znamk vse bolj pomembna v očeh lastnikov, menedžerjev in skrbnikov blagovnih znamk.

Glede na to, da obstajajo različni načini, metodologije in modeli vrednotenja blagovnih znamk je namen diplomske naloge, da ugotovim, kakšne so njihove prednosti in pomanjkljivosti. Ker so prednosti in pomanjkljivosti določenih modelov najbolj očitne na praktičnem primeru, sem se odločila, da ocenim vrednost blagovne znamke Finance, ki sodi pod okrilje časopisno založniške hiše Časnik Finance.

Cilj diplomske naloge je, da na podlagi treh različnih pristopov oziroma obstoječih modelov kvantitativno ocenim vrednost blagovne znamke Finance. Odločila sem se, da blagovno znamko Finance ocenim z modeli, ki so največkrat omenjeni oziroma izpostavljeni. Prvi je model Simon in Sullivan, ki sodi med enostavnejše modele in je pogosto uporabljen tudi med nekaterimi slovenskimi menedžerji. Drugi je licenčni model, ki se pogosto uporablja v svetovni praksi. Oba modela sodita med poslovno-finančne modele. Tretji model, po katerem izračunam vrednost blagovne znamke Finance je Interbrandov model, ki velja za enega bolj izpostavljenih kombiniranih modelov in po katerem ameriški tednik Business Week sestavlja enkrat letno lestvico najvrednejših svetovnih blagovnih znamk.

V diplomski nalogi se sprašujem, zakaj je pomembno ocenjevanje vrednosti blagovnih znamk ter katera metodologija da najbolj ustrezno oceno vrednosti. Teza diplomske naloge je: poslovno-finančni in vedenjski modeli so pomanjkljivi pri razumevanju in vrednotenju blagovne znamke, zato je mogoče celovito ovrednotiti in upravljati z blagovno znamko zgolj s kombiniranjem obeh pristopov, torej s kombiniranimi modeli.

V prvem poglavju ugotavljam, kakšna je vloga blagovne znamke in različne poglede nanjo. Na kratko obrazložim kaj sploh je blagovna znamka, kakšna je njena vloga za porabnika in lastnika oziroma podjetje ter kako upravljati z blagovnimi znamkami. Preden se lotim ocenjevanja vrednosti blagovne znamke, predstavim razloge za ugotavljanje vrednosti blagovne znamke ter težave povezane s tem. Ker obstaja več različnih modelov vrednotenja blagovnih znamk, jih v drugem poglavju razdelim na tri dele in jih predstavim s poslovno-finančnimi modeli, vedenjskimi modeli in kombiniranimi modeli. Znotraj teh modelov predstavim tudi posamezne metodologije, njihove prednosti in pomanjkljivosti. V tretjem poglavju prikažem izračune vrednosti blagovne znamke po treh različnih pristopih na primeru blagovne znamke Finance.

1 BLAGOVNA ZNAMKA: VLOGA IN RAZLIČNI POGLEDI NANJO

Definicij, ki povedo kaj je blagovna znamka, je veliko. Nastale so kot posledica različnih vidikov in filozofij. Blagovna znamka je lahko opredeljena z vidika njenega lastnika in/ali kupca, včasih pa tudi glede na namen in opisne značilnosti.

Kotler (1998, str. 444) pravi, da je blagovna znamka »ime, izraz, simbol, oblika ali kombinacija vsega naštetega, namenjena prepoznavanju izdelka ali storitve prodajalcev in razlikovanju izdelkov ali storitev od konkurenčnih.« Torej, z blagovno znamko naj bi se prepoznavalo izdelke in/ali storitve določenega proizvajalca, ki hkrati kupcem izdelkov in storitev obljublja določene koristi. Podobno pravi tudi Aaker (1991, str. 7): »Blagovna znamka je ime ali simbol kot sta logotip ali embalaža, s katerimi identificiramo izdelke ali storitve določenega prodajalca ali skupine prodajalcev, in s katerimi razlikujemo te izdelke in storitve od konkurenčnih.«

Zgornji definiciji dopolni Bennett (1998, v Wood, 2000, str. 662), ki pravi: »Blagovna znamka je ime, izraz, oblika, simbol ali druge lastnosti, ki ločijo izdelke ali storitve enega prodajalca od izdelkov in storitev drugih prodajalcev.« Torej, razlika ni le v fizičnih lastnostih izdelkov ali storitev, pač pa tudi v neopredmetenih sredstvih (angl. intangibles), kot je recimo podoba oziroma imidž. Hkrati še izpostavlja osnovni namen blagovne znamke, ki je v diferenciaciji.

Omenjene definicije predvsem poudarjajo vizualne značilnosti izdelkov in storitev kot mehanizem razlikovanja, zato so jih številni teoretiki in raziskovalci kritizirali (Wood, 2002, str. 662). Recimo Korelc je na spletnem naslovu <http://www.creatoor.com> zapisal, da takšne opredelitve blagovno znamko siromašijo ter jo potiskajo na raven celostne grafične podobe, ki je pomembna, a še zdaleč ni vse. V 90. letih prejšnjega stoletja so se začele razprave o blagovni znamki z vidika njenega vpliva na porabnika in njegovega zaznavanja blagovne znamke (Kapferer, 2004, str. 4). »Blagovna znamka je lahko simbol, logotip, ime podjetja, osebnost oziroma identiteta, sklop vrednot, vizija, podoba, odnos, sredstvo za zmanjševanje tveganja ali za dodajanje vrednosti.« (De Chernatony, 2002, str. 318).

Henderson (2002, str. 2) pravi, da je »blagovna znamka nekakšna partnerska vez med lastnikom in porabnikom.« Njegovo trditev pa dopolni de Chernatony (2001, str. 20): »Gre za komunikacijsko vez med vsemi deležniki: porabniki, delničarji, lastniki, podjetjem in svetom na sploh, v katerem se odraža vrednost in odnos izdelka ali podjetja. Blagovna znamka sporoča, kaj lahko pričakujejo od nje. Uspešna je tedaj, ko uporabniki zaznajo dodano vrednost blagovne znamke, saj zadovoljuje njihove potrebe.« Poleg zgoraj opisanih definicij se je potrebno zavedati, da blagovne znamke v sebi nosijo preteklost in prihodnost hkrati.

Pojasnjujejo, zakaj izdelek ali storitev obstaja, od kod prihaja ter kam gre. »Blagovna znamka je kot genetski zapis, ki v sebi nosi vso zgodovino in genetska koda nam daje smernice za prihodnost na osnovi preteklosti.« (Kaepferer, 1991, str. 17).

Če omenjene definicije združimo v skupno, ugotovimo, da se koristi blagovne znamke za lastnika dosega preko maksimiranja koristi za kupca. »Blagovna znamka je nekakšen mehanizem, ki omogoča konkurenčno prednost podjetja s pomočjo razlikovanja. Atributi, ki blagovno znamko razlikujejo od drugih vzbujajo porabniku zadovoljstvo in mu prinašajo koristi, za katere je pripravljen plačati.« (Wood, 2000, str. 667).

1.1 Vloga blagovne znamke za porabnika in podjetje

Za ocenjevanje vrednosti blagovnih znamk je pomembno poznati in razumeti vlogo blagovne znamke tako z vidika podjetja kot tudi z vidika porabnika. Vloga blagovnih znamk se je skozi različna obdobja spreminjala. Znamke so se pojavile v antičnih časih, ko so za izdelke uporabljali različne označbe. V začetku 20. stoletja, v obdobju industrializacije, pa so se ustvarili pogoji za nastanek blagovnih znamk, kot jih poznamo danes. Po mnenju Aakerja (1991, str. 20 -35) je k razvoju blagovnih znamk najbolj vplival razvoj tehnologije, ki je prispevala k izboljšanju komunikacij, transporta, povečanja produktivnosti in kakovosti ter sprejetja zakonodaje, ki z zakoni ščiti blagovne znamke. Kaepferer (1991, str. 1–10) pa opozarja: »Za 21. stoletje so značilne hitre spremembe, zasičenost z informacijami in tržno-komunikacijski pritiski nad porabniki. Zato blagovna znamka za porabnike lahko predstavlja izdelke, ki jim zaupajo.« Ravno zato se v ospredje čedalje bolj postavlja vloga blagovne znamke z vidika porabnika (a) in lastnika blagovne znamke oziroma podjetja (b), kar prikazuje tabela 1.

Tabela 1: Vloga blagovne znamke

ZA PORABNIKA	ZA PODJETJE
• prepoznavanje izdelka, • komunikacija s proizvajalcem, • zmanjša nakupno tveganje, • zmanjša stroške iskanja, • kaže kakovost, • predstavlja vrednote in osebnost porabnika.	• diferenciacija in segmentacija trga, • spodbuja zvestobo porabnikov, • vir konkurenčnih prednosti, • vir pogajalske moči, • dodatna donosnost, • dodajanje asociacij izdelku, • olajša uvajanje novih izdelkov.

Vir: BBDO, 2002, str. 9-11; Keller, Strategic Brand Management, 1997, str. 53–68, Bratina, Vedenjski modeli vrednotenja kapitala blagovne znamke s primerom kvantifikacije, 2003, str. 4-6.

Porabniki preko blagovne znamke dobijo informacije o izdelku ter o njenem proizvajalcu. Zaradi trženjsko-komunikacijskih aktivnosti proizvajalca ali trgovca in lastnih izkušenj porabnika se zmanjšujejo nakupna tveganja, skrajša ter poceni se tudi nakupni proces. Ko kupci ugotovijo, da izdelek ali storitev določene znamke zadovoljuje njihove potrebe, pri nadaljnjih nakupih ni ponovnega odločanja o izdelkih (de Chernatony, 2001, str. 25). Ker porabniki znamki zaupajo in so ji zvesti, zahtevajo od nje več koristi na račun cene,

kakovosti, učinkovitosti in distribucije izdelka. Porabniki se lahko poistovetijo s tem, kar predstavlja blagovna znamka (značaj, družbeni status).

Podjetje ima z ustvarjanjem blagovnih znamk možnost razlikovanja lastnih izdelkov od konkurenčnih. Razlikovanje izhaja iz njihovih funkcionalnih lastnosti kot so kakovost, cena, razpoložljivost izdelkov in storitev. Ključne prednosti se ustvarijo na račun vrednot, sloga, stališč, ki jih izražajo znamke. Hkrati se na račun teh lastnosti ustvarjajo dolgotrajne asociacije pri porabnikih. Če porabniki ne zaznavajo razlik med konkurenčnimi izdelki, se bodo odločili za tiste, ki so cenejši in/ali lažje dosegljivi. Enako velja tudi nasprotno. Ko zaznajo znamko kot boljšo od konkurenčnih, bodo zanj pripravljene tudi več plačati. Zadovoljni porabniki zagotavljajo stalno povpraševanje po izdelkih in storitvah, kar prinaša podjetju na eni strani relativno stabilnejši dobiček in pomembno konkurenčno prednost, na drugi strani pa za ostale v panogi pomenijo zvesti kupci oviro za vstop drugih, konkurenčnih izdelkov na trg (BBDO, 2002, str. 9-11; Keller, 1998, 53-68).

1.2 Upravljanje blagovnih znamk

Spoznanje, da je treba blagovne znamke upravljati kot dolgoročna sredstva, ni novo, a postaja vse bolj razširjeno (Wood, 2000, str. 666). Pogoji za dolgoživost blagovne znamke so v njenem upravljanju. To pa mora biti celovito in strateško. Davis (1995, v: Wood, 2000, str. 667) še dodaja, da je pri upravljanju blagovnih znamk pomembna dolgoročna naravnost, zato menedžmentu predlaga, da upravljajo blagovne znamke kot sredstva, ki lahko povečajo vrednost podjetja oziroma njegovega premoženja.«

Dolgo časa je veljalo, da blagovne znamke služijo zgolj kot razlikovalni element med različnimi proizvajalci, ki so kupce začeli pridobivati z oglaševanjem v medijih (Keller, 2003, str. 52-55). Naložbe v blagovno znamko skozi tržno-komunikacijski splet povečajo njen lastniški kapital (angl. brand equity) in obratno; njen lastniški kapital maksimira učinke trženjskih aktivnosti (Bratina, 2003, str. 8). Definicijo lastniškega kapitala predstavim v nadaljevanju. S tem, ko podjetje ustvarja prepoznavne blagovne znamke, ki ji porabniki zaupajo in hkrati z njo zmanjšujejo nakupno tveganje, postaja le-ta tako za porabnika kot podjetje vse bolj dragocena. Zato je pomembno, kako upravljamo z blagovnimi znamkami. Henderson (2002) pravi, da z upravljanjem blagovnih znamk sprožamo čustvene odzive porabnikov ob uporabi izdelkov ali storitev, ki nosijo ime, simbol znamke. Zato se mu zdi pomembno vzdrževati vsak posamezen stik, ki nastane med porabnikom in izdelkom določene blagovne znamke.

Upravljanje blagovnih znamk je pomembno strateško vprašanje v vseh sektorjih, tudi v neprofitnih organizacijah in na drugih področjih. Upravljanje znamk ni le v rokah managementa, pač pa postaja vse bolj timsko usmerjeno. Denimo v svetovalni družbi Ernst & Young (Piper, 2007, str. 192 -197) verjamejo, da blagovno znamko ustvarjajo in podpirajo

številske funkcije kot so tehnologija, distribucija, prodaja na drobno in ostalo. Recimo blagovna znamka v prodaji na drobno (angl. retail brand) se nanaša na kakovost izdelka (od materialov, iz katerega je narejen, od izdelave, virov, dobave itd.), dizajn, pospeševanje prodaje, oblikovalski tim, kakovost storitev, distribucijo in ostalo. Gre za vmesne člene, ki vplivajo na vrednost blagovne znamke. Če eden od teh členov odpove, bo to negativno vplivalo na vrednost blagovne znamke.

1.2.1 Vrednost blagovne znamke in lastniški kapital blagovne znamke

Ločevanje vrednosti blagovne znamke in lastniškega kapitala blagovne znamke (angl. brand equity) je pomembno pri ocenjevanju vrednosti znamke. Za izraz »brand equity« se pojavljajo različni prevodi. Do različnih poimenovanj prihaja, ker o izrazu »brand equity« govori tako finančna kot trženjska literatura, ki vsaka po svoje interpretira in prevaja izraz. V diplomskem delu »brand equity« imenujem lastniški kapital blagovne znamke in gre za abstrakten pojem, ki pomeni kvalitativno in ne kvantitativno oceno vrednosti.

Lastniški kapital blagovne znamke lahko opredelimo na več načinov. Opredeljen je lahko v smislu odnosa med porabnikom in blagovno znamko (usmerjenost na porabnika) ali kot nekaj, kar prinaša koristi lastniku (usmerjenost na podjetje). Pomembna značilnost, ki jo je zaslediti v številnih opredelitvah lastniškega kapitala blagovne znamke v različnih literaturah je, da se osredotočajo na to, kakšen je odziv kupca na izdelke ali storitve z znamko v primerjavi z odzivom na izdelke ali storitve brez znamke (v Tuominen, str. 73, Barwise, 1993, str. 99–100). Kljub številnim različnim pogledom na lastniški kapital blagovne znamke lahko strnemo, da lastniški kapital blagovne znamke pomeni dodano vrednost vsebovano v izdelku ali storitvi, ki odraža pretekle izdatke za marketing oziroma naložbe v znamko (Tuominen, 1993, str. 96).

Koncept lastniškega kapitala blagovne znamke se je pojavil v začetku 90. let prejšnjega stoletja. Sprva ni bil natančno definiran, v praksi pa je odražal mišljenje, da so znamke premoženje podjetja, zato jih mora kot take obravnavati vodstvo podjetja in finančni trgi. Lastniški kapital blagovne znamke je širši pojem, ki ga je potrebno ločiti od vrednosti blagovne znamke, ki pomeni dejansko kvantitativno oceno. Čeprav v končni fazi določa vrednost znamke, pa zajema vprašanja, ki se nanašajo tudi na vrednost podjetju lastne tehnologije, patentov, zaščitnih znakov, znanja, lastnih pristopov in tehnik trženja in drugih neopredmetenih sredstev. Čeprav je tržna vrednost oziroma kapitalizacija podjetja (angl. enterprise value) večja od vrednosti blagovne znamke, pa lahko v primeru, da zaide ena od znamk podjetja v težave, to negativno vpliva na lastniški kapital blagovne znamke in s tem posledično na vrednost znamke, vrednost podjetja in tečaj delnic oziroma tržne kapitalizacije delnic (Aaker 1996; Keegan – Moriarty – Duncan, 1995, str. 325; Kerin – Sethuraman, 1998, str. 260–261).

Modeli oziroma pristopi k ocenjevanju vrednosti znamke gledajo lastniški kapital blagovne znamke različno, in sicer glede na to, kakšno je teoretično izhodišče. Finančni modeli se usmerjajo na donose, ki jih ustvarjajo naložbe v blagovno znamko pri določanju kvantitativne ocene vrednosti znamke. Pristopi in modeli, ki so bližje trženjsko-komunikacijskem vidiku, se posvečajo dejavnikom, ki vplivajo na krepitev blagovne znamke, ki se odraža v rasti tako imenovanega lastniškega kapitala blagovne znamke. Gre za abstrakten pojem in nima neposredne povezave z računovodskimi oziroma finančnimi kategorijami ali pojmi, ki nosijo podobno ime. Združitev obeh pristopov je vodila v razvoj kombiniranih modelov. Ti vodijo v kvantitativno oceno vrednosti blagovne znamke in pri tem upoštevajo tudi koncept lastniškega kapitala blagovne znamke predvsem pri kvalitativni analizi. Zato je pomembno ločiti in razumeti vrednotenje blagovne znamke in vrednotenje lastniškega kapitala blagovne znamke. Več o finančnih, vedenjskih in kombiniranih modelih v naslednjem poglavju.

Obstajata dva glavna motiva za preučevanja lastniškega kapitala blagovne znamke (Touminen, str. 72):

1. Ocenjevanje vrednosti blagovne znamke v računovodskem smislu za namene vključevanja tovrstnega premoženja v bilanco stanja, v primeru združitve in prevzemov ter odprodaj.
2. Drugi razlog za proučevanje lastniškega kapitala znamk izhaja iz strategij, ki težijo k izboljšanju učinkovitosti trženja. Zaradi višjih stroškov, večje konkurenčnosti, upočasnjene rasti povpraševanja na številnih trgih, družbe iščejo načine, kako bolj učinkovito razpolagati z marketinškimi izdatki.

1.3 Pogled na blagovne znamke

V 80. letih 20. stoletja se je odnos do blagovnih znamk spremenil. RHM, največji angleški proizvajalec hrane, je leta 1988 kot prvi za namene priprave bilance stanja ocenil vrednosti ključnih blagovnih znamk. Leto za tem pa je londonska borza vrednostnih papirjev London Stock Exchange začela spodbujati podjetja k razkrivanju vrednosti znamk v primerih glasovanja na skupščinah delničarjev, ki so se nanašala na prevzeme družb (Piper, 2007, str. 192-197). Kljub zavedanju, da blagovne znamke pomembno prispevajo k celotni vrednosti podjetja, pa zaradi nejasnosti pri ocenjevanju vrednosti prihaja do številnih zmed.

Blagovne znamke so pomembno premoženje podjetja (Kapferer, 2004, str. 3). Če podjetju odvzamemo znanje in blagovno znamko, vrednost podjetja lahko hitro aproksimira k ničli (Korelc, 2008, str. 29). Zavedanje, kako pomembna sredstva so blagovne znamke, je postalo toliko bolj očitno, ko so se pojavili apetiti podjetij po osvajanju prednostnega položaja na trgih, zasičenih z blagovnimi znamkami. To je še toliko bolj veljalo za podjetja, ki so se združevala in prevzemala. Denimo leta 2004 je ameriške revizorsko svetovalna hiša PricewaterhouseCoopers (Piper, 2007, str. 192) ugotovila, da je kar 48 odstotkov celotne

vrednosti vseh prevzemov in združitv v ZDA pripadlo blagovnim znamkam in neopredmetenim sredstvom.

1.4 Razlogi za ocenjevanje vrednosti blagovne znamke

Ugotavljanje vrednosti blagovne znamke je pomembno tako za njenega lastnika, trgovca, ki prodaja izdelke pod blagovno znamko in nenazadnje tudi za porabnika. Za lastnike blagovne znamke ni več pomembno zgolj razumevanje, kateri elementi tvorijo znamko pač pa kako maksimirati njeno vrednost. Z blagovno znamko dosežemo prepoznavnost izdelkov in s tem varnost in stabilnost prihodnjega povpraševanja, s čimer zmanjšamo poslovno in finančno tveganje, povečamo zmogljivosti in učinkovitosti trženjsko-komunikacijskih aktivnosti ter konkurenčne prednosti. Vse to prodajalcem izdelkov in storitev zmanjšuje tveganje, povečuje prodajo, gradi ugled. Na drugi strani pa kupcem oziroma porabnikom znamka zagotavlja vrednost s povečanjem njegovega dojemanja, zaupanja, zadovoljstva pri uporabi (Kapferer, 1995, str. 26-31). Vrednost blagovne znamke je različna glede na cilj vrednotenja.

Na splošno prevladujeta dva razloga za ocenjevanje vrednosti blagovnih znamk (Doyle, 2000, str. 250; Piper, 2007, str. 192-197):

- finančne transakcije (angl. financial transactions), kjer se blagovne znamke vrednotijo v primerih kot so nakupi in prodaje znamk, prevzemov in združitv podjetij, davčnega optimiziranja (lastništvo blagovnih znamk v davčno ugodnejšem okolju), uporabe neopredmetenih sredstev za lažje zbiranje svežega kapitala, ustanavljanja skupnih družb oziroma tako imenovanih »joint venture« sodelovanj oziroma skupnih podvigov z vložkom blagovnih znamk in drugo.
- strateške namene (angl. strategic purposes), kjer se znamke vrednotijo v primeru sprememb konkurenčnega okolja, v katerem se podjetje nahaja in zaradi česar so potrebne ponovne ocene vrednosti in pozicioniranje znamke; kot pomoč pri prestrukturiranju podjetja, zlasti v diverzificiranih mednarodnih konglomeratih; zaradi analiziranja pričakovane donosnosti naložbe v znamko; optimiziranja učinkovitosti tržnih strategij in strategij razvoja znamke, ugotavljanja potenciala za širitev, za razumevanje prispevka znamke k uspehu vstopa izdelkov ali storitev na nove trge in podobno.

Cooper (1998, v Bratina, 2003, str. 12-13) dodaja, da blagovne znamke vrednotimo tudi zaradi:

- a) Novih informacij o makroekonomskem okolju blagovne znamke (njeni moči, značilnostih in edinstvenosti). Torej, vedeti v kakšnem obsegu in kako se lahko lastniški kapital blagovne znamke prenaša na nove izdelke in storitve.
- b) Finančnih institucij, ki jih zanima predvsem vrednost podjetja v primerih prevzemov in združitv. Večanje vrednosti blagovne znamke posledično povečuje vrednost podjetja. Vrednost znamke lahko vpliva tudi na prodajno ceno. Ni več redkost ampak prej pravilo, da kupec plača višjo kupnino v primeru, ko je podjetje lastnik dragocene blagovne znamke.

c) Dejavnosti oziroma vloge znamke v mikroekonomskem okolju. Uspešnost trženjskih aktivnosti lahko ugotavljamo s periodičnimi merjenji. Tako tudi izvemo, koliko so te pripomogle h gradnji lastniškega kapitala blagovne znamke z vidika porabnika.

d) Izziva, saj »če neka stvar obstaja, potem se jo da tudi izmeriti.« (Cooper, 2001, str. 3). Težava je v tem, da ne obstaja edinstven ali univerzalen model za ocenjevanje vrednosti blagovne znamke. Uporabljajo se različni modeli oziroma metodologije, ki imajo svoje prednosti in pomanjkljivosti. Ravno zato se ocenjevanje vrednosti znamk jemlje kot izziv.

1.4.1 Težave povezane z vrednotenjem blagovnih znamk

Pred vrednotenjem blagovnih znamk je potrebno določiti minimalne pogoje, ki morajo biti izpolnjeni, da je analiza vrednosti blagovne znamke sploh smiselna (Haigh, 1996, str. 15).

Kriteriji, ki morajo biti izpolnjeni, so:

- Blagovno znamko lahko identificiramo.
- Ime blagovne znamke mora biti nedvoumno.
- Blagovno znamko lahko ločeno prodamo od podjetja.
- Blagovna znamka mora omogočati obstoj cenovne oziroma vrednostne premije izdelka ali storitve v primerjavi z izdelki ali storitvami enakih oziroma zadovoljivo podobnih lastnosti.

Če zgornji kriteriji niso izpolnjeni, vrednosti znamke ne moremo oceniti. Ne glede na to se pri ocenjevanju vrednosti blagovnih znamk lahko pojavijo tudi težave zaradi (PricewaterhouseCooper v Piper, 2007, str. 192-197):

- terminologije: različnega razumevanja pojmov kot sta denimo lastniški kapital blagovne znamke in vrednost blagovne znamke,
- namenov in koristi, ki jih prinaša vrednotenje blagovnih znamk,
- uporabe različnih metodologij vrednotenja blagovnih znamk.

2 VREDNOTENJE BLAGOVNIH ZNAMK

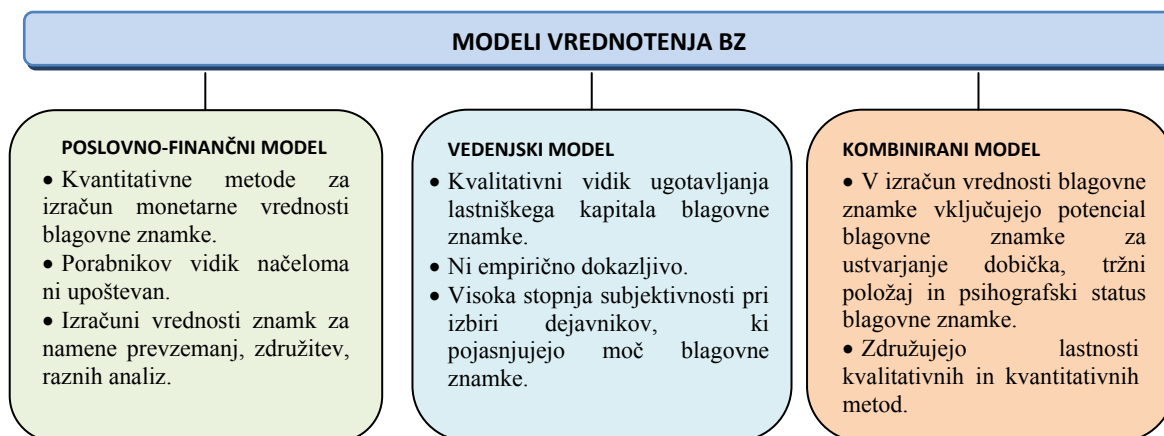
Modelov za ocenjevanje vrednosti blagovnih znamk je veliko. Na splošno jih razvrstimo v tri skupine (BBDO, 2001, str. 20):

- poslovno - finančni modeli,
- vedenjski oziroma behavioristični modeli ter
- kombinacija finančnih in vedenjskih modelov ali tako imenovani kombinirani modeli.

Znotraj omenjenih modelov so se oblikovale številne metodologije izračunavanja. Kateri od modelov je najbolj primeren za izračun vrednosti blagovne znamke, je odvisno od ciljev vrednotenja. Denimo vrednotenje blagovne znamke, ki temelji na finančni oceni, je namenjeno predvsem za prevzeme, združevanja podjetij in licenciranja blagovnih znamk.

Takšen pristop se ne zmeni za vrednosti, ki so se oblikovale v očeh uporabnikov. Temu se bolj posvečajo vedenjski modeli. Z vidika učinkovitega upravljanja blagovne znamke, katerega cilj je celovit pogled na znamko, pa je pomembno kombinirati tako finančne kot vedenjske modele oziroma uporabljati kombinirane modele.

Slika 1: Klasifikacija modelov vrednotenja blagovnih znamk (BZ)



Vir: BBDO, 2003, str. 20.

2.1 Pregled modelov vrednotenja blagovnih znamk

2.1.1 Poslovno-finančni modeli

Nastali so iz potrebe po kvantitativnem vrednotenju blagovnih znamk. Takšne ocene pridejo prav pri nakupu blagovnih znamk, prevzemih in združitvah podjetij, pri sklepanju licenčnih ali franšiznih pogodb. Blagovno znamko obravnavajo kot naložbo. Osnova za naložbene odločitve in vrednotenje je ocena prihodnjih donosov znamke. Rezultat vrednotenja je ocena vrednosti blagovne znamke kot neopredmetenega sredstva podjetja.

Prednost poslovno-finančnih modelov je v tem, da so podatki, ki jih potrebujemo pri ocenjevanju vrednosti znamk, večinoma dostopni znotraj družb. Pri oceni vrednosti blagovnih znamk se uporabljajo predvsem finančni kazalci kot so tržna kapitalizacija delnic, ocena sposobnosti ustvarjanja dobičkov, prihodki od licenciranja, plačane kupnine za blagovne znamke, cenovne premije, ki jih dosegajo izdelki, ki se prodajajo pod blagovno znamko ali marginalni prispevek kupca. Ker za pridobivanje podatkov zunaj podjetja s pomočjo raznih anket niso potrebna, uporaba teh modelov prinaša prihranek na času in v denarju. Gre za relativno enostavne izračune, ki jih lahko ugotavljamo pogostejše, jih imamo vselej na razpolago in zagotavljajo takojšnjo povratno informacijo o učinkovitosti trženjsko-komunikacijskih aktivnosti (BBDO, 2002, str. 32).

Tovrstni modeli imajo tudi številne pomanjkljivosti. Recimo prezrejo vlogo porabnikov pri vplivu na vrednost blagovne znamke. Poznavanje znamke, zaznavanje kakovosti, imidž, podoba so pomembne kategorije z vidika upravljanja blagovne znamke. Vse to pa ne moremo kvantitativno izraziti. Izračuni, ki se opravijo v okviru finančnih modelov, se ugotavljajo iz učinkov, ki jih prinaša obstoj blagovne znamke kot so denimo prihodki, dobiček iz poslovanja, denarni tok, licenčnine, in podobno. Kritiki nekaterim metodologijam znotraj finančnih modelov očitajo neupoštevanje konkurenčnega okolja, v katerem se znamka nahaja, saj bi s poznavanjem le tega lahko prispevali k povečanju njene vrednosti (BBDO, 2001, str. 32).

a) Vrednotenje glede na vrednost podjetja na kapitalskem trgu

Blagovna znamka je vredna toliko, kolikor je trg pripravljen plačati zanjo (Simon & Sullivan, 1993, str. 25-52). Vrednost znamke neposredno izračunamo iz tržne vrednosti podjetja (angl. enterprise value - EV).

$$EV = MCAP + MVD - C \quad (1)$$

MCAP.....tržna kapitalizacija lastniškega kapitala oziroma delnic (angl. market value of equity)

MVD..... tržna vrednost finančnega dolga (angl. market value of debt)

C..... denar in likvidno finančno premoženje (angl. cash and cash equivalents).

Tržna vrednost pomeni sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov podjetja, ki se delijo med lastniki delnic in lastniki finančnega dolga. Če je podjetje, ki kotira na borzi lastnik ene blagovne znamke, se po tem modelu lahko oceni vrednost blagovne znamke (angl. brand value – BV) tako, da od tržne vrednosti podjetja odštejemo računovodsko prikazana opredmetena sredstva (angl. tangible assets – TA) in neopredmetena sredstva (angl. intangible assets – IA).

$$BV = EV - TA - IA \quad (2)$$

V primeru, da dolžniški kapital ni predmet trgovanja na kapitalskem trgu in je njegova najbližja ocena bilančna vrednost dolžniškega kapitala, ter da finančni izkazi pošteno prikazujejo vrednost denarja in ustreznikov, potem blagovno znamko ocenimo tako, da od tržne vrednosti lastniškega kapitala (MCAP) odštejemo knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala (angl. book value of equity – BVE).

$$BV = MCAP - BVE \quad (3)$$

V primeru, da ima podjetje v lasti več znamk, se formula lahko razdeli na znamke po ključu deleža prodaje posamezne znamke v celotni prodaji (angl. share of brand specific revenue -

BSR) ali bolje deleža dobička posamezne znamke v celotnem dobičku (angl. share of brand specific earnings - BSE), kar s formulo zapišemo:

$$BV = BV_1 + BV_2 + \dots + BV_n \quad (4)$$

pri čemer je

$$BV_t = BSR_t * BV \text{ ali } BV_t = BSE_t * BV \quad (5)$$

Pristop vrednotenja blagovne znamke, ki sta ga zasnovala Simon in Sullivanova, pojmuje vrednost blagovne znamke kot sedanjo vrednost vseh prihodnjih denarnih tokov oziroma dobičkov, ki nastanejo kot posledica razvoja blagovne znamke, ki se odrazi v tržni kapitalizaciji družbe. (Simon in Sullivan, 1992, str. 29). Model ima številne pomanjkljivosti. Model kot sta ga zasnovala Simon in Sullivan je mogoče uporabiti predvsem za podjetja, ki kotirajo na borzi. Rezultati so odvisni predvsem od razvitosti kapitalskega trga, na katerem podjetje deluje, transparentnosti in pretoka informacij. Če informacija, ki sicer vpliva na lastniški kapital blagovne znamke, ne pride na kapitalski trg pravočasno oziroma pride prepočasi ali se sploh ne vračuna v cene delnic, je nemogoče povezati spremembe cene delnice s spremembami vrednosti blagovne znamke. Model je primeren za podjetja, ki imajo enotno blagovno znamko, saj je vrednotenje posameznih blagovnih znamk glede na prispevek prihodkov ali dobička k celoti družbe prej približek kot natančna metoda (BBDO, 2001, str. 32).

b) Vrednotenje na podlagi tržno usmerjenega modela primerjalnega vrednotenja

Tržno usmerjen model primerjalnega vrednotenja blagovne znamke (angl. market value-oriented brand valuation) temelji na predpostavki, da se vrednost znamke oceni s pomočjo relativnih cen, ki jih na trgu oziroma ob transakcijah, ko znamke menjajo lastnika dosegajo primerljive znamke (Sander, 1994, str. 100–101). S podobnim pristopom se vrednotijo tudi nepremičnine, umetnine, starine in druge nestandardizirane oblike premoženja oziroma naložbe, ki pa imajo vseeno dovolj podobnih lastnosti oziroma značilnosti, da so pogojno primerljive. Model temelji na pogojni pariteti cen oziroma zakonu ene cene, ki pravi, da naj bi bila cena blaga z enakimi oziroma podobnimi lastnostmi ter finančnimi tokovi enaka oziroma, da cene tovrstnega blaga na daljši rok na učinkovitem trgu ne bodo bistveno odstopale. V nasprotnem primeru bi prišlo do arbitraže, ki bi povzročila približanje cen (BBDO, 2001, str. 33).

Izhodišče je praviloma relativna tržna cena primerljive blagovne znamke oziroma premoženja (angl. comparable assets - A). Relativna tržna cena v tem primeru ponavadi pomeni ceno oziroma transakcijsko vrednost v primerjavi s finančnimi tokovi, ki jih ustvarja blagovna znamka kot neopredmeteno premoženje. Najpogosteje v praksi govorimo o večkratnikih čistih prihodkov od prodaje, kosmatega denarnega toka, dobička iz poslovanja po davkih, čistega

denarnega toka oziroma drugih kategorijah, ki nastajajo v okviru izdelkov, in se prodajajo pod okriljem določene blagovne znamke. Pod skupnim imenom se govori o večkratnikih primerjalnega vrednotenja (angl. comparative valuation multiples) oziroma transakcijskih večkratnikih (angl. transaction multiples) (Damodaran, 2002, str. 18).

V praksi se pogosto izkaže, da so blagovne znamke pogojno primerljive. Zato se ocena vrednosti znamke pridobljene na podlagi primerjalnega vrednotenja popravi (navzgor ali navzdol) z upoštevanjem specifičnih lastnosti znamke (angl. specific characteristics – C). Pristop predvideva obstoj določenega trga, na katerem se trguje z znamkami oziroma opravi zadovoljivo število transakcij (angl. transactions – T), ki predstavljajo okvir za primerjavo in s tem vrednotenje blagovnih znamk. Jedro modela lahko zapišemo:

$$A = T_i + \sum_j \Delta C_j, \text{ kjer je } T_i \in \emptyset \quad (6)$$

A.....ocena vrednosti blagovne znamke

T_i.....transakcijska vrednotenja ene oziroma množice primerljivih blagovnih znamk na trgu blagovnih znamk (θ)

ΣΔC_jvsota vseh lastnosti opazovane blagovne znamke j, na podlagi katerih se ocena popravi navzgor ali navzdol.

Predpostavka, da trg blagovnih znamk obstaja večinoma ni izpolnjena, saj je že težko poiskati primerljive znamke, kaj šele istovrstne. Tudi slaba preglednost trga onemogoča primerjavo med znamkami. Bistvo blagovnih znamk je namreč ravno v njihovi edinstvenosti, kar onemogoča neposredno primerjavo. Zato je vrednotenje po tej metodi pogosto podvrženo subjektivnim ocenam, kar je pomanjkljivost, saj naj bi modeli vrednotenja načeloma temeljili na objektivnih dejstvih. Na splošno bi lahko zaključili, da je metoda vrednotenja blagovnih znamk na podlagi tržno usmerjenega modela primerjalnega vrednotenja blagovne znamke pomanjkljiva in le pogojno primerna za vrednotenje blagovnih znamk. V najboljšem primeru lahko prikaže trende gibanja vrednosti blagovne znamke (BBDO, 2003, str. 33).

c) Stroškovni modeli vrednotenja

Vrednotenje blagovne znamke na podlagi stroškov povezanih z izgradnjo blagovne znamke (ang. cost-oriented brand valuation) črpa iz koncepta tako imenovane čiste vrednosti sredstev (BBDO, 2003, str. 33-34). Ta se izračuna tako, da se od zgodovinske stroškovne vrednosti sredstev odštejejo celotne obveznosti družbe. Vrednotenje znamk, ki črpajo iz koncepta čiste vrednosti sredstev, lahko ločimo na pristop, ki upošteva (BBDO, 2003, str. 33-34):

- Nastale zgodovinske stroške (angl. historic costs): ta metoda predpostavlja, da je blagovna znamka sredstvo, katerega vrednost temelji na vseh resursih oziroma izdatkih, ki so bili investirani v njegovo pridobitev, torej na kapitaliziranju stroškov. Sem spadajo denimo stroški razvoja, svetovanja, raziskovanja, pravne zaščite, oglaševanja. V okviru omenjene stroškovne metode sodijo tudi principi, ki temeljijo na podlagi tako imenovane preostale

vrednosti. V tem primeru ima znamka čisto oziroma preostalo vrednost le v primeru, ko kumulativni prihodki, ki jih je v življenjski dobi do trenutka vrednotenja ustvarila znamka, presegajo kumulativne stroške, povezane s pridobitvijo le te. Presežek zgodovinskih prihodkov nad stroški je hkrati stroškovno določena vrednost znamke.

- Ocenjene nadomestitvene stroške (angl. replacement costs): ta metoda skuša oceniti, koliko bi danes ob tekoči ravni stroškov stal razvoj enake blagovne znamke (Bekmeier-Feuerhahn, 1998, str. 69). Izvedbo omenjene metode pogosto ovira dostopnost podatkov o trenutni ravni cen inputov potrebnih za repliko znamke.

Težava, ki nastopi pri uporabi stroškovnega modela je, da je težko jasno opredeliti stroške in prihodke, ki so neposredno odvisni samo od blagovne znamke. Spremljajo jo še številne druge pomanjkljivosti. Eno od poglobitvenih predvidevanj je, da je znamka vredna več, če vanjo več vlagamo, kar pa ni nujno. Lahko se zgodi, da vrednost znamke ne raste z višino investicije v blagovno znamko. To je še posebno pomembno v času internetne revolucije, kjer so nekatere znamke na internetu dosegle vrtočlave vrednosti s sorazmerno nizkimi investicijami, ugotavlja Korelc na spletni strani www.creatoor.com. Poleg tega je model vrednotenja usmerjen v pretekli razvoj blagovne znamke in ne v prihodnost, niti ne upošteva potencialne možnosti za razvoj. Metodologija zahteva predvsem iskanje inputov, ki gradijo blagovno znamko, vrednosti, ki izhajajo iz posledic, ki jih ta ustvarja, pa zanemarija. Stroškovni model se pri ocenjevanju običajno v praksi uporablja kot kontrolna metoda. Vrednosti dobljene s stroškovnim modelom primerjamo z vrednostmi, ki jih dobimo na podlagi drugih modelov vrednotenja blagovnih znamk.

d) Vrednotenje na podlagi potencialne dobičkonosnosti

Modeli vrednotenja, ki so usmerjeni v ugotavljanje potenciala blagovne znamke za ustvarjanje prihodnjih dobičkov, temeljijo na principu ocene kapitalizacijskega večkratnika oziroma kapitalizacijskega faktorja potencialnega dobička (BBDO, 2002, str. 35-36). Model vključuje oceno potenciala prihodnjih dobičkov pripadajočih znamki in diskontiranje njihove vrednosti na sedanjo vrednost s prej določenim diskontnim faktorjem. Potrebno je poudariti, da je sama ideja o potencialni dobičkonosnosti vgrajena tudi v vse modele, ki v praksi vrednotijo podjetja oziroma blagovne znamke tako, da za namene vrednotenja aplicirajo določen večkratnik dobička ali prihodkov od prodaje. Prav tako to velja za vse modele, ki uporabljajo določen faktor za določanje sedanje vrednosti neskončne serije dobičkov (angl. present value of perpetuity). V slednjem primeru omenjeni faktor vključuje trenutno obrestno mero oziroma stroške financiranja in večkratnik potencialnih dobičkov.

Na tej točki je potrebno poudariti razliko med trenutnimi dobički, ki jih ustvarja znamka ali ocenami dobička, ki izhajajo iz trenutno prisotnega trenda rasti in potencialnimi dobički, ki jih utegne ustvariti znamka. Slednji praviloma temeljijo na predpostavki o potencialni dobičkonosnosti znamke, ki deluje v določeni panogi, regiji ali panožnem segmentu. Tako se vrednost znamke ali podjetja oceni tako, da se prihodki od prodaje ali dobiček, ki ga ustvarja

blagovna znamka množi s primernim večkratnikom, ki temelji na potencialni dobičkonosnosti panoge, v kateri je prisotna.

Eden prvih primerov modela, ki temelji na vrednotenju na podlagi kapitaliziranja potencialnih dobičkov, je denimo Kernov model »x-kratnika« oziroma večkratnika, ki ga je leta 1962 razvil Walter Kern in temelji na oceni potencialnih dobičkov. Model ne temelji neposredno na trenutni ravni dobička in dobičkonosnosti blagovne znamke, temveč na pričakovani ravni prihodkov od prodaje, pri čemer sprejme predpostavko, da ima znamka potencial, da doseže določeno stopnjo dobičkonosnosti prihodkov (delež dobička v prihodkih od prodaje), ki je v skladu s panožnim povprečjem, močjo znamke in pravno zaščito znamke kot intelektualne lastnine, in sicer gre za licenčno stopnjo (L). Kern upošteva končno življenjsko oziroma uporabno dobo blagovne znamke (n). Zato predpostavlja pojemajoče letne prihodke v prihodnosti. Slednje se odloči modelirati s pomočjo potenčne funkcije (tretji koren kvadrata povprečnih pričakovanih prihodkov). Z zmnožkom funkcije pojemajočih prihodkov in licenčne stopnje ustvari tako imenovano degresivno funkcijo povprečnega licenčnega plačila (DLF) v življenjski dobi znamke. Gre za prvi faktor Kernovega modela. Drugi faktor je tako imenovana kapitalizacijska stopnja (K) oziroma večkratnik licenčnega plačila, ki temelji na zahtevani donosnosti blagovne znamke in pričakovani uporabni dobi blagovne znamke. Kernov model prikazuje spodnja enačba, ki temelji na zmnožku obeh faktorjev (BBDO, 2002, str. 35):

$$BV = DLF * K \quad (7)$$

$$BV = \sqrt[3]{R^2 * L} * \frac{q^n - 1}{q^n * (q - 1)}$$

BV vrednost blagovne znamke

DLFdegresivna pojemoča funkcija povprečnih letnih prihodkov

K.....kapitalizacijska stopnja/večkratnik licenčnin

R povprečni pričakovani letni prihodki v življenjski dobi znamke

Lpotencialna licenčna stopnja

n..... pričakovana uporabna doba znamke

q = 1+p/100..... diskontni faktor; pri čemer je *p* obrestna mera/diskontna stopnja

e) Licenčni modeli vrednotenja

Licenčni modeli vrednotijo blagovne znamke na podlagi potencialne licenčnine, ki bi jo v primeru sklenitve pogodbe o uporabi iztržil njen lastnik. Model temelji na dejansko podpisanih licenčnih pogodbah v panogi, iz katere izhaja znamka oziroma licenčnih pogodbah za znamke, ki imajo primerljive lastnosti. Pristop je razvila ameriška svetovalna hiša Consor. Vrednost znamke je določena kot sedanja vrednost ocenjenih licenčnin, ki jih bo ustvarila znamka in hkrati pomeni znesek, pri katerem je uporabnik znamke indiferenten med tem ali kupiti znamko ali skleniti licenčno pogodbo (BBDO, 2002, str. 36).

Aplikacije metod se razlikujejo v določanju licenčnine. Konkretno Consorjev pristop ni zgolj povsem kvantitativen, temveč vsebuje tudi primerjalno analizo moči blagovne znamke s pomočjo 20 dejavnikov (marža, faza življenjskega cikla blagovne znamke, njena prenosljivost, mednarodna zaščita in podobno), ki je izvedena na podlagi baze podatkov več kot 8.500 podpisanih licenčnih pogodb in pogodb o nakupu blagovnih znamk (BBDO, 2003, str. 35- 37). Cilj primerjave je določitev ustrezne licenčne stopnje, to je deleža licenčnine v prihodkih od prodaje, ki pripadajo znamki. Sedanja vrednost se izračuna na podlagi predpostavk o rasti prihodkov znamke, zahtevani stopnji donosnosti oziroma diskontni stopnji ter oceni preostale življenjske dobe. V poenostavljeni različici se ne napovedujejo denarni tokovi za različne faze življenjske dobe, temveč se parametri vstavijo v model na podlagi katerega se oceni večkratnik ocenjene ravni licenčnine ali prihodkov. Konkreten model predstavim na primeru blagovne znamke Finance v 3. poglavju.

f) Postopno vrednotenje z večfaktorskim modelom

Medtem ko večina opisanih finančnih modelov v samem jedru temelji predvsem na enem prevladujočem faktorju (tržni kapitalizaciji družbe na kapitalskem trgu, tržni vrednosti blagovne znamke, licenčnini, nadomestitvenih stroških, cenovni premiji, presežni dobičkonosnosti, marginalnem prispevku kupca itd.), pa poznamo tudi modele, ki združujejo različne dejavnike, ki vplivajo na oblikovanje vrednosti blagovne znamke v več faktorjev. Kot vhodne spremenljivke vstopajo v model vrednotenja in služijo za oceno vrednosti znamke. Proces vrednotenja poteka postopoma po korakih, saj se sprva določijo faktorji, nato pa uporabijo pri oceni vrednosti blagovne znamke. Primer takšnega vrednotenja je BEES model, ki ga je razvila nemška svetovalna hiša BBDO, ki ga v nadaljevanju tudi podrobneje predstavim.

BBDO-jev BEES model

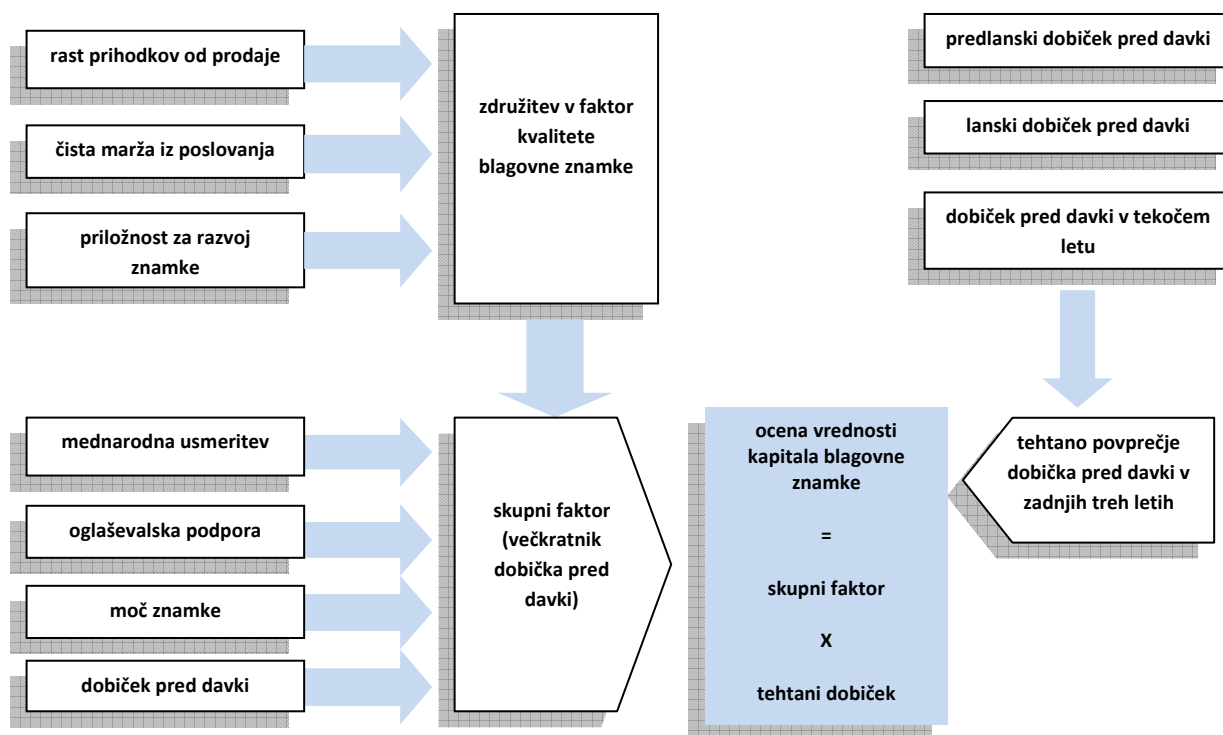
Model nosi ime po okrajšavi za angleško frazo »Brand Equity Evaluation System« oziroma sistem ocenjevanja lastniškega kapitala blagovne znamke v slovenskem prevodu. Gre za več faktorski model, ki pri vrednotenju znamk upošteva razlike med posameznimi panogami, v katerih delujejo družbe. V prvem koraku model prepozna osem dejavnikov lastniškega kapitala blagovne znamke, in sicer (BBDO, 2003, str. 43):

- rast prihodkov od prodaje v okviru znamke, ki služi za oblikovanje pričakovanj glede potencialne rasti (praviloma so pridobljeni tudi podatki o trendih v drugih panogah),
- čista marža iz poslovanja je za potrebe modela izračunana kot povprečje zadnjih treh let poslovanja in odraža delež prihodkov znamke, ki se dejansko prelijejo v dobiček,
- priložnost za razvoj znamke vključuje mnenja analitikov, ki spremljajo panogo glede njenih izgledov za rast in splošnih gospodarskih napovedi,
- mednarodna usmeritev znamke meri delež prihodkov znamke, ki so ustvarjeni v tujini in govori o mednarodnem razvojnem potencialu,

- oglaševalska podpora znamki se meri znotraj panoge z deležem izdatkov za oglaševanje v dobičku pred davki,
- moč znamke znotraj panoge se meri tako, da se prihodki od prodaje družbe primerjajo s prihodki tekmecev, pri čemer so merilo za merjenje prihodki vodilnega podjetja na trgu,
- podoba blagovne znamke zajema privlačnost znamke za vse deležnike povezane s podjetjem (angl. stakeholders) in se oceni tako, da se jo zaznava tudi širše v gospodarstvu in ne zgolj v panogi, v kateri deluje,
- dobiček pred davki v zadnjih treh letih, ki odraža potencialno vrednost znamke.

Vrednotenje poteka v več stopnjah. Najprej se prvi trije dejavniki - rast prihodkov od prodaje v okviru blagovne znamke, čista marža iz poslovanja in priložnost za razvoj blagovne znamke – združijo v faktor kakovosti blagovne znamke. Dejavniki, ki merijo mednarodno usmeritev znamke, oglaševalsko podporo znamki, moč znotraj panoge, podobo, oblikujejo vsak svoj lasten faktor. Faktor kakovosti znamke in lastni faktorji dejavnikov so združeni v splošni faktor vrednotenja. Ta predstavlja večkratnik dobička pred davki, ki se uporabi pri oceni znamke tako, da se faktor pomnoži s tehtanim povprečjem dobička pred davki v zadnjih treh letih, ki je plod zadnjega od osmih prej naštetih dejavnikov. Prikaz modela je razviden iz spodnje slike.

Slika 2: BEES model vrednotenja blagovne znamke



Vir: BBDO, 2003, str. 44.

Avtorji modela poudarjajo, da je prednost pristopa sposobnost prilagajati ocene vrednosti znamk razmeram v posameznih panogah, saj se s stališča oglaševalske podpore te med seboj

močno razlikujejo, zato bi zanemarjanje razlik vodilo v popačenje ocen. Nasploh je prednost širok nabor različnih dejavnikov tudi takšnih, ki se nanašajo na pričakovanja in napovedi rasti, ki vplivajo na oceno vrednosti blagovne znamke. Kot pomanjkljivosti se največkrat omenjata, da ni mogoče izločiti subjektivne vplive pri izbiranju uteži in da je pristop primeren predvsem za vrednotenje korporacijskih blagovnih znamk, ne pa tudi produktnih.

Kot sem že omenila na začetku poglavja, je modelov vrednotenja blagovnih znamk veliko, zato v prilogi prilagam še podrobnejši razlagi vrednotenja na podlagi cenovne premije in presežne dobičkonosnosti ter vrednotenje na podlagi marginalnega prispevka kupca. V grobem lahko strnemo, da je prednost finančnih modelov v tem, da ocenijo finančno vrednost premoženja, potencialna slabost pa ta, da v jedru modelov uporabljajo predvsem finančne kategorije, ki niso nujno posledica močne znamke (Koliko so vredne blagovne znamke, 2008, str. 29).

2.1.1.1 Blagovna znamka kot računovodska kategorija in praksa v Sloveniji

V sklopu poslovno –finančnih modelov še kratka razlaga vrednosti blagovne znamke kot računovodske kategorije. Blagovne znamke so neopredmetena dolgoročna sredstva podjetja (angl. intangibles). Neopredmeteno sredstvo je razpoznavno nedenarno sredstvo, ki praviloma fizično ne obstaja (Slovenski računovodski standardi, 2006, str. 17). Lahko se pojavijo v bilanci stanja skupaj z drugimi neopredmetenimi dolgoročnimi sredstvi, kot so recimo patenti, zaščitni znaki, znanje, baze podatkov itd. Gre za pogojna sredstva. So neločljivo povezane s preostalimi opredmetenimi sredstvi, ki jih moramo upoštevati pri ustvarjanju potencialnih koristi (Kapferer, 2004, str. 9).

Praktični primer računovodskega obravnavanja in vrednotenja blagovne znamke lahko zasledimo tudi pri nekaterih slovenskih družbah, čeprav številne, ki so lastnice močnih blagovnih znamk teh večinoma ne vrednotijo. V izkazih podjetja izkazujejo zgolj blagovne znamke pridobljene s prevzemi. Takšen primer je denimo velenjsko Gorenje d.d. V letnem poročilu za leto 2008 lahko vidimo, da blagovne znamke obravnavajo kot neopredmetena sredstva z nedoločeno dobo koristnosti, da enkrat letno izvedejo test oslabitve in da poštena vrednost patentov in blagovnih znamk, pridobljenih pri poslovnih združitvah, temelji na ocenjeni diskontirani bodoči vrednosti licenčnin, katerih plačilo zaradi lastništva patenta oziroma blagovne znamke ne bo potrebno. V omenjenem pristopu govorimo o licenčnem modelu vrednotenja, ki sodi v širšo skupino poslovno-finančnih modelov. Tako je Gorenje ocenilo in pripoznalo tri blagovne Atag, Etna in Pelgrim pridobljene v prevzemu nizozemske družbe ATAG Europe BV na 62 milijonov evrov. (Gorenje d.d., Letno poročilo 2008, str. 90, 96 in 104) . Enako obravnavanje blagovne znamke TAD je mogoče najti tudi v primeru Krkinga prevzema družbe TAD Pharma (Krka d.d., Letno poročilo 2008, str. 116 in 117).

2.1.2 Vedenjski modeli

Slabosti in pomanjkljivosti finančnih modelov, ki pri ocenjevanju vrednosti blagovne znamke uporabljajo predvsem finančne kazalce in prezrejo porabnika, so pripomogle konec 80 let preteklega stoletja k nastanku vedenjskih modelov, ki pri vrednotenju znamk upoštevajo porabnika pri nakupnem procesu. Zvestoba, moč, imidž, prepoznavnost, zaznana kakovosti, asociacije in podobno sestavljajo lastniški kapital blagovne znamke. Teh spremenljivk ne moremo kvantitativno ovrednotiti, pač pa le kvalitativno. Zato je tudi lastniški kapital blagovne znamke izražen kvalitativno ali relativno.

Prednost vedenjskih modelov je v tem, da znamki sledijo skozi čas in ugotavljajo vzroke povečanja oziroma zmanjšanja lastniškega kapitala blagovne znamke, kar je pomembno pri pravljanju znamk (BBDO, 2002, str. 45).

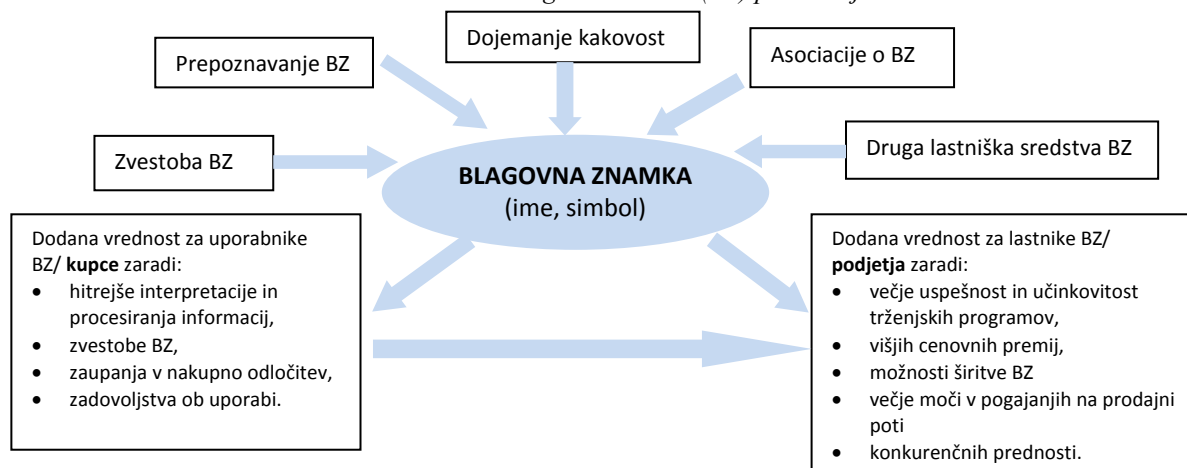
Največja pomanjkljivost vedenjskih modelov je v tem, da so pri prevzemih, združitvah, licenciranju neuporabni, saj z njimi finančno ne moremo oceniti in s tem upravičiti naložbe v znamko. Tako kot poslovno-finančni modeli, tudi vedenjski nezadovoljivo upoštevajo konkurenco in dejanski razvoj trga (BBDO, 2001, str. 45). Težave nastopijo tudi pri izbiri spremenljivk, s katerimi določimo lastniški kapital blagovne znamke, zato je njihovo merjenje dostikrat subjektivno. To v praksi sproža dvom o uporabnosti teh modelov.

a) Aakerjev model

Aaker (1991, str. 1-18) pravi, da je blagovna znamka skupek »sredstev in obveznosti« (angl. assets and liabilities), ki so povezane z imenom, simbolom blagovne znamke in s katerimi prepoznamo in ločimo izdelke in storitve¹. Gre za sredstva in obveznosti, ki prinašajo dodano vrednosti tako njenim lastnikom kot tudi uporabnikom/kupcem. Koncept merjenja blagovne znamke je Aaker razdelil na pet kategorij: zvestoba, priklic ali prepoznavnost znamke, dojemanje kakovosti, asociacije in druga sredstva znamke, kar prikazuje slika 3.

¹ Aaker obravnava blagovno znamko v širšem pomenu in je ne opredeli kot lastniški kapital blagovne znamke.

Slika 3: Gradniki blagovne znamke (BZ) po Aakerju



Vir: Aakerju, *Managing Brand Equity*, 1991, str. 17 in BBDO, 2003, str. 46.

- Zvestoba blagovni znamki po Aakerju (1991, str. 17) pomeni mero navezanosti uporabnika na blagovno znamko. Kaže potencialno možnost, da uporabnik znamko zamenja za drugo, še zlasti takrat, ko se spremeni cena, kakovost ali druge lastnosti izdelka. Zvestoba se kaže skozi ponavljajoče nakupe porabnika, kar lastnikom znamke prinaša relativno stabilen denarni tok. Poleg tega lastniki znamke lažje identificirajo uporabnike, kar jim koristi pri dolgoročni usmerjenosti in strateški orientiranosti. Ob tem ne smejo zanemariti ostalih kategorij, saj se zvestoba z njimi prepleta in je raven zvestobe od njih tudi soodvisna.
- Priklic ali prepoznavanje blagovne znamke je »sposobnost potencialnega kupca, da prepozna ali prikliče znamko kot del določene skupine izdelkov.« (Aaker, 1991, str. 17). Gre za kategorijo, ki igra ključno vlogo v nakupnem procesu oziroma pri nakupni odločitvi. Ugotovitve o kupčevem vedenju lahko razvrstimo od tega, da se kupec ne zaveda obstoja določene znamke, do tega, da je prepričan, da je to edina blagovna znamka, ki obstaja za določen izdelek. Uspešnost prepoznavnosti znamke je odvisna od oglaševanja, razpoložljivosti, in tudi dolžine življenjske dobe.
- Dojemanje kakovost blagovne znamke je »percepcija kupca glede celotne kakovosti ali prednosti izdelka ali storitve glede na namen uporabe v povezavi z alternativnimi izdelki ali storitvami« (Aaker, 1991, str. 17). Gre za kategorijo, ki obravnava celovito kakovost znamke in ni nujno povezana s poznavanjem podrobnosti. Neposredno vpliva na nakupne odločitve in zvestobo znamki, zlasti takrat, ko kupec ne opravi podrobnejše analize. Hkrati lahko dojemanje kakovosti omogoča pogoje za obstoj cenovne premije izdelka, kar ustvarja presežni dobiček, ki se lahko vlaga nazaj v lastniški kapital blagovne znamke. Lastniki visoko kakovostne blagovne znamke imajo boljša izhodišča za vpeljavo novih izdelkov (Aaker 1991).
- Asociacije o blagovni znamki so »vse, kar je v porabnikovem spominu povezano z blagovno znamko« (Aaker, 1991, str. 17). Asociacije se oblikujejo prek trženjskega komuniciranja in so ločene od fizičnega izdelka. Skupek povezanih asociacij oblikuje imidž znamke, medtem ko močne asociacije oblikujejo močno znamko, ki je privlačna v primerjavi

s konkurenčnimi in je hkrati jasno pozicionirana na trgu. Množica asociacij bogati znamko z novimi koristmi za porabnika, kar veča njeno vrednost.

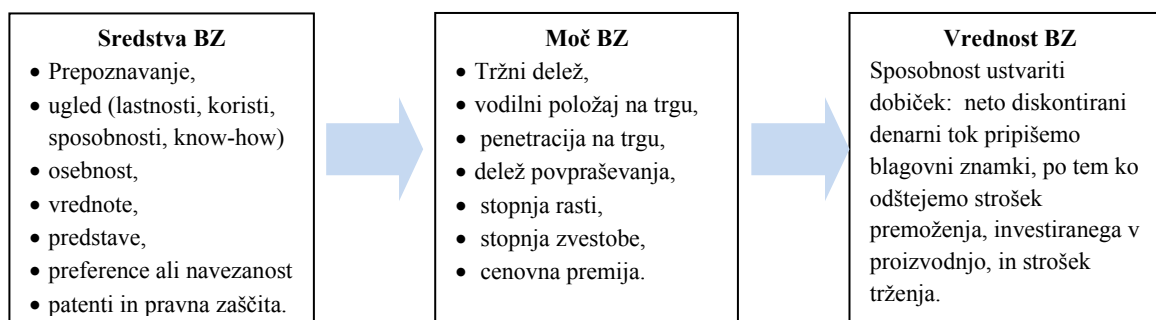
- Druga lastniška sredstva, ki so povezana z blagovno znamko, med katere sodijo zaščitni znak, patenti, distribucijske poti.

Aakerjev model prispeva k obrazložitvi gradnikov blagovne znamke z vidika porabnika. Model se ne pogloblja v psihologijo človekovega razmišljanja, pač pa obravnava blagovne znamke z makroekonomskega vidika. (Bratina, 2003, str. 66). Merjenje lastniškega kapitala znamke se je v praksi izkazalo za težavno, saj so zgoraj omenjene kategorije medsebojno soodvisne, kar posledično lahko vodi do podvajanj ugotovitev, s tem pa do precenjenosti znamke (BBDO, 2003, str. 46).

b) Kapfererjev model

Vrednost blagovne znamke je zapisana v navidezni pogodbi med znamko in njenim porabnikom (BBDO, 2003, str. 47). V jedru modela so izpostavljene nakupne navade ljudi. Kapferer (2004, str. 10) pravi, da na blagovno znamke močno vpliva čustvena komponenta. Nanjo se skuša vplivati s pomočjo tržno-komunikacijskih orodij. Recimo z oglaševanjem ali promocijo izdelkov določene znamke oglaševalci spodbujajo k preizkušanju teh. Na podlagi izkušenj, ki jih bo kupec imel z izdelkom, ceno in kakovostjo je odvisno ali bo postal redni uporabnik znamke. Vse to pa vodi k zmanjševanju tveganja in negotovosti v nakupnem procesu. Na drugi strani takšno vedenje prinaša pozitivne učinke tudi za lastnike znamke/prodajalce. Zvestoba kupcev namreč določa položaj znamke, ki je povezan z dobički, ki se ustvarijo s prodajo izdelkov določene znamke. Če se ti dobički reinvestirajo v marketing, raziskave in razvoj ter v povečevanje produktivnosti, se krepijo odnosi z obstoječimi kupci in ustvarijo odnosi z novimi. Vse to na dolgi rok povečuje vrednost lastniškega kapitala blagovne znamke (BBDO; 2003, str. 47). Kapferer analizira tri ravni vrednotenja lastniškega kapitala blagovne znamke, ki jih prikazujem na sliki 4 (Kapferer, 2004, str. 14):

Slika 4: Od poznavanja do merjenja vrednosti blagovne znamke (BZ) po Kapfererju



Vir: Kapferer, The new Strategic Brand Management, 2004, str. 14.

Gre za pogojno posledični proces. Sredstva znamke so naučene asociacije in vplivi, ki so nastali z (ne)posrednimi stiki ter materialno ali simbolno interakcijo z znamko. Na

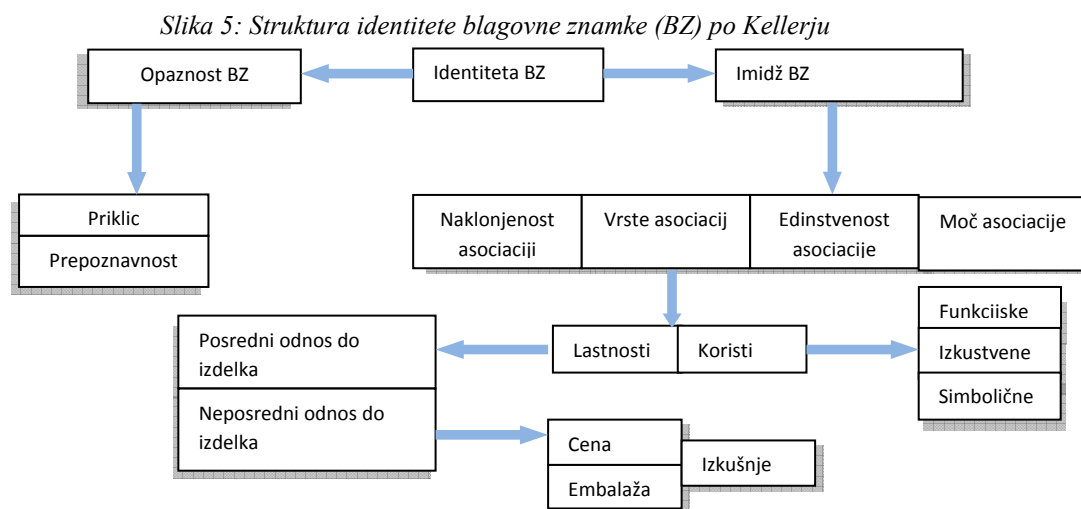
oblikovanje moči blagovne znamke ne vplivajo le sredstva blagovne znamke, pač pa tudi pritiski, ki prihajajo s strani konkurence. Vrednost znamke je projekcija prihodnosti oziroma potencial, da ustvari dobiček (Kapferer, 2004, str. 14, 15). V praksi se dostikrat upošteva odnos med močjo in vrednostjo blagovne znamke.

Razlika med Kapfererjevim in Aakerjevim modelom je v tem, da prvi zmanjšuje tveganja v nakupnem procesu, drugi pa v središče izpostavlja zvestobo porabnikov, ki vpliva na spremembe v nakupnem procesu. Oba avtorja svojih tez empirično ne dokazeta (BBDO, 2001, str. 47).

c) Kellerjev model

Keller (1998, str. 45) je opredelil in uvedel pojem lastniški kapital blagovne znamke, ki se osredotoča na porabnika (tako imenovani Customer Based Brand Equity Model – CBBE). Vrednost znamke opredeli kot »razlikovalni učinek, ki izhaja iz znanja in učinkovitega upravljanja blagovne znamke ob upoštevanju odzivov kupcev« (Keller, 1998, str. 45). Kar pomeni, da lastniški kapital znamke upošteva odziv kupcev na znamko določenega izdelka ali storitve v primerjavi z odzivom na izdelek ali storitev brez blagovne znamke.

Na sliki 5 je lastniški kapital blagovne znamke povezan z identiteto znamke, ki predstavlja skupek izkušenj porabnika. Glavna gradnika poznavanja znamke sta opaznost, ki je povezana s sposobnostjo prepoznavanja znamke in imidž, ki ga sestavljajo porabnikove asociacije o znamki.



Vir: Keller, *Strategic Brand Management*, 1997, str. 94.

Kellerjev model nudi okvir, kako upravljati, graditi in meriti lastniški kapital blagovne znamke. Avtor pravi, da je model izvedljiv v praksi, vendar tega nikoli ni dokazal (Keller, 2003, str. 47). Do uporabnosti modela so skeptični številni kritiki. Tako kot Aaker tudi Keller ne pojasnjuje, kako opisne dejavnike kvantificirati oziroma monetarizirati, zato Kellerjev

model lahko razumemo kot poskus psihološke razlage blagovne znamke (Bratina, 2003, str. 35).

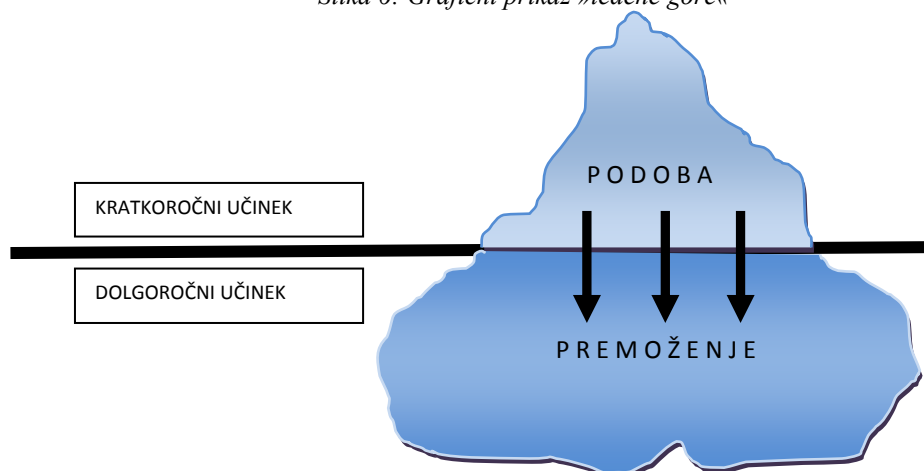
d) Metoda Brand Trek ali model ledene gore

Brand Trek metoda ali tako imenovani model ledene gore, ki ga je razvilo nemška tržno-raziskovalna hiša Icon brand navigation, sloni na vedenjskih kazalcih. Vrednost blagovne znamke določata (BBDO, 2002, str. 49-50):

- Podoba oziroma imidž znamke, ki se kaže skozi vidne in kratkoročne ukrepe trženjsko-komunikacijskega spleta preko embalaže, oglaševanja, promocije in podobno. Podoba/imidž se oblikuje na podlagi poznavanja znamke, njene privlačnosti, edinstvenosti, jasnosti in trajnosti učinkov oglaševanja. S pomočjo raziskav jo je možno tudi izmeriti.
- Premoženje blagovne znamke (angl. brand assets), med katerega sodijo privlačnost, zaupanje, zvestoba. Gre za del, ki ni viden. Ne glede na to pa pomembno vpliva na dolgoročni odnos uporabnikov do znamke. Hkrati vključuje tudi vsa pretekla vlaganja v znamko.

Podoba in premoženje blagovne znamke tvorita notranjo vrednost blagovne znamke. Povezanost med podobo in premoženjem lahko simbolno prikažemo z tako imenovano ledeno goro, kar kaže slika 6. Podoba blagovne znamke je vidna v delu nad morsko gladino, kaže pa kratkoročne učinke trženjsko-komunikacijskega spleta. Podobo gradi nevidni del – torej del pod gladino - ki zagotavlja dolgoročno uspešnost znamke in hkrati gradi njeno premoženje.

Slika 6: Grafični prikaz »ledene gore«



Vir: BBDO, 2003, str. 49.

Poleg podobe in premoženja je pri vrednotenju blagovne znamke potrebno upoštevati še starost znamke. Nove blagovne znamke namreč niso tako dobro razvite kot tiste, ki so že dalj časa na trgu. Premoženje se lahko po tem modelu spreminja le s podobo. Ravno to mu daje večjo stabilnost od vidnega dela »ledene gore«, zato mu ta model pripisuje večji vpliv na končno vrednost blagovne znamke.

Tako kot vsi opisani modeli do sedaj, je tudi ta bolj teoretične kot praktične narave. Vsak poskus izračunavanja vrednosti podobe in premoženja blagovne znamke bi vodil do medsebojne odvisnosti spremenljivk. Hkrati model ne loči vrednosti, ki izhaja iz fizičnega izdelka, od vrednosti, ki izhaja iz blagovne znamke (Bratina, 2003, str. 36).

e) **Young in Rubicamov model**

Oglaševalska agencija Young in Rubicam je razvila model ocenjevanja vrednosti lastniškega kapitala blagovne znamke, pri katerem trdijo, da je blagovna znamka najvrednejše premoženje podjetja (angl. Brand Asset Valuator). V nasprotju z izdelki, ki so otipljive fizične dobrine, pomeni blagovna znamka percepcijo realnosti, ki obstajajo v mislih in srcu porabnikov (BBDO, 2001, str. 50).

Dejavniki, ki vplivajo na vrednost lastniškega kapitala blagovne znamke, so (BBDO, 2001, str. 51):

- Diferenciacija: ali se blagovna znamka razlikuje od konkurenčnih na trgu. Znamka bi morala biti edinstvena.
- Pomembnost: dejanska in zasledovana pomembnost blagovne znamke za porabnika.
- Ugled: zasledovana kakovost izdelka ali storitve določene blagovne znamke ter percepcija porabnika znamke.
- Poznavanje: prenos vrednot, ki jih odraža znamka v porabnikovo zavest in razumevanje identitete znamke.

Diferenciacija in pomembnost skupaj oblikujeta moč blagovne znamke (angl. brand strength), ki kaže potencial za rast znamke. Ugled in poznavanje skupaj predstavljata podobo blagovne znamke (angl. brand stature), ki odraža trenutno moč znamke. Ko združimo spremenljivke, ki tvorijo moč in podobo blagovne znamke, lahko ugotovimo vrednost blagovne znamke, kar prikažemo s pomočjo funkcije (BBDO, 2001, str. 51):

$$BV (brand\ value) = f\{ moč(diferenciacija, pomembnost), podoba(ugled, poznavanje) \} \quad (8)$$

Zgornja enačba da le kvalitativni opis blagovne znamke v primerjavi s konkurenco in ne monetarne vrednosti. Pozitivna lastnost modela je v tem, da upošteva časovno komponento znamk, saj upošteva njeno sedanjost in prihodnost (Bratina, 2003, str. 37).

f) **McKinsey-ev model**

Metoda, ki so jo oblikovali v svetovalni družbi McKinsey, predpostavlja, da lahko moč blagovne znamke kvantificiramo, vendar ne kot skupno vrednost pač pa s pomočjo različnih spremenljivk, kot so recimo (BBDO, 2001, str. 52):

- dolgoročno visok tržni delež (npr. Persil, Lufthansa itd.),
- uveljavljena visoka cenovna premija (npr. Porsche),
- nizki stroški trženja zaradi večje zvestobe kupcev (npr. Mercedes),
- visok finančni vzvod zaradi možnosti transferja, širitve, licenciranja (npr. Nivea, Disney).

V družbi pravijo, da močna blagovna znamka ustvarja vrednost za vse deležnike tako, da gradi na čustvenih vezeh z uporabnikom znamke. Med ključne dejavnike, ki oblikujejo moč znamke, sodijo (BBDO, 2002, str. 52):

- Uspešnost (angl. performance): sposobnost ustvarjanja prodajnih rezultatov, koristnost uporabe, dosledno izvajanje in vpeljevanje principov predvsem v oglaševanju.
- Osebnost (angl. personality): blagovna znamka mora biti izrazita in se mora zavzemati za neke ideale. Prepogosta vnovična lansiranja in stalne spremembe pri upravljanju blagovne znamke so lahko izjemno škodljiva.
- Prisotnost na trgu (angl. presence): stalna in globalna navzočnost, sodobnost pri nastopu in zmožnost prilagajanja trgu, inovativnost pri politiki oglaševanja.

Monetarna vrednost naj bi se izračunala kot funkcija 3-eh P (angl. performance, personality, presence), kjer naj bi se upoštevali tržni delež, cenovna premija, stroški tržno-komunikacijske dejavnosti itd. Model spremljajo številne kritike, saj zgoraj omenjeni dejavniki ne povzamejo vseh pomembnih gradnikov, ki oblikujejo moč blagovne znamke.

2.1.3 Kombinirani modeli

V predhodnem sklopu opisani vedenjski modeli vključujejo številne psihografske elemente, kot so zavedanje o prisotnosti blagovne znamke, nakupovalni nameri porabnikov, nabor pomembnih elementov odločanja, prva misel, asociacije, privlačnost, kvaliteta izdelka, pomen izdelka za porabnika, edinstvenost, izraznost simbola blagovne znamke in priklicna moč. Končni rezultat je kvalitativna ocena vrednosti blagovne znamke, ki pa omogoča lastniku oziroma vodstvu podjetja vpogled v vire ustvarjanja vrednosti znamke in relativno razvrščanje znamk. Na drugi strani finančni modeli vključujejo elemente, ki temeljijo predvsem na poslovno finančnih kategorijah, in izhajajo iz ekonomske teorije in teorije poslovnih financ. Čeprav se močna znamka na srednji in daljši rok zrcali v nadpovprečni poslovni uspešnosti družbe, pa so finančno poslovni modeli omejeni, ker se usmerjajo v vrednotenje znamk predvsem s pomočjo kvantitativnih spremenljivk. Ocene vrednosti znamk povsem brez upoštevanja kvalitativne ocene vrednosti so lahko povsem neustrezne, saj obstaja verjetnost, da bodisi precenjujejo ali podcenjujejo prispevek blagovne znamke k vrednosti podjetja. Zato so se v praksi razvili kombinirani modeli ali tako imenovani modeli tretje generacije, ki združujejo elemente vedenjskih in poslovno-finančnih modelov.

Vrednost znamk se opredeljuje kot celota vseh predstav, ki se sprožijo pri kupcu, ko zazna blagovno znamko, hkrati pa se tudi upošteva konkurenčno okolje znamk. Uporabljajo so spremenljivke, ki izražajo porabnikovo vedenje in spremenljivke, ki so odraz finančnih učinkov obstoja znamk. To pomeni, da gre za kombiniranje kvalitativnih in kvantitativnih dejavnikov. Nekaj težav je povezano s pretvorbo kvalitativnih ugotovitev v kvantitativne, kar različni modeli in metodologije rešujejo različno. (Meissner, 2003, str. 40,41) Kritiki pa tudi vztrajajo, da so nekateri dejavniki in njihove uteži v teh modelih podvržene subjektivnosti, saj ni natančno pojasnjen delež pomembnosti finančnih in vedenjskih spremenljivk. Modeli naj bi

bili tudi preveč togi in neprilagodljivi različnim uporabnikom ter ne upoštevajo raznolikosti gospodarskih panog (BBDO, 2002, str. 54–68).

Sicer pa je potrebno tudi povedati, da se metodologije izračunavanja vrednosti blagovne znamke med seboj toliko razlikujejo, da so dobljeni rezultati včasih tako različni, da nekateri menedžerji celo dvomijo v uporabnost in koristnost teh modelov. Recimo blagovna znamka spletnega brskljalnika Googla je bila v letu 2007 ocenjena z modelom uglednega dunajskega inštituta BrandZ na 55,8 milijard evrov, medtem ko je z Interbrandovim model v istem letu za skoraj petkrat manj, na 11,6 milijarde evrov.

Najbolj uveljavljen in v praksi najbolj pogosto uporabljen je model vrednotenja blagovne znamke svetovalne družbe Interbrand, ki sodi pod okrilje Omnicom Group, največje skupine za storitve oglaševanja, tržnega komuniciranja na svetu. V nadaljevanju je največ pozornosti posvečene vrednotenju na podlagi Interbrandovega modela, saj sem ga zaradi uveljavljenosti, celovitosti in intuitivne integracije s poslovno finančno teorijo uporabila tudi pri oceni vrednosti blagovne znamke Finance.

a) Interbrandov model vrednotenja blagovne znamke

Izhodišče Interbrandovega modela je, da se vrednost znamke izraža v obliki ekonomskih koristi, ki jih ta prinaša lastniku. V tem pogledu se pristop naveže na koncept, ki je prisoten v teoriji poslovnih financ, in sicer, da je vrednost podjetja oziroma premoženja opredeljena kot čista sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov. Pri vrednotenju blagovne znamke se upoštevajo zgolj denarni tokovi, ki jih ustvari znamka in ne celotno podjetje. Ekonomske koristi znamke se po mnenju Interbranda zrcalijo v treh funkcijah znamke (Interbrand, 2006, str. 2):

- ustvarjanju stroškovnih sinergij,
- ustvarjanju povpraševanja po izdelkih in storitvah,
- zagotavljanju prihodnjega povpraševanja in s tem zmanjšanja poslovnih in finančnih tveganj.

Model postopek ocene vrednosti znamke razdeli na pet korakov (Interbrand, 2006, str. 2 - 3):

- Segmentacija blagovne znamke. Nakupovalno vedenje porabnikov in odnos do znamk se razlikuje med različnimi panogami in je v veliki meri odvisno od izdelka, značilnosti trga in načina distribucije. Ravno zaradi tega je možno vrednost znamke natančno določiti skozi ločeno oceno posameznih segmentov, ki predstavljajo zaokroženo in homogeno skupino kupcev. Vodstvo podjetja lahko informacije potrebne za sistematično upravljanje znamke pridobi zgolj z oceno vseh segmentov, v katerih je prisotna znamka.
- Finančna analiza. Ocena vrednosti znamke se začne z oceno vrednosti podjetja in nato določi delež oziroma vrednost, ki ga k oceni vrednosti podjetja prispeva znamka. V prvem koraku izračunamo ekonomsko dodano vrednost (angl. economic value added - EVA). Ta

nam pove ali je podjetje sposobno ustvarjati donos na kapital, ki presega stroške investiranega kapitala (angl. capital invested/employed). Ker je potencial za ustvarjanje vrednosti odvisen od prihodnjih denarnih tokov, je ekonomska dodana vrednost izračunana na podlagi ocen prihodnjih denarnih tokov v segmentu znamke v naslednjih petih letih in predpostavke o stopnji rasti neskončne vrste prihodkov znamke. Na tej točki je smiselno poudariti, da je potrebno razlikovati med izrazom »kapital« kot se pojavlja v slovenski terminologiji računovodskih standardov in s katerim se poimenuje lastniški kapital ter vsebinskim izrazom »kapital«, ki je sestavljen iz vsote lastniškega kot tudi dolžniškega kapitala.

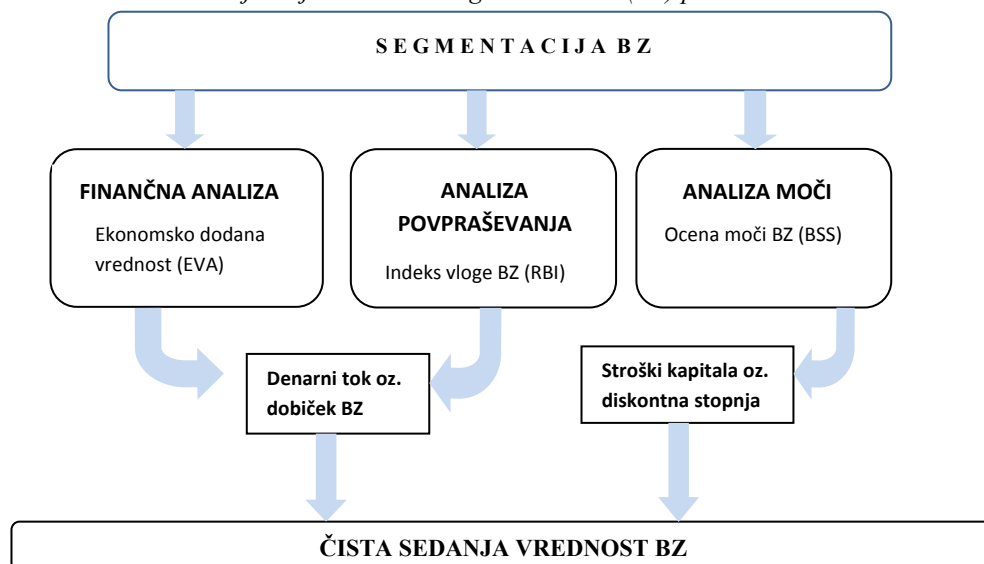
- Analiza povpraševanja. V tem koraku se analizira verigo ustvarjanja vrednosti znamke in njen položaj v glavah porabnikov. Da bi določili delež oziroma prispevek znamke k ekonomski dodani vrednosti podjetja, je potrebno raziskati kateri so dejavniki, ki vplivajo na povpraševanje in motivirajo porabnike k nakupu. Dejavnikom povpraševanja so, glede na njihov vpliv na povpraševanje, dodeljene uteži. Glede na vlogo, ki ga v posameznem segmentu igra določen dejavnik in dodeljeno utež, se izračuna prispevek posameznega dejavnika k povpraševanju kupcev v segmentu. Statistično gledano to omogoča tudi izračun vpliva, ki ga specifičen dejavnik ne pojasni in ga lahko pripišemo znamki. Ob upoštevanju uteži dodeljenih posameznih dejavnikov se tako določijo prispevki blagovne znamke pri pojasnjevanju povpraševanja. Seštevek prispevkov blagovne znamke po posameznih dejavnikih povpraševanja tvori indeks vloge blagovne znamke (angl. role of brand index - RBI). Rezultat zmnožka indeksa vloge blagovne znamke in ekonomske dodane vrednosti podjetja za posamezno leto je denarni tok oziroma dobiček pripadajoč blagovni znamki v določenem segmentu.

- Analiza moči blagovne znamke. Močnejša kot je znamka, manjše je tveganje, saj so bolj gotovi prihodnji denarni tokovi oziroma dobički znamke. Interbrand ocenjuje tveganje ustvarjanja prihodnjih denarnih tokov z analizo moči znamke v primerjavi s konkurenco na podlagi analize sedmih dejavnikov: panoga oziroma trg, stabilnost, tržni položaj znamke, vpetost znamke v trenutne trende, podpora znamki, razpršitve prisotnosti znamke in pravna zaščita. Pri tem je analiza omenjenih dejavnikov sestavljena iz analize ožjih dejavnikov. Rezultat analize moči je ocena moči znamke (angl. brand strength score -BSS), ki odraža relativno moč znamke glede na povprečje panoge oziroma tržnega segmenta, v katerem je znamka prisotna.

- Izračun čiste (neto) sedanje vrednosti. Sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov, ki pripadajo znamki, je obratno povezana z ocenjenim tveganjem povezanim z ustvarjanjem denarnih tokov. Tveganje, ki se odraža prek višine stroškov kapitala oziroma diskontne stopnje, je obratno povezano z oceno moči blagovne znamke. Slednja se pretvori v ustrezno diskontno stopnjo s pomočjo S-krivulje, s katero se simulira dinamika trga (več o lastnostnih S-krivulje je prikazano v prilogi). Kot posledica njene oblike se namreč znamke s skrajnim položajem v panogi odzivajo na spremembe v njihovi moči manj izrazito kot znamke, ki sodijo bližje sredini. Moč znamke določa diskontno stopnjo, s katero se diskontirajo denarni tokovi, ki pripadajo znamki in s tem računa čista sedanja vrednost znamk. Prihodnji denarni

tokovi teoretično najmočnejše znamke v segmentu se diskontirajo v diskontno stopnjo, ki je enaka netvegani dolgoročni obrestni meri kapitalskega trga, denarni tokovi povprečne blagovne znamke se diskontirajo s povprečnimi tehtanimi stroški kapitala panoge (angl. weighted average cost of capital), medtem ko se denarni tokovi najbolj šibke blagovne znamke in največjim tveganjem diskontirajo z najvišjimi tehtanimi stroški kapitala v panogi. Celoten postopek Interbrandovega modela povzema slika 7.

Slika 7: Prikaz ocenjevanja vrednosti blagovne znamke (BZ) po Interbrand modelu



Vir: Interbrand, *Brand Valuation*, 2006, str. 2.

b) BrandZ model

Kot sem že zapisala, je v zadnjih desetletjih nastalo kar nekaj kombiniranih modelov. Zaradi obsežnosti razlage posameznih modelov, sem se odločila, da na kratko opišem še dva kombinirana modela: modela BrandZ in Eurobrand.

Poleg Interbranda, ki objavlja lestvico 100 najvrednejših blagovnih znamk na svetu v ameriški reviji Business Week, je med bolj poznanimi tudi model BrandZ, ki ga je osnovala ameriška raziskovalna družba Millward Brown Optimor v sodelovanju s finančnim časnikom The Financial Times in družbo Datamonitor. Lestvico 100 najvrednejših blagovnih znamk razdelijo v 16 različnih kategorij glede na dejavnost in regije.

V modelu BrandZ izračunajo vrednost blagovne znamke v treh korakih (Brandz, 2009, str. 12):

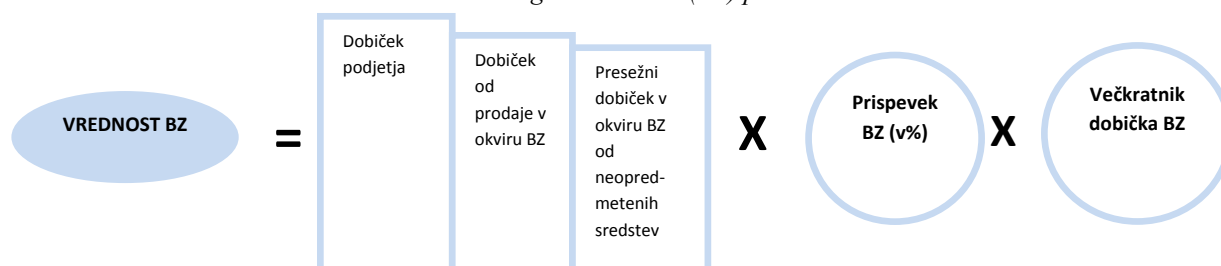
1. Dobički, ki se ustvarjajo s prodajo v okviru blagovne znamke (angl. branded earnings). Najprej se ugotovi delež dobičkov, ki jih ustvarja podjetje s prodajo izdelkov in storitev, ki se prodajajo pod blagovno znamko. Ko so omenjeni dobički ugotovljeni, se ugotovi absolutne stroške kapitala, ki izhajajo iz zahtevane stopnje donosnosti investorjev za kakršn koli naložbe v blagovne znamke. Dobički, ki se ustvarjajo s prodajo v okviru

blagovne znamke, se zmanjšajo za tako izračunane absolutne stroške kapitala. S tem se zajame zgolj del dobičkov, ki presegajo zahtevane donose investorjev. Ti presežni dobički pomenijo izhodišče za izračun dodane vrednosti, ki jo blagovna znamka prispeva k vrednosti podjetja.

2. Prispevek blagovne znamke (angl. brand contribution). V drugem delu se ugotavlja, kolikšen delež dobičkov, ki se ustvarjajo s prodajo v okviru blagovne znamke, nastaja kot posledica tesne vezi blagovne znamke z njenimi kupci. Omenjeni delež dobičkov, ki nastaja kot posledica lastniškega kapitala blagovne znamke, se imenuje prispevek blagovne znamke in govori o tem, kakšno vlogo pri ustvarjanju dobičkov igra blagovna znamka. Prispevek se ugotavlja v temeljiti analizi obnašanja potrošnikov v določeni regiji ali trgu in v odnosu z različnimi blagovnimi znamkami.

3. Večkratnik dobička, ki pripada blagovni znamki (angl. brand earnings multiple). V zadnjem koraku ugotavljajo, kakšen je potencial za rast dobičkov, ki nastajajo kot posledica blagovne znamke. Pri tem so analizirane napovedi o finančnem poslovanju družb in izdatkih porabnikov. Rezultat analize je večkratnik dobička, ki je usklajen z metodami, uporabljanimi s strani finančnih analitikov. Hkrati se vse napovedi preverijo z zadnjimi napovedmi glede ekonomske aktivnosti, ki jih pripravlja Mednarodni denarni sklad.

Slika 8: Vrednost blagovne znamke (BZ) po BrandZ modelu



Vir: BrandZ, Top most valuable brands 2009, 2009, str.: 12.

c) Eurobrand model

Slovenski managerji kot tudi ostali voditelji okrog 3.000 evropskih podjetij iz 24 držav v zadnjem času pogledujejo tudi po ocenah vrednosti blagovnih znamk Eurobrand, ki jih pripravlja dunajski zasebni institut European Brand Institute in objavlja na spletni strani <http://study.eurobrand.cc/>. Na lestvico, ki jo pripravijo vsako leto, se je lani kot tudi predlani uvrstil velenjski proizvajalec bele tehnike Gorenje kot najvrednejša slovenska blagovna znamka. Vrednost blagovne znamke Gorenje se je lani v primerjavi z letom prej povečala za 16,5 odstotka na 445 milijonov evrov. Raziskava razvršča znamke, podobno kot model BrandZ, po kategoriziranih lestvicah v šestnajstih industrijskih panogah glede na blagovne znamke korporacij, individualne blagovne znamke, glede na državo ter panogo.

Lansko leto, ko je bila objavljena zadnja lestvica Eurobrand 2008, so izračune opravili na podlagi primerjalne »benchmark« analize. Vsaki opazovani znamki so določili benchmark

blagovno znamko, s katero so jo primerjali. V naslednjem koraku se za izhodišče vrednotenja upošteva razmerje med vrednostjo benchmark blagovne znamke in njenih prihodkov ter izvede korekcijsko tehtanje z analizo naslednjih vplivnih faktorjev: trenutno poslovanje, konkurenčna moč, tržni položaj, dojemanje znamke in vedenje ciljnih skupin, naložbe in potencial za razvoj in rast. Rezultat procesa je specifična ocena razmerja med vrednostjo blagovne znamke in njenimi prihodki oziroma specifični večkratnik prihodkov blagovne znamke (angl. brand revenue multiple). Vrednost blagovne znamke se oceni tako, da se specifični večkratnik prihodkov pomnoži s prihodki, ki pripadajo blagovni znamki.

d) Ostali kombinirani modeli

Poleg zgoraj omenjenih modelov se med kombinirane modele omenjajo še model A. C. Nielsena, ki temelji na konceptu bilance stanja blagovne znamke; Bekmeier-Feuerhahnov model, ki v izhodišče postavi vrednotenje blagovne znamke, ki ima poudarek na analizi tržnega položaja blagovne znamke, Semionov model, ki se za ocenjevanje blagovne znamke upošteva finančno vrednost podjetja, moč, zaščito in imidž blagovne znamke, GfK model, ki temelji na konceptu moči blagovne znamke in ostali (BBDO, 2001, str. 59-68).

3 OCENA VREDNOSTI BLAGOVNE ZNAMKE FINANCE

Po pregledu modelov različnih konceptov, ki se ukvarjajo z vlogo blagovne znamke, upravljanjem in vrednotenjem, je to poglavje posvečeno predvsem prikazu praktičnega primera vrednotenja blagovne znamke, pri čemer sem si za predmet preučevanja izbrala blagovno znamko Finance, ki je v lasti časopisno založniškega podjetja Časnik Finance, časopisno založništvo, d.o.o.. Poglavje je razdeljeno na dva dela:

- Vrednotenje podjetja Časnik Finance. Sklop zajema kratek opis podjetja in poslovnega okolja. Temu sledi pregled preteklega poslovanja družbe (od leta 2002 do leta 2008) ter napoved poslovanja in izdelava bilance stanja in izkaza poslovnega izida (do leta 2012). Omenjeni izkazi so uporabljeni za izračun pričakovanih denarnih tokov in njihove sedanje vrednosti ter s tem vrednosti celotnega podjetja.
- Vrednotenje blagovne znamke Finance. Sklop zajema praktični prikaz treh pristopov k vrednotenju blagovne znamke, ki vodijo v kvantitativno oceno vrednosti blagovne znamke. Prvi model je model Simon in Sullivan, ki sodi med enostavnejše, vendar pogosto uporabljane modele pri površnem ocenjevanju blagovnih znamk in ga pogosto uporabljajo tudi slovenski menedžerji (Petrov, v Financah 2007). Drugi je licenčni model, ki se zelo pogosto uporablja v svetovni praksi, ker je univerzalen, učinkovit in ni pravnih omejitev pri njegovi uporabi. Tretji je Interbrandov kombinirani model, ki ga je razvil in zaščitil Interbrand kot vodilna družba na področju vrednotenja blagovnih znamk.

3.1 Vrednotenje podjetja Časnik Finance

3.1.1 Opis podjetja

Časnik Finance je slovensko hčerinsko podjetje švedske založniške družbe Bonnier Business Press. Skupino podjetij Bonnier Business Press je v letu 2008 skupaj s Časnikom Finance sestavljalo deset hčerinskih družb v enakem številu držav, ki so specializirane za izdajanje poslovnih medijev, predvsem časopisov. Skupina omenjenih poslovnih medijev je v letu 2008 imela 226 milijonov evrov prihodkov od prodaje, 19,7 milijona evrov dobička iz poslovanja in je zaposlovala 1.837 oseb. Skupina podjetij Bonnier Business Press je del mednarodne medijsko-založniške skupine Bonnier AB (Letno poročilo Časnika Finance, 2008).

Časnik Finance je v letu 2008 imel 13,1 milijona evrov čistih prihodkov od prodaje, 1,3 milijona evrov poslovnega izida iz poslovanja in 1,2 milijona čistega poslovnega izida obračunskega obdobja in je zaposloval 132 oseb. Glavna izdaja, ki izhaja pod okriljem družbe, je Poslovni dnevnik Finance, ki pomeni tri četrtine prihodkov družbe. Preostanek prispevajo prihodki področja revij, kjer sta bili med najboljše branimi revija Moje Finance in Manager, internetnih portalov www.finance.si in www.mojevro.si ter področja organizacije poslovnih dogodkov, ki jih družba ponuja pod blagovno znamko Poslovna akademija (Letno poročilo Časnika Finance, 2008).

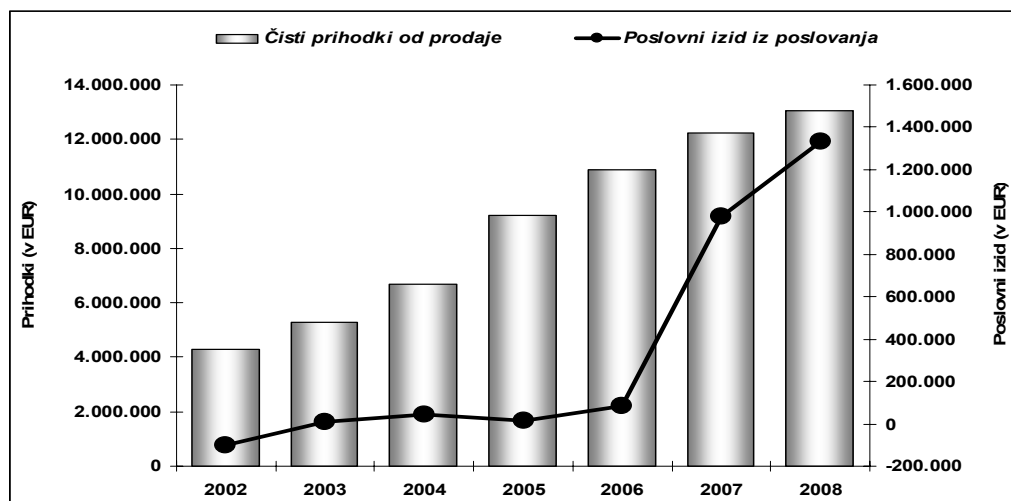
Na področju dnevnega časopisja poslovni dnevnik Finance, kot glavna tiskana izdaja družbe, nima tekmeca, ki bi se specializiral za izdajanje poslovnega medija, vseeno pa določeno konkurenco predstavljajo odseki dnevnih časopisov, ki so namenjeni pokrivanju gospodarstva. Po podatkih Nacionalne raziskave branosti o branosti dnevnega časopisja za prvo polletje 2009 v primerjavi z drugim polletjem 2008 objavljenih na spletnem naslovu www.nrb.info, ki jo izvaja družba Valicon, so Finance z dosegom 53.000 oseb na sedmem mestu med slovenskimi dnevniki. Ciljna skupina časopisa je predvsem poslovna javnost, ki jo po analizi segmentacije bralcev družbe Valicon sestavlja okrog dva odstotka bralcev medijev v Sloveniji oziroma 27.000 oseb. Zapolnitev omenjenega segmenta z doseganjem števila 20.000 naročnikov je eden od strateških ciljev družbe. Konec leta 2008 je število naročnikov preseglo 14.000 oseb, kar pomeni, da Poslovni dnevnik Finance zgolj z naročninskimi razmerji pokriva večino poslovnega segmenta. Segmentacija Nacionalne raziskave branosti za leto 2007 sicer razkriva, da 60 odstotkov poslovne javnosti bere Poslovni dnevnik Finance, 47 odstotkov pa revijo Moje Finance. Vsebinska, ki jo ponujajo Finance, je sprejeta tudi zunaj kroga poslovne javnosti, kar se odraža v številu obiskovalcev na spletnem portalu www.finance.si, ki je imel konec lanskega leta 111.747 povprečnih tedenskih uporabnikov. Z izjemo, da ima časnik Finance glavno vlogo v segmentu širše poslovne javnosti, poslovni model ne odstopa od modela drugih klasičnih plačljivih medijev, ki prihodke ustvarjajo na podlagi oglasnih prihodkov in prihodkov od prodane naklade. Slednja je sestavljena iz prihodkov od naročnin in prihodkov od tako imenovane kolportaže oziroma prodaje na stalnih distribucijskih mestih, kot so denimo trafike ali trgovine.

Če pogledamo razdelitev prihodke Poslovnega dnevnika Finance od leta 2002 do leta 2008, lahko ugotovimo, da se delež oglasnih prihodkov giblje okrog 60 odstotkov prihodkov, delež prihodkov od prodane naklade pa okrog 40 odstotkov prihodkov dnevnika. Gibanje oglasnih prihodkov je močno odvisno od splošne gospodarske aktivnosti in rasti obsega poslovanja družb, ki oglašujejo v izdajah družbe, saj so oglaševalski proračuni praviloma vezani na delež prihodkov družb. Oglasni prihodki oziroma izdatki za oglaševanje se zato gibljejo v skladu z gospodarskimi cikli in so v trenutnih razmerah recesije v upadu (Letno poročilo Časnika Finance, 2008). Prihodki od prodane naklade so nekoliko manj občutljivi na ciklična nihanja, še zlasti, če pretežno temeljijo na naročninskem razmerju, tako kot v primeru Poslovnega dnevnika Finance. Omenjene lastnosti bomo kasneje uporabili pri izgradnji srednjeročnih ocen finančnih izkazov podjetja.

3.1.2 Pregled preteklega poslovanja podjetja

Kot izhodišče za pripravo napovedi finančnih izkazov v naslednjih štirih letih sem zbrala podatke o poslovanju podjetja od leta 2002 do leta 2008. Vse podatke sem črpala iz javno dostopnih letnih poročil družb, ki so na voljo na spletnih naslovih Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJ PES) in spletnega portala www.gvin.com. Podatke, ki so se nanašali na čas pred prevzemom evra, sem preračunala s pomočjo zgodovinskih povprečnih letnih deviznih tečajev, če so se nanašali na izkaz poslovnega izida in dnevnih tečajev na zadnji dan koledarskega leta, če so se nanašali na bilanco stanja. Vsi izkazi so v celoti prikazani v prilogi k diplomskemu delu, na tem mestu pa bom izpostavila zgolj izbrane podatke. Slika 9 prikazuje gibanje prihodkov od prodaje in poslovnega izida iz poslovanja družbe.

Slika 9: Poslovanje Časnika Finance v obdobju od leta 2002 do 2008



Vir: Letna poročila Časnika Finance.

Kot je razvidno iz slike 9 je družba v opazovanem obdobju beležila strmo rast poslovanja. Prihodki so od leta 2002 do leta 2009 v povprečju rasli z 39,6-odstotno letno stopnjo. Zlasti v

zadnjih dveh letih je opazen tudi skok poslovnega izida iz poslovanja oziroma dobička pred obrestmi in davki (angl. EBIT – earnings before interest and taxes). Dobičkonosnost družbe se je v zadnjih dveh letih močno izboljšala. V tabeli 2 je prikazan povzetek nekaj izbranih pokazateljev donosnosti poslovanja podjetja skupaj s kratkim pojasnilom, kako so izračunani. V zadnjih dveh letih so donosnost sredstev, marža iz poslovanja, čista donosnost lastniškega kapitala in čista marža močno poskočili.

Tabela 2: Izbrani pokazatelji donosnosti poslovanja od leta 2002 do 2008

<i>Leto</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Donosnost sredstev (ROA = EBIT/ Sredstva konec obdobja)	-45,7%	3,3%	11,0%	1,6%	2,8%	22,7%	23,0%
Marža iz poslovanja (EBIT / Čisti prihodki od prodaje)	-10,6%	0,7%	2,8%	0,6%	0,8%	8,0%	10,2%
Čista donosnost lastniškega kapitala (ROE = Čisti izid obračunskega obdobja/ končni kapital)	-180,0%	15,4%	42,3%	56,7%	0,8%	49,8%	40,0%
Čista marža (Čisti izid obračunskega obdobja / Čisti prihodki od prodaje)	-11,2%	0,9%	3,3%	5,3%	0,1%	7,1%	8,9%

Vir: Letna poročila Časnika Finance.

Osnova za vrednotenje podjetja je izračun prostih denarnih tokov (angl. FCFF - free cash flow to firm) (Damodaran, 1996, str. 534):

$$FCFF = (EBIT) * (1 - DS) + AM - IN - \Delta OK \quad (9)$$

$$FCFF = NOPAT + AM - IN - \Delta OK \quad (10)$$

FCFF.....prosti denarni tok družbe

EBIT.....poslovni izid iz poslovanja oziroma dobiček pred obrestmi in davki

DS.....davčna stopnja na dobiček

NOPAT= EBIT(1-DS)poslovni izid iz poslovanja po davkih*

AM.....amortizacija

IN.....izdatki za naložbe

ΔOK.....sprememba nederavnega obratnega kapitala

V tabeli 3 je prikazan izračun prostih denarnih tokov za Časnik Finance za izbrano obdobje. To vključuje eno leto manj kot je podatkov za finančne izkaze, saj se spremembe obratnega kapitala in izdatki za naložbe izračunavajo iz dveh zaporednih bilanc stanja. Vidimo, da je družba zadnji dve leti poslovanja beležila močan prosti denarni tok, ki je presegal milijon evrov letno.

Tabela 3: Izračun prostih denarnih tokov za obdobje od leta 2003 do leta 2008

<i>Leto</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
<i>Čisti prihodki od prodaje</i>	<i>5.284.036</i>	<i>6.684.424</i>	<i>9.199.139</i>	<i>10.896.699</i>	<i>12.237.184</i>	<i>13.061.588</i>
<i>Dobiček iz poslovanja minus davki (NOPAT)</i>	<i>36.113</i>	<i>186.815</i>	<i>456.901</i>	<i>-22.848</i>	<i>780.809</i>	<i>980.998</i>
<i>Amortizacija (AM)</i>	<i>163.709</i>	<i>174.192</i>	<i>241.225</i>	<i>290.398</i>	<i>219.940</i>	<i>172.993</i>
<i>Naložbe v opredmetena osnovna sredstva (IN)</i>	<i>156.148</i>	<i>182.720</i>	<i>278.044</i>	<i>471.893</i>	<i>134.800</i>	<i>128.980</i>
<i>Sprememba v vrednosti obratnega kapitala (OK)</i>	<i>177.162</i>	<i>107.428</i>	<i>105.192</i>	<i>-141.248</i>	<i>-322.064</i>	<i>-890</i>
<i>Prosti denarni tok podjetju (FCFF)</i>	<i>-133.488</i>	<i>70.858</i>	<i>314.891</i>	<i>-63.094</i>	<i>1.188.013</i>	<i>1.025.901</i>

Vir: Letna poročila Časnika Finance.

3.1.3 Ocena prihodnjih denarnih tokov in vrednosti podjetja

Za namene vrednotenja podjetja je potrebna ocena prihodnjih denarnih tokov podjetja, ki temelji na oceni izkaza poslovnega izida in bilance stanja podjetja za naslednja štiri leta. Celotni izkazi so prikazani v prilogi. V napoved poslovanja v naslednjih štirih letih je upoštevan pričakovan upad prihodkov podjetja v letu 2009 in postopno okrevanje v naslednjih treh letih. Zadnji podatki o gibanju oglasnih prihodkov medijev v obdobju recesije nakazujejo, da se bodo oglaševalski prihodki medijev v letu 2009 skrčil za več kot 10 odstotkov. Po zadnjih ocenah in podatkih, ki so se pojavili v javnosti, so tiskani mediji pod večjim pritiskom od drugih oblik oglasnega prostora kot sta na primer televizija in internet. (Petrov, v Financah, marec 2009). Ob upoštevanju tega sem uporabila naslednje glavne predpostavke pri oblikovanju napovedi za obdobje med letom 2009 in 2012:

- Upad čistih prihodkov od prodaje v letu 2009 za 15 odstotkov, čemur sledi 10-odstotna rast v letu 2010 ter 5-odstotna rast v letu 2011 in 2012.
- Podjetje se je na krčenje prihodkov v letu 2009 odzvalo z zmanjšanjem plač za 10-odstotkov, vendar šele z marcem 2009, zato sem predvidevala znižanje stroškov dela za osem odstotkov v celem letu. Zatem sem predvidevala enako raven stroškov dela v letu 2010 in petodstotno rast v letih 2011 in 2012, ko se bo poslovanje izboljšalo.
- Stroške storitev, ki zajemajo predvsem stroške tiska in distribucije ter ostale stroške sem ocenila z pomočjo povprečnega deleža v celotnih poslovnih prihodkih v preteklih letih.
- Povprečna stanja terjatev in obveznosti ter drugih sredstev sem ocenila s pomočjo zgodovinskih razmerij glede na celotne prihodke in stanja v bilanci stanja.

V tabeli 4 je prikazan povzetek izračuna prostega denarnega toka za podjetje Časnik Finance od leta 2007 do leta 2012. V izračunih za obdobje po letu 2012 sem uporabila predpostavko 3-odstotne rasti prostega denarnega toka. Ta temelji predvsem na ugotovitvi, da so se dobički podjetja v prihodnosti v zelo omejenem obsegu zadržali v podjetju, zaradi razmeroma skromnih potreb po kapitalu.

Tabela 4: Napoved prostih denarnih tokov za obdobje do leta 2012

Leto	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Čisti prihodki od prodaje	12.237.184	13.061.588	11.106.177	12.216.794	12.827.634	13.469.016
Dobiček iz poslovanja minus davki (NOPAT)	780.809	980.998	271.106	659.166	780.252	921.843
Amortizacija (AM)	219.940	172.993	145.359	159.895	167.890	176.285
Naložbe v opredmetena osnovna sredstva (IN)	134.800	128.980	109.942	171.064	238.534	185.960
Sprememba v vrednosti obratnega kapitala (OK)	-322.064	-890	59.260	-5.795	-3.187	-3.347
Prosti denarni tok podjetju (FCFF)	1.188.013	1.025.901	247.264	653.792	712.796	915.514

Vir: Letna poročila Časnika Finance.

Vrednost podjetja sem ocenila kot sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov oziroma donosov imetnikov dolžniškega in lastniškega kapitala, torej prostih denarnih tokov. Splošno enačbo za izračun vrednosti v razmerah negotovosti podjetja lahko zapišemo (Mramor, 1990. str: 100-102):

$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E(FCFF)}{(1 + E(WACC))^n} \quad (11)$$

V...vrednost podjetja

E(FCFF)= pričakovani donos imetnikom kapitala = prosti denarni tok družbi

E(WACC)= zahtevana stopnja donosnosti = ocena tehtanih povprečnih stroškov kapitala

V primeru ocene vrednosti podjetja Časnik Finance na dan 31.12.2008 sem pripravila dejanski denarni tok v letu 2008, napovedi za obdobje od leta 2009 do 2012, medtem ko sem preostalo vrednost (angl. terminal value) ocenila s pomočjo Gordonove enačbe ob predpostavki konstantne rasti prostega denarnega toka (g)². Uporabljeno enačbo pri oceni vrednosti podjetja lahko zapišemo sledeče:

$$V = \frac{E(FCFF)_{2009}}{(1 + E(WACC))} + \frac{E(FCFF)_{2010}}{(1 + E(WACC))^2} + \frac{E(FCFF)_{2011}}{(1 + E(WACC))^3} + \frac{E(FCFF)_{2012}}{(1 + E(WACC))^4} + \frac{\left(\frac{E(FCFF)_{2012} * (1 + g)}{E(WACC) - g} \right)}{(1 + E(WACC))^4} \quad (12)$$

Preden lahko ocenim vrednost podjetja je potrebna ocena zahtevane stopnje donosnosti oziroma tehtanih povprečnih stroškov kapitala (angl. weighted average costs of capital). Enačba za izračun se glasi:

$$E(\tilde{r}_A) = E(WACC) = W_{LK} * E(\tilde{r}_{LK}) + W_{DK} * (1 - t) * E(\tilde{r}_{DK}) \quad (13)$$

² Ob predpostavki, da prosti denarni tok raste v neskončnost s stopnjo g , potem enačbo za vrednost podjetja lahko preuredimo:

$$V = \frac{E(FCFF_{n+1}) * (1 + g)}{(E(WACC) - g)}$$

Gre za enačbo, ki opisuje tako imenovani Gordonov model rasti (Gordon, 1962)

$W_{LK} = LK/(DK+LK)$ =delež lastniškega kapitala v vsoti lastniškega in dolžniškega kapitala

$W_{DK} = DK/(DK+LK)$ =delež dolžniškega kapitala v vsoti lastniškega in dolžniškega kapitala

$E(\tilde{r}_{LK})$ zahtevana donosnost imetnikov lastniškega kapitala oziroma strošek lastniškega kapitala

$E(r_{DK})$ zahtevana obrestna mera imetnikov dolžniškega kapitala oziroma strošek dolžniškega kapitala

t davčna stopnja na dohodek pravnih oseb

Ker se podjetje pri financiranju svojega poslovanja zanaša zgolj na lastniški kapital, je najpomembnejša ocena stroškov lastniškega kapitala $E(\tilde{r}_{LK})$. Te sem ocenila s pomočjo modela CAPM po naslednji enačbi (Damodaran, 1996, str. 640):

$$E(\tilde{r}_{LK}) = r_f + \beta * [E(\tilde{r}_M) - r_f] + CRP \quad (14)$$

r_fnetvegana obrestna mera oziroma donosnost netvegane naložbe

βkoeficient sistematičnega tveganja

$[E(\tilde{r}_M) - r_f]$razlika med pričakovano donosnostjo naložbe v racionalno košarico tveganih naložb in netvegano obrestno mero

CRP.....premija za deželno tveganje

Kot donosnost netvegane naložbe sem upoštevala donosnost do dospelja 10-letnih nemških državnih obveznic v višini 3,2 odstotka. Za druge vhodne podatke sem se oprla na svetovno bazo podatkov, ki jo pripravlja Aswath Damodaran na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Upoštevala sem koeficient beta brez finančnega vzvoda za panogo časopisno založništvo v Evropi. Glede na to, da se družba ne financira z dolžniškim kapitalom, koeficienta ni bilo potrebno prilagoditi za finančni vzvod. Koeficient panožne bete znaša 0,74. Čeprav je zgodovinska razlika med donosi tveganih naložb in netveganih naložb od leta 1928 do leta 2008 4,8 odstotne točke, pa sem upoštevala Damodaranovo priporočilo, da velja za vrednotenje v trenutnem okolju finančne in gospodarske krize uporabljati premijo za tvegane delniške naložbe (angl. implied equity risk premium), ki je bila po njegovih izračunih 6,4 odstotne točke (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Zato sem uporabila razliko v višini šest odstotnih točk. Kot premijo za deželno tveganje sem uporabila oceno Aswatha Damodarana, ki temelji na razliki v bonitetnih ocenah posameznih držav v primerjavi z ZDA, ki imajo najboljšo možno oceno kreditnega tveganja. Pri izračunu sem uporabila premijo za deželno tveganje v višini 1,5 odstotne točke. Tako sem ocenila stroške lastniškega kapitala na 9,14 odstotka, ki so hkrati enaki tehtanim stroškom kapitala oziroma zahtevani donosnosti ($E(WACC)$). Če družba ne uporablja dolžniškega kapitala, je utež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu W_{LK} enaka 1.

$$E(\tilde{r}_{LK}) = r_f + \beta * [E(\tilde{r}_M) - r_f] + CRP = 3,20\% + 0,74 * 6,00\% + 1,50\% \quad (15)$$

$$E(\tilde{r}_{LK}) = 9,14\% \approx E(WACC); \text{ ob pogoju } W_{LK} = 1$$

Ob upoštevanju tehtanih povprečnih stroškov kapitala, prikazanih ocen denarnih tokov in upoštevanju enačbe 11 lahko ocenim vrednost podjetja.

$$V = \frac{E(FCFF)_{2009}}{(1+E(WACC))} + \frac{E(FCFF)_{2010}}{(1+E(WACC))^2} + \frac{E(FCFF)_{2011}}{(1+E(WACC))^3} + \frac{E(FCFF)_{2012}}{(1+E(WACC))^4} + \frac{\left(\frac{E(FCFF)_{2012} * (1+g)}{E(WACC)-g} \right)}{(1+E(WACC))^4} \quad (16)$$

$$V = \frac{247.264}{(1+0,0914)} + \frac{653.792}{(1+0,0914)^2} + \frac{712.796}{(1+0,0914)^3} + \frac{915.514}{(1+0,0914)^4} + \frac{\left(\frac{915.514 * (1+0,03)}{0,0914-0,03} \right)}{(1+0,0914)^4}$$

$$V = 226.557 + 548.873 + 548.294 + 645.252 + 10.824.260 = 12.793.236$$

$$V = 12.793.236$$

Vrednost podjetja je seštevek lastniškega kapitala in neto dolžniškega kapitala. Časnik Finance na dan 31.12.2008 ni imelo finančnih obveznosti, temveč presežek denarnih sredstev, ki so vsebinsko negativni dolg. Pri oceni lastniškega kapitala je potrebno od vrednosti podjetja odšteti neto dolg, vendar ker je ta v tem primeru negativen oziroma ima podjetje denarne presežke se znesek prišteje vrednosti podjetja. Ob upoštevanju denarnih presežkov v višini 264 tisoč evrov je ocenjena vrednost lastniškega kapitala Časnika Finance 13.057.076 evrov.

3.2 Vrednotenje blagovne znamke Finance

V nadaljevanju sledi praktični prikaz treh pristopov (model Simon in Sullivan, licenčni model in Interbrandov kombinirani model) k vrednotenju blagovne znamke Finance, ki vodijo v kvantitativno oceno vrednosti blagovne znamke.

3.2.1. Ocena blagovne znamke Finance z metodo Simon in Sullivanove

V zadnjem času so se v javnosti pojavljale grobe ocene vrednosti slovenskih blagovnih znamk. Tako sta denimo predsednika uprav Mercatorja Žiga Debeljak in Gorenja Franjo Bobinac vrednost znamk za svoji skupini ocenila kot razliko med tržno kapitalizacijo družb in knjigovodsko vrednostjo kapitala (Petrov, v Financah 2007). Gre za grobo oceno, ki izhaja iz pristopa, ki sta ga za ocenjevanje vrednosti neopredmetenih sredstev razvili Carol J. Simon in Mary W. Sullivan iz Univerze v Čikagu. Model, ki sta ga zasnovali Simon in Sullivanova, izhaja iz tržnih vrednosti podjetij na kapitalskem trgu. To je pogosto podvrženo velikim nihanjem. Zaradi tega lahko prihaja tudi do velikih nihanj v oceni neopredmetenih sredstev. Pristop ni uporaben za nejavne družbe, katerih delnice niso uvrščene na borzo. Zato sem za primer podjetja Časnik Finance, ki ni uvrščena na borzo, uporabila lastno oceno poštene vrednosti lastniškega kapitala, ki temelji na postopku diskontiranja pričakovanih denarnih

tokov in znaša 13.057.076 evrov. Tako lahko zapišem enačbo in izračunam oceno neopredmetenih sredstev (V_{NS}) v lasti Časnika Finance na 10.245.327 evrov:

$$V_{NS} = V_{LK} - K_{LK} - K_{NS} + \Delta FP = 13.057.076 - 2.892.264 - 80.425 + 0 = 10.245.237 \quad (17)$$

V_{NS}vrednost neopredmetenih sredstev

V_{LK}ocena vrednost lastniškega kapitala podjetja

K_{LK}knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

K_{NS}knjigovodska vrednost neopredmetenih sredstev

ΔFPprevrednotenje finančnega premoženja na pošteno vrednost

V primeru, da celotno vrednost neopredmetenih sredstev pripišemo blagovni znamki, je vrednost blagovne znamke Finance 10.245.327 evrov. Glede na delovanje medijev je zagotovo del neopredmetenih sredstev povezanih s človeškim kapitalom, znanjem in veščinami ter celotno bazo podatkov in informacij, ki so nastali v dolгих letih delovanja časopisa. Teoretično bi lahko dobljeno vrednost v celoti pripisali neopredmetenim sredstvom oziroma v skrajnem primeru zgolj blagovni znamki. Ker slednje v večini primerov verjetno ni razumno, sem opravila anketo med družbami, ki so vključene v indeks SBITOP ter ugotovila, da v povprečju družbe pripisujejo med polovico do treh četrtin poštene vrednosti neopredmetenih sredstev blagovni znamki. Anketa in izračuni vrednosti blagovnih znamk družb so bili objavljeni v junijski številki revije Manager+ (Manager+, 2008, str. 24-26). Če upoštevamo rezultate ankete med največjimi slovenskimi družbami, potem vrednost blagovne znamke Finance na podlagi modela Simon in Sullivan ocenimo na razponu med 5.122.619 in 7.683.928 evrov.

Možna pomanjkljivost, ki ga prinaša model Simon in Sullivan za vrednotenje neopredmetenih sredstev je, da za izhodišče izračuna jemlje tržno vrednost podjetja na kapitalskem trgu, ki pogosto močno niha in v določeni meri odraža portfeljske tokove denarja, medtem ko je lastniški kapital računovodska kategorija, ki je bolj toga. To pomeni, da vrednost neopredmetenih sredstev in blagovne znamke niha nadpovprečno glede na vrednost podjetja. Druga pomanjkljivost modela Simon in Sullivan je ta, da se pridobljena ocena nanaša na neopredmetena sredstva, katerih del je blagovna znamka. Čeprav se pogosto privzame, da se celotna ocena pripiše blagovni znamki oziroma blagovnim znamkam v primeru, da je prisotna košarica blagovnih znamk, pa je to vprašljivo v primeru, ko neopredmetena sredstva niso sestavljena zgolj iz blagovnih znamk. V takšnem primeru se zastavlja vprašanje, kako dodeliti ocenjeno vrednost različnim sredstvom.

3.2.2 Ocena blagovne znamke Finance z licenčnim modelom

V praktičnem pogledu, ko je potrebno oceniti vrednost blagovne znamke v procesu pogajanj ob pridobitvi ali odsvojitvi znamk kot posameznih sredstev ali prevzemov celotnih podjetij, je ena najbolj pogostih pristopov licenčni model, kjer se vrednost znamke ugotovi kot sedanja

vrednost pričakovanih licenčnin. Eno glavnih vprašanj postane stopnja licenčnine (angl. royalty rate) - odstotek prihodkov od prodaje izdelkov pod blagovno znamko, ki ga lahko njen lastnik zahteva v primeru, da bi pravico do uporabe znamke v celoti ali delno prenesel na drugo osebo. Tovrstna praksa je uveljavljena in obstajajo specializirani ponudniki baz podatkov o licenčnih stopnjah, ki so bile dogovorjene za izdelke ali storitve v posameznih panogah. Tako se pri vrednotenju znamk uporabi dejanske stopnje licenčnine v določeni panogi, ki so predmet pogodb za sorodne izdelke in storitve. V bolj splošnih vrednotenjih se uporablja pri tej tehniki določeno povprečje licenčnin. Sčasoma so se s pogajanjem razvila standardna pogajalska izhodišča glede višine licenčnin oziroma tako imenovano merilo palca (angl. rule of thumb). Tovrstno standardno merilo je, da se licenčnine v izhodišču gibljejo okrog četrtnine marže iz poslovanja oziroma marže pred davki (poslovnega izida iz poslovanja ali dobička pred davki kot delež poslovnih prihodkov ustvarjenih s prodajo izdelkov pod določeno znamko). Omenjeno merilo palca se v praksi najpogosteje uporabi na povprečju marž, ki se dosegajo v določeni panogi. V primeru, da ponudniki z izdelki, ki se prodajajo pod določeno znamko, dosegajo nadpovprečne marže, se merilo uporabi in presoja na podlagi marž posameznega ožjega segmenta. V povprečju licenčne stopnje pogosto dosegajo okroglih pet odstotkov, zato je omenjena stopnja pogosto citirana kot standard (Weiler, 2004, str. 36).

Da bi ocenila licenčnino v primeru licenčne pogodbe za uporabo blagovne znamke Finance sem uporabila tehtano povprečje treh pristopov:

- Ocena dolgoročno vzdržne marže pred davki (angl. pre-tax margin) za Časnik Finance. Podlaga so bile napovedi o poslovanju družbe. Hkrati sem preučila poslovanje treh največjih slovenskih časopisno založniških podjetij (Delo, Dnevnik, Večer), ki izdajajo plačljive časnike v primerjavi s poslovanjem Časnika Finance. Ugotovila sem, da Časnik dosega skoraj dvakrat višjo maržo pred davki v primerjavi s konkurenco. Ocenjujem, da višja dobičkonosnost ni naključna temveč je posledica več dejavnikov, ki odražajo moč znamke, nišnega položaja na trgu in uredniškega »know-howa«, ki je specifičen. Na podlagi trendov poslovanja, ocen srednjeročnega in dolgoročnega razvoja podjetja sem ocenila, da lahko dosega maržo pred davki v višini 10 odstotkov.
- Povprečje evropske marže v časopisnem založništvu. V drugem pristopu sem kot osnovo za izračun licenčne stopnje uporabila povprečno maržo pred davki v evropskem časopisnem založništvu (12,9 odstotka). Tu sem se oprla na bazo podatkov, ki jih pripravlja in na svoji spletni strani (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) objavlja Aswath Damodaran.
- Mediana dejanskih licenčnih stopenj. V tretjem pristopu sem uporabila dejanske podatke o licenčnih stopnjah po panogah, ki sem jih poiskala na spletu, in sicer gre za podatke družbe RoyaltySource, specializiranega ponudnika informacij o višini licenčnih stopenj v dejanskih transakcijah oziroma sklenjenih pogodbah. Mediana licenčne stopnje v panogi medijev in zabave (angl. media and entertainment) je 5 odstotkov (<http://www.royaltysource.com/>). Povzetek ocene licenčne stopnje je prikazan v tabeli 5.

Tabela 5: Ocena licenčne stopnje

<i>Podlaga za oceno</i>	<i>Marža</i>	<i>Licenčna stopnja</i>	<i>Delež</i>
<i>Ocena vzdržne marže za Časnik Finance</i>	10,0%	2,5%	25,0%
<i>Povprečje evropske marže v časopisnem založništvu</i>	12,9%	3,2%	25,0%
<i>Mediana licenčnine v medijih in zabavni industriji</i>	-	5,0%	50,0%
<i>Tehtano povprečje</i>	-	3,9%	-

Viri: Letna poročila družb, Aswath Damodaran, Royaltysource.

V prvem in drugem primeru sem uporabila merilo palca (licenčna stopnja v višini četrtnine marže) na obe ugotovljeni marži in izračunala licenčni stopnji. Omenjenima ocenama sem dodelila četrtninsko utež. Skupaj prispevata polovico k oceni licenčnine. Za drugo polovico sem uporabila mediano dejanskih licenčin, torej pet odstotkov. Tehtano povprečje ocen znaša 3,9 odstotka. Ker se v licenčnih pogodbah pogosto pojavljajo okrogle številke o licenčnih stopnjah ocenjujem, da bi si lahko lastniki blagovne znamke Finance najverjetneje izpogajali 4-odstotno licenčno stopnjo, zato sem omenjeno stopnjo uporabila pri svojih izračunih.

Vrednost blagovne znamke se oceni kot sedanja vrednost licenčin od blagovne znamke Finance po plačanih davkih. Za diskontno stopnjo sem uporabila enake tehtane stroške kapitala kot pri oceni vrednosti podjetja, prav tako sem upoštevala enako stopnjo rasti prihodkov v neskončnost. Licenčnine po davkih sem izračunala tako, da sem napovedane prihodke od prodaje Časnika Finance pomnožila z licenčno stopnjo in davčnim faktorjem, v katerem sem upoštevala 20-odstotno povprečno mejno davčno stopnjo. Ker je stopnja licenčnine konstantna, lahko zapišem enačbo za izračun sedanje vrednosti blagovne znamke po licenčnem modelu sledeče:

$$V_{BZ} = L * (1 - t) \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E(S_{BZ})}{(1 + E(WACC))^n} \quad (18)$$

V_{BZ}vrednost blagovne znamke

Llicenčna stopnja.

tdavčna stopnja

$E(S_{BZ})$ pričakovani prihodki od prodaje pripadajoči blagovni znamki

$E(WACC)$ ocena tehtanih povprečnih stroškov kapitala

Vrednost blagovne znamke Finance na dan 31.12. 2008 s pomočjo licenčnega modela je 6.369.236 evrov.

$$V_{BZ} = L * (1-t) * \left[\frac{E(S_{BZ})_{2009}}{(1+E(WACC))} + \frac{E(S_{BZ})_{2010}}{(1+E(WACC))^2} + \frac{E(S_{BZ})_{2011}}{(1+E(WACC))^3} + \frac{E(S_{BZ})_{2012}}{(1+E(WACC))^4} + \frac{\left(\frac{E(S_{BZ})_{2012} * (1+g)}{E(WACC)-g} \right)}{(1+E(WACC))^4} \right] \quad (19)$$

$$V_{BZ} = 0,04 * (1-0,2) * \left[\frac{11.106.177}{(1+0,0914)} + \frac{12.216.794}{(1+0,0914)^2} + \frac{12.827.634}{(1+0,0914)^3} + \frac{13.469.016}{(1+0,0914)^4} + \frac{\left(\frac{13.469.016 * (1+0,03)}{0,0914-0,03} \right)}{(1+0,0914)^4} \right]$$

$$V_{BZ} = 325.635 + 328.201 + 315.751 + 303.774 + 5.095.876$$

$$V_{BZ} = 6.369.236$$

3.2.2. Hipotetična ocena blagovne znamke Finance z Interbrandovim modelom

Interbrandov model spada med kombinirane modele, ki združujejo teorijo poslovnih financ s koncepti upravljanja lastniškega kapitala blagovne znamke. Glede na omenjeno lastnost kombiniranja pristopov oceno blagovne znamke po Interbandu razdelimo na več korakov:

- Ocena ekonomske dodane vrednosti (angl. economic value added). Interbrand kot izhodišče za oceno vrednosti blagovne znamke vzame ekonomsko dodano vrednost. Gre za koncept iz teorije poslovnih financ, ki zajema del dobička iz poslovanja po davkih, ki presega implicitne absolutne stroške kapitala (angl. capital charge) investiranega v opredmetena sredstva in nedenarni obratni kapital, ki je potreben za izdelavo izdelkov ali ponujanje storitev, ki se prodajajo pod določeno blagovno znamko. Model predpostavlja, da mora blagovna znamka na dolgi rok upravičiti svoj obstoj z ustvarjanjem presežnih dobičkov oziroma ekonomske dodane vrednosti.
- Ocena indeksa vloge blagovne znamke (angl. role of brand index). V drugem koraku je potrebno z analizo med uporabniki izdelka določene blagovne znamke ugotoviti vlogo, ki jo blagovna znamka igra v samem procesu. Interbrand se omenjenega vprašanja loti celovito, saj izvede analizo med uporabniki znotraj celotne panoge, v kateri delujejo določene izbrane blagovne znamke. Končni rezultat je indeks vloge blagovne znamke, ki pomeni tehtano povprečje delnih rezultatov na več segmentih preverjanja. Njegova vrednost je izražena v odstotkih in sega od nič do sto odstotkov. V končni fazi pove, v kolikšnem deležu lahko ekonomsko dodano vrednost pripišemo blagovni znamki.
- Ocena dobička pripadajočega blagovni znamki (angl. brand earnings). V tretjem koraku množimo indeks vloge blagovne znamke in ekonomsko dodano vrednost. Tako dobimo presežni dobiček, ki ga lahko pripišemo blagovni znamki. Dobiček pripadajoč blagovni znamki predstavlja osnovo za oceno sedanje vrednosti blagovne znamke.
- Ocena moči blagovne znamke (angl. brand strength index). V četrtem koraku se z ponovno analizo vzorcev dojemanja porabnikov in dejanskih podatkov o položaju blagovne znamke v okviru širše panoge določi moč blagovne znamke. Rezultat je indeks moči blagovne

znamke, ki meri ali je moč nadpovprečna ali podpovprečna glede na druge blagovne znamke na trgu in je izražen v odstotku. Vrednost indeksa sega od nič do sto odstotkov. Vrednost nad 50 odstotkov pomeni, da je moč večja od povprečja v panogi.

- Ocena specifičnih tehtanih stroškov kapitala blagovne znamke (angl. cost of capital). Pomembna značilnost Interbrandovega modela je ta, da upošteva moč blagovne znamke pri določanju tveganja in s tem zahtevane donosnosti oziroma tehtanih stroškov kapitala. Pri tem za izhodišče vzame dejanske podatke o tehtanih povprečnih stroških kapitala za vse družbe, ki delujejo v določeni panogi in ponujajo izdelke in storitve. V petem koraku upoštevamo minimum, srednjo vrednost in maksimum razpona vrednosti indeksa moči blagovne znamke in ustrezajočih točk na razponu dejanskih stroškov kapitala za panogo ob pomoči tako imenovane specifične S-krivulje (angl. S-Curve) za blagovne znamke v panogi. Več o lastnostih S-krivulje podajam v prilogi. Ta služi za transformacijo ocene indeksa moči blagovne znamke v oceno specifičnih stroškov kapitala blagovne znamke. Pomembna dodana vrednost združitve omenjene krivulje z indeksom moči blagovne znamke pomeni, da se pri blagovnih znamkah, katerih moč je nadpovprečna, to odrazi v podpovprečnih stroških kapitala, pa četudi so stroški kapitala podjetja sicer večji. Močnejša blagovna znamka namreč prinaša manj negotove pričakovane donose in s tem poslovnega tveganja.
- Ocena vrednosti blagovne znamke (angl. brand value). V zadnjem koraku se izračuna vrednost blagovne znamke kot sedanja vrednost prihodnjih dobičkov pripadajočih blagovni znamki, pri čemer se upošteva specifične tehtane stroške kapitala blagovne znamke.

V tabeli 6 je prikazan izračun ocene ekonomske dodane vrednosti po metodologiji kot jo uporablja Interbrand.

Tabela 6: Ocena ekonomske dodane vrednosti EVA za Časnik Finance

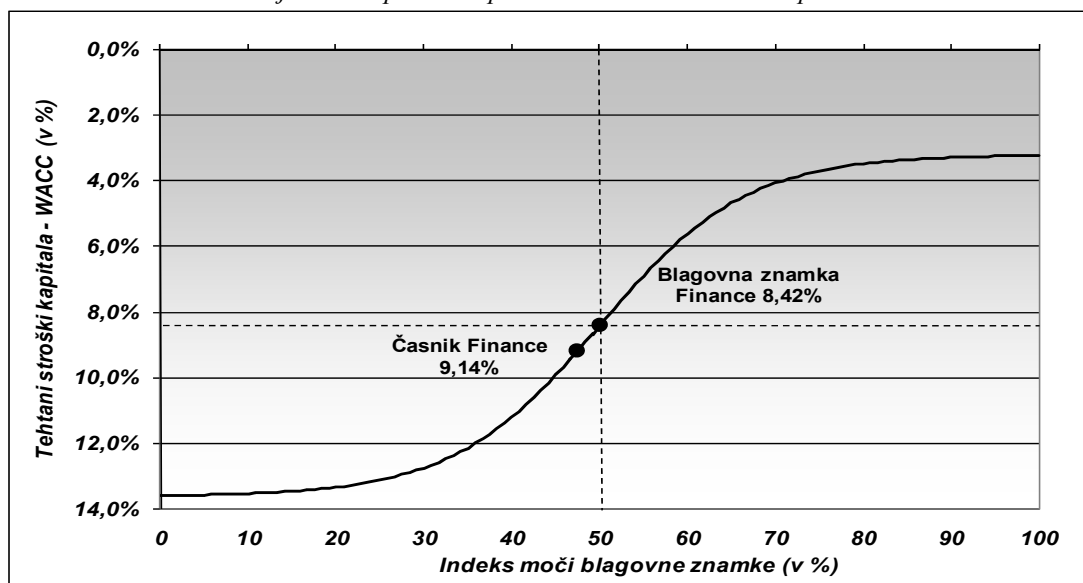
Leto	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
A Prihodki ustvarjeni v okviru blagovne znamke	12.237.184	13.061.588	11.106.177	12.216.794	12.827.634	13.469.016
B - Stroški prodanih proizvodov brez amortizacije	11.029.787	11.700.602	10.596.214	11.257.089	11.693.228	12.142.438
C - Amortizacija	213.983	171.011	145.359	159.895	167.890	176.285
Č - Dobiček iz poslovanja pred prevrednotovalnimi odhodki (EBITA)	993.414	1.189.975	364.603	799.810	966.515	1.150.293
D - Davki	198.245	351.221	103.616	203.322	255.276	300.914
E Dobiček iz poslovanja pred prevrednotovalnimi odhodki po davkih ($E = A - B - C - \check{C} - D$)	795.169	838.754	260.987	596.488	711.239	849.379
F Kapital investiran v opredmetena sredstva in obratni kapital	74.796	29.893	53.736	59.109	126.565	132.894
G Tehtani povprečni stroški kapitala (WACC)	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%
H Absolutni strošek kapitala ($H = F * G$)	6.836	2.732	4.911	5.403	11.568	12.146
I Ekonomska dodana vrednost (EVA) ($I = E - H$)	788.333	836.022	256.076	591.085	699.671	837.233

Viri: Letna poročila Časnika Finance, lastne ocene, Interbrand.

Ker bi konkretna ocena indeksa vloge blagovne znamke in indeksa moči blagovne znamke zahtevala natančno in celovito analizo uporabnikov z anketo in tržno analizo za vse blagovne znamke prisotne na širšem evropskem trgu založništva, kar presega obseg diplomske naloge, bom v tem delu hipotetično predpostavljala, da je bila tovrstna analiza izvedena tudi za blagovno znamko Finance in da sta omenjena indeksa dana. Indeks vloge blagovne znamke, ki sem ga privzela kot rezultat analize uporabnikov je 65 odstotkov, kar pomeni, da ima blagovna znamka prevladujočo vlogo pri ustvarjanju ekonomske dodane vrednosti ne pa ekskluzivno vlogo. Predpostavljala sem, da ima blagovna znamka Finance na slovenskem trgu nadpovprečno moč, vendar pa ravno zaradi zgolj lokalne prisotnosti ne moremo tega trditi za celotni evropski založniški trg. Zato sem upoštevala, da je moč blagovne znamke povprečna v celotnem evropskem založništvu –vrednost indeksa moči blagovne znamke je 50 odstotkov.

Interbrand vrednost indeksa moči blagovne znamke preračuna v vrednost tehtanih stroškov kapitala s pomočjo S-krivulje. Kumulativne frekvence teoretične S-funkcije in interval, na katerem se giblje indeks moči blagovne znamke (indeks teče od 0 do 100), ki je v tem specifičnem primeru neodvisna spremenljivka, so znane. Za izdelavo specifične S-krivulje so dodatno potrebne meje oziroma ekstremi in sredina intervala na katerem se giblje odvisna spremenljivka. V tem konkretnem primeru sem se pri določanju teh oprla na podatkovno bazo na spletnem naslovu Aswatha Damodarana za panogo evropsko časopisno založništvo. Najnižji možni stroški kapitala, ki ustrezajo indeksu moči 100 so po Interbrandovem modelu enaki netvegani obrestni meri, za katero sem upoštevala donosnost do dospelja nemške 10-letne državne obveznice, ki znaša 3,2 odstotka. Najvišji možni stroški kapitala, ki ustrezajo indeksu moči 0 so po Interbrandovem modelu najvišji dejanski stroški kapitala v panogi. Ti so po izračunih Damodarana znašali 13,64 odstotka. Povprečni stroški kapitala, ki ustrezajo indeksu moči 50 so po Interbrandovem modelu enaki povprečnim dejanskim stroškom kapitala v panogi. Ti so po izračunih Damodarana znašali 8,42 odstotka. Z omenjenimi tremi točkami sem si pomagala pri izračunu S-krivulje. Indeks moči 50, ki znaša 8,42 odstotka, je hkrati tudi specifični strošek kapitala blagovne znamke Finance. To je manj kot ocenjeni tehtani strošek kapitala za podjetje Časnik Finance, ki sem ga ocenila na 9,14 odstotka. Obe točki sta označeni na sliki 10. Gre za specifičnost in unikatnost Interbrandovega modela, ki dopušča, da omogoča določena blagovna znamka podjetju zaradi lastne moči manj tvegano poslovanje pri ustvarjanju tistega dela presežnih denarnih tokov, ki pripadajo blagovni znamki. Glavna dodana misel, ki sledi iz Interbrandovega modela je ta, da lahko podjetje s postopnim razvojem močnejše blagovne znamke vpliva na postopno zniževanje tveganja poslovanja, stroškov kapitala, in s tem posledično povečanje sedanje vrednosti podjetja.

Slika 10: S-krivulja za evropsko časopisno založništvo s stroški kapitala za Finance



Vir: Aswath Damodaran, Investment Valuation, 1996.

Nižji stroški kapitala v tem primeru izhajajo iz moči blagovne znamke v lokalnem okolju, ki kompenzira deželno tveganje za vlaganje v Slovenijo, ki je del stroškov lastniškega kapitala Časnika Finance. Ob danem indeksu vloge znamke, ocenjeni ekonomski dodani vrednosti in specifičnim stroškom kapitala znamke lahko izračunam vrednost znamke kot sedanjo vrednost dobičkov, ki pripadajo znamki (angl. brand earnings). Splošno enačbo zapišemo (Interbrand, 2006, str. 3):

$$V_{BZ} = RBI * \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E(EVA)}{(1 + E(WACC_{BZ}))^n} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E(BE)}{(1 + E(WACC_{BZ}))^n} \quad (20)$$

V_{BZ}vrednost blagovne znamke

RBIindeks vloge blagovne znamke oz delež, ki pripada blagovni znamki

$E(BE)$ pričakovani dobiček pripadajoč blagovni znamki

$E(EVA)$ pričakovana ekonomska dodana vrednost

$E(WACC)_{BZ}$ ocena specifičnih tehtanih povprečnih stroškov kapitala za blagovno znamko

Vrednost blagovne znamke Finance na dan 31.12. 2008 po Interbrandovim modelom je 9.040.476 evrov:

$$V_{BZ} = \frac{E(BE)_{2009}}{(1 + E(WACC_{BZ}))} + \frac{E(BE)_{2010}}{(1 + E(WACC_{BZ}))^2} + \frac{E(BE)_{2011}}{(1 + E(WACC_{BZ}))^3} + \frac{E(BE)_{2012}}{(1 + E(WACC_{BZ}))^4} + \frac{\left(\frac{E(BE)_{2012} * (1 + g)}{E(WACC_{BZ}) - g} \right)}{(1 + E(WACC_{BZ}))^4} \quad (21)$$

$$V_{BZ} = \frac{166.449}{(1 + 0,0842)} + \frac{384.205}{(1 + 0,0842)^2} + \frac{454.786}{(1 + 0,0842)^3} + \frac{544.201}{(1 + 0,0842)^4} + \frac{\left(\frac{544.201 * (1 + 0,03)}{0,0842 - 0,03} \right)}{(1 + 0,0842)^4}$$

$$V_{BZ} = 166.450 + 384.206 + 454.787 + 544.202 + 7.490.830$$

$$V_{BZ} = 9.040.476$$

SKLEP

V diplomski nalogi sem predstavila različne modele ocenjevanja vrednosti blagovnih znamk. Ločila sem jih na poslovno-finančne, vedenjske in kombinirane modele ter ugotavljala njihove prednosti in pomanjkljivosti.

Poslovno-finančni modeli se pri ocenjevanju vrednosti blagovnih znamk opirajo predvsem na finančne kazalce kot so tržna kapitalizacija delnic, ocena sposobnosti ustvarjanja dobičkov, prihodki od licenčin, plačane kupnine za blagovne znamke, cenovne premije, ki jih dosegajo izdelki, ki se prodajajo pod določeno blagovno znamko. Takšne ocene, ki dajejo kvantitativne rezultate, so nastale iz potrebe po nakupih blagovnih znamk, zaradi združitve ali prevzemov podjetij, zaradi sklepanja licenčnih in franšiznih pogodb. Vrednost blagovne znamke je osnova za naložbene odločitve in oceno prihodnjih donosov blagovne znamke. Slabost omenjenih modelov je v tem, da prezrejo vlogo porabnika pri ustvarjanju vrednosti blagovne znamke.

To pomanjkljivost odpravljajo vedenjski modeli, ki pri vrednotenju blagovnih znamk upoštevajo porabnika. Izpostavljajo se predvsem imidž, moč, zvestoba, prepoznavnost imena, zaznavanje kakovosti in ostale spremenljivke, ki se jih ne da kvantitativno izmeriti, pač pa le kvalitativno. Zato so v primerih prevzemov in združitve, licenciranja, franšizah in podobno povsem neuporabni, saj z njimi ne moremo upravičiti naložbe.

Kot logično nadaljevanje sledi kombinacija poslovno-finančnih in vedenjskih modelov, ki naj bi združeni odpravile omenjene pomanjkljivosti. Preden sem se lotila ocenjevanja vrednosti blagovne znamke na konkretnem primeru blagovne znamke Finance, sem ugotovila, da je eden glavnih razlogov za vrednotenje blagovnih znamk ravno v njenem celovitem obravnavanju, kar menedžmentu nudi oporo pri strateškem upravljanju znamk. Z vrednotenjem znamk ugotavljajo, kakšno premoženje predstavlja znamka ter kako nanjo gledajo porabniki. Kljub temu, da nekateri kritiki opozarjajo, da so nekateri dejavniki in uteži kombiniranih modelov podvrženi subjektivnemu določanju pa menim, da dajejo najbolj ustrezno oceno vrednosti blagovne znamke. Upoštevajo namreč tako finančne kazalce kot tudi tiste spremenljivke, ki se jih ne da natančno meriti. Ker pa je metodologij kombiniranih modelov čedalje več in se med seboj razlikujejo, so dobljeni rezultati lahko zelo različni.

Pri pripravi ocene vrednosti blagovne znamke Finance sem uporabila pristope, ki dajejo kvantitativne rezultate. Odločila sem se, da uporabim model Simon in Sullivanove, saj sta po tem modelu na Marketinški konferenci leta 2007 izračunavala vrednosti tudi Franjo Bobinac, predsednik uprave Gorenja in Žiga Debeljak, predsednik uprave Mercatorja. Glede na to, da je model uporabljen predvsem za družbe, ki kotirajo na borzi, saj naj bi tržna vrednost delnic družbe odražala pošteno vrednost lastniškega kapitala, sem v primeru Časnika Finance, ki je zasebna družba, pošteno vrednost ocenila s postopkom diskontiranja pričakovanih denarnih tokov. Glede na to, da največje slovenske družbe na podlagi ankete pripisujejo od polovice do

treh četrtin poštene vrednosti neopredmetenih sredstev blagovni znamki sem ocenila, da se vrednost blagovne znamke Finance po modelu Simon and Sullivan giba v razponu med 5,1 in 7,7 milijonov evrov.

Licenčni model se največkrat uporablja v svetovni praksi, zato sem vrednost blagovne znamke Finance ocenila tudi po tem modelu. Ocenila sem, da bi bila licenčnina v primeru licenčne pogodbe za uporabo blagovne znamke Finance okroglih 4 odstotke. Vrednost blagovne znamke Finance, ki se oceni kot sedanja vrednost licenčnin po plačnih davkih, je po licenčnem modelu dobrih 6,4 milijone evrov.

Med kombiniranimi modeli je najbolj izpostavljen in uveljavljen Interbrandov model, ki ga je razvila največja skupina za storitve oglaševanja in komuniciranja na svetu Omnicom Group. Pri ocenjevanju vrednosti blagovne znamke Finance po Interbrandovem modelu sem najprej morala oceniti ekonomsko dodano vrednost, specifične tehtane stroške kapitala blagovne znamke, dobiček pripadajoči blagovni znamki ter hipotetično predpostavljati indeks vloge in moči blagovne znamke. Vrednost blagovne znamke Finance po Interbrandovem modelu je dobrih 9 milijonov evrov.

Če sem skozi celotno diplomsko nalogo skušala poiskati odgovor na vprašanje, katera metodologija da najbolj ustrezno oceno vrednosti blagovne znamke, ugotovitve potrjujejo tezo, da je najbolj celovit pristop na podlagi kombiniranih modelov, konkretno Interbrandov. Predvsem je velika dodana vrednost Interbrandovega pristopa ta, da je sposoben moč blagovne znamke, ki se zrcali v primerjavi z drugimi na trgu, ugotovljeno na podlagi objektivne analize, prevesti v specifično zahtevano stopnjo donosnosti, ki se uporabi pri izračunu vrednosti blagovne znamke. Seveda je to celovito možno predvsem z zbiranjem obsežnih informacij s trga in anketami porabnikov ter ustvarjanjem baze podatkov, kjer ima Interbrand zagotovo veliko konkurenčno prednost kot del skupine Omnicom.

LITERATURA IN VIRI

1. Aaker, D. A. (1991). *Managing Brand Equity: Capitalizing on the value of a brand name*. New York: The Free Press.
2. Aaker, D. A. (1996). Measuring Brand Equity Across Products and Markets. *California Management Review*, (3), 120.
3. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJPes). Najdeno na spletnem naslovu <http://www.ajpes.si>.
4. Bekmeier–Feuerhahn, S. (1998). *Marktorientierte Markenwebertung: eine konsumentenund unternehmensbezogene Betrachtung*. Wiesbaden: Gabler.
5. *Brandchannel.com*. Najdeno 10. januarja 2009 na spletnem naslovu http://www.brandchannel.com/start.asp?fa_id=491.
6. *BrandZ Top most valuable global brands 2009*. Najdeno 23. junija 2009 na spletnem naslovu [http://www.brandz.com/upload/brandz-report-2009-complete-report\(1\).pdf](http://www.brandz.com/upload/brandz-report-2009-complete-report(1).pdf).
7. BrandFinance Global 500. Najdeno 16. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.brandfinance.com/Uploads/pdfs/Top100UpdateReport.pdf>.
8. BrandFinance. (2000). Current Practice in Brand Valuation. Najdeno 16. maja 2009 na spletnem naslovu www.brandfinance.com/.../CurrentPracticein_Brand_Valuation.pdf.
9. Brand values across Europe. Brand Ranking - Brand Corporations 2008. Najdeno 10. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://study.eurobrand.cc/>.
10. Bratina, D. (2003). *Vedenjski modeli vrednotenja kapitala blagovne znamke s primerom kvantifikacije*, (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. Bonnier Business Press. Najdeno 16. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.bonnierbusinesspress.com/>.
12. Contractor, F. J. (ur.) (2001). *Valuation of Intangible Assets in Global Operations*. Contractor. London: Quorum Books.
13. Cooper, A. (1998). *Everything you wanted to know about 'brand equity tracking' but were afraid to ask*. Najdeno 23. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.hpiresearch.com/thinkpieces/Brand%20Equity.pdf>.
14. Cravens, K. S. & Guilding, C. (2001). Brand Value Accounting: an international comparison of perceived managerial implications. *Journal of International Accounting Auditing & Taxation*, (2), 197-221.

15. Crimmins, J. C. (2000). Better Measurement and Management of Brand Value. *Journal of Advertising Research*, (6), 136-144.
16. Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation: Study Guide: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York: John Wiley and Sons.
17. Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (2nd ed). New York: John Wiley and Sons.
18. De Chernatony, L. (2002). *Blagovna znamka: od vizije do vrednotenja: strateško oblikovanje in vzdrževanje blagovnih znamk*. Ljubljana: GV Založba.
19. Doyle, P. (1997). *Marketing Management and Strategy*. (2nd ed.) London: Financial Times/ Prentice Hall.
20. Doyle, P. (2000). *Value Based Marketing, Marketing Strategies for Corporate Growth and Shareholder Value*. West Sussex: John Wiley & Sons.
21. Feldwick, P. (1996). Brand Equity: Do we really need it? *How to Use Advertising to Build a Strong Brands*, (1), 69 – 97.
22. Fernández, P. (2001). *Valuation of brands and intellectual capital*. IESE Business School. Najdeno 20. maja 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=270688.
23. Gordon, M. J. (1982). *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*. Irwin & Co. Greenwood Press Reprint.
24. Green, P., Huber, J., Johnson, R. (2001, 16. avgust). *A history of conjoint*. Najdeno 2. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://faculty.fuqua.duke.edu/~jch8/bio/Papers>.
25. Gvin.com. Najdeno na spletni naslovu <http://gvin.com>.
26. Haigh, D. & Knowles, J. (2004). Don't Waste Time with Brand Valuation. *Marketing NPV Journal*, 1., Poglavje 6, 17-19.
27. Haigh, D. (1999). Understanding the Financial Value of Brands. *European Association of Advertising Agencies*. Najdeno 16. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.brandfinance.com/Uploads/pdfs/EAAA_Underst_FinValueofBrands.pdf.
28. Henderson, C. (2000). Strategic branding in 21st century. *Henderson Consulting International Manila*. Najdeno 16. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.asiamarketresearch.com/columns/market3.htm>.
29. Interbrand. Najdeno 10. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.interbrand.com>.

30. Interbrand. 100 World top brands. Najdeno 10. junija 2009 na spletnem naslovu http://www.interbrand.com/best_global_brands_intro.aspx?langid=1000.
31. Jones, J. P. (ur.) (1999) *How to Use an Advertising to Build Strong Brands*. Sage Publications, (1st ed.).
32. Kaepferer, J. N. (1997). *Strategic Brand Management: New Approaches to Creating and Evaluating Brand Equity*. (2nd ed.). London: Kogan Page.
33. Kaepferer, J. N. (2004). *The new Strategic Brand Management: Creating and Sustaining Brand Equity long term*. (2nd ed.). London: Kogan Page.
34. Keller, K. L. (1997). *Strategic Brand Management – Building, Managing and Measuring Brand Equity*. (1st ed.). New Jersey: Prentice Hall.
35. Keller, K.L. (2001). Building Customer-Based Brand Equity:A Blueprint for creating strong brands. *Marketing Science Institute*, str. 31.
36. Keller, K.L. (2003). *Strategic Brand Management: Building, Measuring and Managing Brand Equity*. (2nd ed.). New Jersey: Prentice Hall.
37. Kline, M. (2003). Upravljanje neotipljivega bogastva podjetja. Seminarsko gradivo. Ljubljana. *GV Izobraževanje*.
38. Kriegbaum, C. (1998). *Valuation of Brands – A Critical Comparison of Different Methods*. Technische Universitaet Dresden. Fakultat Wirtschaftswissenschaften. str. 1–26.
39. Kohli, C. & Leuthesser, L. (2001). Brand Equity: Capitalizing on intellectual capital. *Ivey Business Journal*, str. 74 – 81. Najdeno na spletnem naslovu 10. junija 2008 http://www.iveybusinessjournal.com/view_article.asp?intArticle_ID=278.
40. Korelc, T. Kaj je blagovna znamka? Creatoor. Najdeno 16. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.creatoor.com/clanki/209/>.
41. Kotler, P. (1998). *Marketing management - trženjsko upravljanje - analiza, načrtovanje,izvajanje in nadzor*. Ljubljana: Slovenska knjiga.
42. Kotler P., Armstrong G., Saunders J., Wong V. (1999). *Marketing Management*. (2nd European ed.). New York: Financial Times/ Prentice Hall.
43. Kuhn, K. & Alpert, F. *Applying Keller's Brand Equity Model in a B2B Context: Limitations and an Empirical Test*. Griffith University. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu <http://smib.vuw.ac.nz:8081/WWW/ANZMAC2004/CDsite/papers/Kuhn2.PDF>.
44. Letno poročilo za leto 2008 podjetja Krke, str. 172.
45. Letno poročilo za leto 2008 podjetja Gorenje, str. 192.

46. Letna poročila družbe Finance leta 2004 (str. 28); 2005 (str. 27); 2006 (str. 30); 2007 (str. 27) in leta 2008 (str. 30).
47. Letno poročilo za leto 2007 podjetja Delo d.d., str. 51.
48. Letno poročilo za leto 2007 podjetja Dnevnik d.d., 25.
49. Letno poročilo za leto 2007 podjetja ČZP Večer d.d., 14.
50. Milič, M., (2008, junij). Dobre štiri milijarde za blagovne znamke »blue chipov. Manager plus. *Časnik Finance*, str. 24-26.
51. Milič, M., (2008, junij). Koliko so vredne blagovne znamke. Manager plus. *Časnik Finance*, str. 29.
52. Nacionalna raziskava branosti. Najdeno 13. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.nrb.info/podatki/index.html>.
53. Nickels, W. G. & Wood, M. B. (1996). *Marketing – Relationships, Quality, Value*. New York: Worth Publishers.
54. Petrov, S. (2007, 31. maj). Znamka Gorenje vredna 200 milijonov evrov. *Finance*. Najdeno 31. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/183146>.
55. Petrov, S. (2009, 4. marec). Ostra bitka za zmanjšan kolač. *Finance*. Najdeno 4. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/239783>.
56. Piper, J. (2007). Unravelling Brand Value. Angela Cooper (ur.), *Coolbrands. Superbrands*. Velika Britanija, str. 192-197.
57. Roos, J., Roos, G., Edvinsson L. & Dragonnetti. (1998). *Intellectual Capital: navigating in the new business landscape*. New York: York University Press.
58. Royalty Source. Najdeno 10. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.royaltysource.com/ppa.html>.
59. Shaw, R. Brand Valuation. 2004. Najdeno 10. januarja 2009 na spletnem naslovu http://www.vbmf.com/Brand_Valuation.PDF.
60. Simon, C.J. & Sullivan, M.W. (1993). The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach. *Marketing Science*, 12 (1), 28–52.
61. Slovenski računovodski standardi 2006 (Uradni list RS št. 118/2005).
62. Srivastava, R.K., Schocker, A.D. (1991). Brand Equity: A perspective on Its Meaning and Measurement. Cambridge MA: *Marketing Science Institute*.

63. Smith, G.V. & Parr, R.L. (2000). *Valuation of intellectual property and intangible assets*. (3^{ed} ed.). New York: John Wiley & Sons.
64. VanAuken, B. (2002). *The Brand Management Checklist: Tools and Techniques for Creating Winning Brands*. London: Kogan Page.
65. Weiler, D. (2004). *Valuing your intellectual property for strategic Alliances and Financing*. Najdemo 15. maja 2008 na spletnem naslovu www.njsbdc.com/SciTech/scitech120804weiler.ppt.
66. Wood, L. M. (november 1995). Brands: The Asset Test. *Journal of marketing management*, Harcourt Brace & Company. 11, (6), str. 547-570.
67. Wood, L. (2000). *Brands and brand equity: definition and management*. Management Decision (Vol. 38, poglavje 9). Velika Britanija: MCB University Press.
68. Zimmermann R., Klein-Bolting U., Sander B. Murad-Aga T. (2001). BBDO's brand equity excellence. (Vol. 1). *Brand Equity review*.
69. Zimmermann, R., Klein-Bolting, U., Sander, B. & Murad-Aga, T. (2001). T. Huber (ur.). Brand Equity Excellence. (Vol. 1). *Brand Equity review*. Dusseldorf: BBDO Group Germany.
70. Zimmermann, R., Klein-Bölting, U., Sander, B. & Murad-Aga, T. (2002). T. Huber (ur.). Brand Equity Evaluator. (Vol. 2). *Brand Equity review*. Dusseldorf: BBDO Group Germany.
71. Klein-Bölting, U., Bauer, H. H., Sander, B., Murad-Aga, T. & Valtin, A. (2004). Brand Equity Drivers Modell Band (Vol. 3). *Brand Equity review*. Dusseldorf: BBDO Group Germany.

PRILOGE

Priloga 1: Modeli vrednotenja blagovnih znamk

Poleg že opisanih poslovno-finančnih modelov v 3. poglavju, zaradi obsežnosti razlage, dodajam še obrazložitev modelov na podlagi cenovne premije in presežne dobičkonosnosti ter na podlagi marginalnega kupca.

a) Vrednotenje na podlagi cenovne premije in presežne dobičkonosnosti

Modeli, ki v jedru vrednotenja uporabljajo analizo cenovne premije izdelkov oziroma storitev, ki se prodajajo pod določeno blagovno znamko oziroma, temeljijo na predpostavki, da primerjalne prednosti blagovne znamke (denimo kakovost, prepoznavnost, visoka raven priklica potrošnikov, moč znamke) omogočajo ponudniku izdelkov ali storitev, da na trgu doseže zanje višjo ceno. Blagovna znamka prinaša porabnikom dodatno korist, za katero so pripravljeni tudi dodatno plačati (BBDO, 2003, str. 37). Vrednost znamke se torej zrcali prek cenovne premije, ki jo je mogoče meriti kot razliko med ceno izdelka ali storitve, ki nosi ime blagovne znamke, in izdelkom ali storitvijo, ki nima blagovne znamke (generični proizvod ali storitev).

Posledica cenovne premije je presežni dobiček oziroma denarni tok iz poslovanja, ki je za opazovano obdobje enak zmnožku cenovne premije in prodane količine. Ločimo dve skupini modelov. V prvi so enostavni modeli, ki po računovodskem principu merijo vrednost blagovne znamke kot akumulirano vsoto preteklih presežnih dobičkov in popolnoma zanemarjajo potencial blagovne znamke za ustvarjanje presežnih donosov v prihodnosti, zato so s stališča sodobne teorije poslovnih financ, če že ne nesprejemljive, pa vsaj zelo pomanjkljive metode vrednotenja blagovne znamke. V drugi skupini so modeli diskontiranja denarnih tokov, ki ocenjujejo vrednost blagovne znamke kot razliko med ocenjeno vrednostjo podjetja, katere izdelki se prodajajo pod blagovno znamko in vrednostjo podjetja, ki prodaja enakovredne, vendar generične izdelke. Razliko v vrednosti lahko pojasnimo s cenovno premijo, ki omogoča družbi, ki uporablja blagovno znamko doseči občutno višje marže iz poslovanja in donosnost investiranega kapitala, s čimer se nastajajo presežni denarni tokovi iz poslovanja. Prav sedanja vrednost omenjenih presežnih denarnih tokov pa pomeni oceno vrednosti blagovne znamke. Slednji modeli teoretično korektno umeščajo koncept cenovne premije, ki izvira iz blagovne znamke, v moderno teorijo poslovnih financ. Vseeno še vedno vsebujejo pomanjkljivosti koncepta cenovne premije, saj je v praksi pogosto zelo težko najti ustrezne generične izdelke, s pomočjo katerih bi določili ustrezno cenovno premijo in presežno donosnost kapitala.

Med pristope merjenja cenovne premije in modelov vrednotenja blagovnih znamk se uvrščajo denimo Sanaderjev hedonistični premijski mode, Crimminsov premijski model, »Conjoint«

oziroma združna analiza; model presežne dobičkonosnosti prihodkov oziroma donosnosti kapitala.

Sanderjev hedonistični premijski model

Model temelji na hedonistični cenovni teoriji, katere cilj je pojasniti cene izdelkov in storitev z različnimi značilnosti izdelka. Splošna cenovna funkcija modela je

$$P(I) = P(I_1, I_2, \dots, I_n), \quad (1)$$

pri čemer je $P(I)$ cena izdelka z vektorjem značilnosti I in I_n , ki določa prisotnost posamezne značilnosti. V kolikor je možno definirati omenjeno, lahko predvidimo spremembe cen, ki nastanejo ob spremembi značilnosti izdelka. V kolikor je v vektor značilnost izdelka vključena blagovna znamka, nam to omogoča izračun cene izdelka ob prisotnosti ali odsotnosti le te. Vpliv prisotnosti znamke oziroma dodatne prihodke na prodano enoto, ki so posledica prisotnosti blagovne znamke, se oceni z regresijsko analizo. Celotne prihodke, ki jih prinaša prisotnost znamke v opazovanem obdobju izračunamo kot zmnožek mejnih prihodkov na enoto in številom enot. Da bi ocenili dobičke pripadajoče blagovni znamki je potrebno prihodke zmanjšati za stroške povezane z izdelki, ki se prodajajo pod blagovno znamko. Omenjeni dobiček je osnova za merjenje vrednosti blagovne znamke, ki je ponavadi v enostavnih modelih kar kumulativna vsota dobičkov. Po mnenju Sanderja je prednost te metode predvsem v tem, da je uporabna za vrednotenje tako lokalnih kot globalnih blagovnih znamk. Težavo pa vidi predvsem v opredeliti stroškov, ki nastanejo neposredno zaradi blagovne znamke od stroškov za trženjske dejavnosti. Na eni strani Sander med neposredne stroške šteje stroške razvoja in zaščite znamke, na drugi pa popolnoma prezre stroške trženjskih aktivnosti kot so oglaševanje, sponzorstva, odnosi z javnostmi in podobno, ki navsezadnje tudi vplivajo na blagovno znamko (BBDO, 2001, str. 37).

Crimminsov premijski model

Svoj pristop k merjenju cenovne premije in tem temelječe vrednotenje blagovne znamke je razvil tudi Crimmins, ki je izpostavil tri dimenzije blagovne znamke (Crimmins, 1992, str. 11–20):

- dejanska absolutna vrednost
- širina blagovne znamke, ki zajema število skupin izdelkov oziroma storitev, v katerih ima blagovna znamka možnost ustvarjati cenovno premijo,
- vsebina vrednosti blagovne znamke, ki zajema asociacije, ki jih združuje blagovna znamka in so vzrok za njeno dodano vrednost.

Crimmins ima svoj pristop merjenja dodane vrednosti in cenovne premije, ki jo ustvarja blagovna znamka, v katerem dviguje ceno opazovanega izdelka, ki nosi blagovno znamko, do ravni, na kateri so porabniki indiferentni med nakupom opazovanega in konkurenčnega

izdelka. Razlika med končno in izhodiščno ceno je cenovna premija in odraža dodano vrednost na prodano enoto, ki jo prinaša blagovna znamka in je temelj za oceno absolutne vrednosti blagovne znamke. Z enakim konceptom meri dodano vrednost blagovne znamke v drugi dimenziji, torej širini blagovne znamke, in sicer ob prehodu vodilne blagovne znamke iz ene produktne kategorije v drugo. Za ugotavljanje cenovne premije in dodane vrednosti za primerjavo uporablja vodilno blagovno znamko v produktni skupini ali drugo najmočnejšo znamko. Cenovna premija se prav tako določa s točko indiferentnosti porabnikov. Crimmins predlaga enake študije globine blagovne znamke v dimenziji vsebine blagovne znamke z namenom določiti dejavnike in vire dodane vrednosti blagovne znamke.

Ker gre za razmeroma enostaven in poceni pristop spremljanja dodane vrednosti blagovne znamke je Crimmins prepričan, da omogoča sprotno spremljanje dodane vrednosti v času, razumevanje pogojev, ki vodijo v rast ali upad vrednosti blagovne znamke in pravočasno ukrepanje odgovornih v vodstvu podjetja. Kljub enostavnosti ima Crimminsov pristop pomanjkljivosti pri merjenju, med najbolj poudarjenimi pa so denimo te, da se vrednost blagovne znamke ugotavlja relativno glede na posamezno znamko in ne absolutno, da je merjenje odvisno od izjav porabnikov o hipotetičnem, ne pa dejanskem obnašanju in da zanemarja, da so med izdelki razlike, ki izvirajo iz razlik med lastnostmi izdelkov (BBDO, 2003, str. 39).

»Conjoint« oziroma združna analiza

»Conjoint« oziroma združna analiza združuje množico tehnik za merjenje, ocenjevanje vrednosti, ki jo porabniki pripisujejo določenim lastnostim izdelkov ali storitev. Cilj analize je pripisati ceno izdelka nizu lastnosti, ki jih porabnik vrednoti v procesu nakupnega odločanja. Porabnik v nakupnem procesu namreč primerja in vrednoti cel spekter značilnosti in koristi izdelka oziroma storitve hkrati (angl. jointly), kjer pripisuje večjo oziroma manjšo težo nekaterim lastnostim izdelka oziroma storitve na račun drugih lastnosti. Zamisel analize je, da je možno vsak izdelek oziroma storitev opisati z določenim relevantnim številom in ravni lastnosti - profilom izdelka oziroma storitve (Hočevar, Gril, Časnik Finance, 2001).

Splošna pripravljenost porabnikov, da plačajo določeno ceno za izdelek, predstavlja vrednost oziroma relativni prispevek k ceni oziroma cenovno premijo. Že na prvi pogled so razvidne vzporednice s pristopom hedonistične teorije, vendar pa je ključna razlika v tem, da hedonistični pristop uporablja podatke o cenah izdelkov in razlikah med njimi, medtem ko se »conjoint« oziroma združna analiza opira na anketne podatke (BBDO, 2003, str. 39). Sam izračun vrednosti blagovne znamke je enak kot v preostalih pristopih, in sicer kot zmnožek prodane količine in cenovne premije v opazovanem obdobju.

Prednost »conjoint« analize je v cilju določiti koristnosti blagovne znamke s stališča porabnika, saj njihova presoja ni pod vplivom zunanjih vplivov, ki se pojavijo ko so kriteriji za ocenjevanje dodane vrednosti blagovne znamke vnaprej predvideni oziroma določeni.

Slabost je denimo tudi ta, da ne upošteva dinamičen pogled na vrednotenje blagovne znamke, kot vsi doslej predstavljeni modeli, in da posamezni vplivi na vrednost izdelka niso medsebojno korelirani.

b) Model presežne dobičkonosnosti prihodkov oziroma donosnosti kapitala

Najpomembnejši prispevek premijskih modelov je bil predvsem merjenje cenovne premije oziroma dodane vrednosti blagovne znamke, medtem ko je sama ocena absolutne vrednosti blagovne znamke kot neopredmetenega premoženja podjetja izvedena na način, ki je sicer pogojno sprejemljiv s stališča računovodskih principov zajemanja podatkov, ne pa tudi s stališča teorije poslovnih financ, saj ne vrednoti blagovne znamke z dinamičnega pogleda kot sedanjo vrednost presežnih prihodnjih denarnih tokov, ampak je zazrta v preteklost.

Kot smo zapisali je cenovna premija izražena z inkrementalnimi prihodki na prodano enoto, ki so posledica blagovne znamke. Omenjena premija vodi v to, da blagovna znamka ustvarja in bo ustvarjala presežne dobičke in denarne tokove tudi v prihodnosti. To pomeni, da bo družba *B*, ki je lastnica razpoznavne in močne blagovne znamke dosegala ob isti prodani količini višjo raven prihodkov in dobička iz poslovanja kot družba *G*, ki nima razpoznavne blagovne znamke, četudi so stroški prodanih količin na enaki ravni. To hkrati pomeni, da ima družba *B* višjo čisto maržo iz poslovanja, in ob predpostavki enakega obrata investiranega kapitala tudi višjo donosnost investiranega kapitala od družbe *G*.

Enostopenjski diskontni model ocene vrednosti podjetja (vsote lastniškega in dolžniškega kapitala) zapišemo: (Damodaran, 2002, str. 767).

$$EV = \frac{EBIT \cdot (1-t) \cdot (1-RIR_n)}{WACC - g_n} \quad (2)$$

EV.....vrednost podjetja

EBIT....dobiček iz poslovanja oziroma dobiček pred obrestmi in davki

t.....efektivna davčna stopnja glede na dobiček iz poslovanja

RIR_n.....stopnja reinvestiranja dobičkov

WACC..povprečni tehtani stroški kapitala

g_n.....stabilna dolgoročna stopnja rasti denarnega toka oziroma dobička

Če enačbo delimo z letno ravniyo čistih prihodkov od prodaje *S* in upoštevamo, da je čista marža iz poslovanja (ČMP) enaka razmerju med dobičkom iz poslovanja po davki $EBIT \cdot (1-t)$ in ravniyo prihodkov od prodaje *S*, potem lahko enačbo 2 preuredimo v enačbo 3.

$$\frac{EV}{S} = \frac{\dot{C}MP \cdot (1-RIR_n)}{WACC - g_n} \quad (3)$$

Kot vidimo v enačbi je relativna vrednost podjetja EV/S (vrednost podjetja glede na raven prodaje oziroma večkratnik prihodkov od prodaje) ob danih preostalih spremenljivkah pozitivno odvisna od višine čiste marže iz poslovanja (ČMP). Če vemo, da se dodana vrednost blagovne znamke in cenovna premija na srednji in dolgi rok odrazita v višji čisti marži iz poslovanja, potem postane jasno, da bo relativna vrednost podjetja oziroma večkratnik prodaje družbe B , ki prodaja izdelke pod uveljavljeno blagovno znamko višji od večkratnika prodaje družbe G , ki prodaja generične izdelke brez uveljavljene blagovne znamke. Razlika izhaja iz učinka sedanje vrednosti presežnih denarnih tokov, ki so posledica cenovne premije, ki jo lahko družba B zaradi dodane vrednosti blagovne znamke zaračuna na trgu. Tako je mogoče zapisati naslednji splošni model vrednosti blagovne znamke (Damodaran, 2002, str. 768).

$$BV = (EV/S_B - EV/S_G) * S \quad (4)$$

V modelu zapisanem v enačbi 4 je sedanja vrednost blagovne znamke (BV) enaka razliki med modelsko izračunanimi večkratniki prodaje med družbo, ki prodaja izdelke pod blagovno znamko EV/S_B in družbo, ki prodaja generične izdelke EV/S_G , ki temeljijo na podlagi diskontiranja prihodnjih denarnih tokov pomnoženimi s trenutno ravniyo prodaje (S).

Omejitve premijskih pristopov

Če strnemo pregled premijskih pristopov lahko zaključimo, da temeljijo na intuitivni logiki, niso zapleteni za uporabo in so praktično izvedljivi. Njihova pomanjkljivost je, da upoštevajo pretežno podatke o cenah izdelkov in stroških oziroma maržah iz poslovanja in s tem ne proučujejo vseh plati ustvarjanja vrednosti blagovne znamke. Premijski pristop je mogoče uporabiti brez omejitev takrat, ko imamo na voljo podatke za družbo, ki izdeluje in prodaja generične proizvode, ki se ne prodajajo pod uveljavljeno blagovno znamko. V nasprotnem primeru je uporabnik pred izzivom, določiti referenčni izdelek ali podjetje, ki bo služil kot osnova za merjenje. Omejene omejitve so pogojno premostljive, vendar se pojavljajo kritike premijskega pristopa, ki so usmerjene zoper predpostavko, da obstaja neposredna povezava med cenovno premijo, ki jo lahko dosega izdelek na trgu in blagovno znamke. Kritiki trdijo, da to ni samo po sebi umevno, saj cena lahko zrcali druge primerjalne prednosti izdelka ali družbe (npr. strateški položaj družbe na trgu zaradi prevladujočega tržnega deleža) (BBDO, 2003, str 39 – 40).

c) Vrednotenje na podlagi marginalnega prispevka kupca

Vrednotenje blagovne znamke, ki temelji na marginalnem prispevku kupca temelji na pojavi, da določeni izdelki in storitve ustvarijo dlje časa trajajoča trdna razmerja s kupci, zato ponavljajoči nakupi izdelka niso predmet vnovične nakupne odločitve. Za pristopom stoji predpostavka, da so ravno kupci izdelkov prodajanih pod blagovno znamko glavni vir dodane vrednosti blagovne znamke, saj njihova predanost sistemu izdelkov določa raven prihodnjih

dobičkov. Posledično omenjeni pristop za merjenje učinkov dodane vrednosti blagovne znamke uporabljajo povprečni marginalni prispevek kupca k dobičku izdelka (angl. average customer contribution margin) in stopnjo osipa oziroma fluktuacije (angl. churn rate) ali stopnjo zvestobe kupcev (angl. customer loyalty rate). Ravno stopnja osipa je ključni parameter saj meri delež kupcev, ki prekinje uporabljati izdelke določene blagovne znamke glede na vse kupce. Funkcija sedanje vrednosti blagovne znamke je določena s spremenljivkami (BBDO, 2001, str. 41):

$$BV = f(\text{marginalni prispevek kupca, število kupcev, stopnja zvestobe kupcev, diskontna stopnja, čas}) \quad (6)$$

Izračun vključuje kontinuirano diskontiranje vseh prihodnjih prispevkov kupcev k dobičku in ga lahko opredelimo z naslednjo enačbo:

$$\pi = \frac{(p-c) \cdot b \cdot r}{(1+t-r)} \quad \text{pri čemer } r - t \neq 1 \quad (7)$$

π	sedanja vrednost prispevkov kupcev
$p-c$	marginalni prispevek kupca
i	diskontna stopnja
b	začetni obseg kupcev
r	stopnja zvestobe kupcev

Priloga 2: Kako smo vrednotili blagovno znamko Finance

Bilanca stanja Časnik Finance d. o. o. dejansko stanje in napovedi (2002 – 2012)

Pri izračunu vrednosti denarnih tokov sem se opirala na pretekle izkaze in pripravila napovedi finančnih izkazov za obdobje od leta 2009 do leta 2012. Vsi podatki so v evrih. Pri izračunu vrednosti podjetja se bilanca stanja odraža predvsem s stališča morebitnih presežkov finančnega premoženja, kamor spadajo denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe, saj družba ne uporablja dolžniškega kapitala za financiranje. Zaradi omenjenih presežkov je neto dolg negativen. Pri izračunu neto dolga nisem upoštevala kratkoročnih finančnih naložb, saj gre za posojila lastniku družbe, s katerimi se izvaja prerazporejanje presežkov znotraj skupine Bonnier Business Press.

Leto	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
SREDSTVA	998.991	1.095.616	1.691.833	3.303.362	3.136.499	4.316.971	5.784.223	5.754.550	6.815.087	7.972.178	9.318.620
DOLGOROČNA SREDSTVA	449.777	335.439	311.896	1.146.996	814.688	483.982	309.347	142.115	153.284	228.928	243.603
Neopredmetena dolgoročna sredstva	202.330	126.667	70.196	296.335	192.585	135.717	80.425	30.425	30.425	35.425	40.425
Opredmetena osnovna sredstva	247.447	208.772	241.700	395.551	276.260	191.120	147.107	111.690	122.859	193.503	203.178
Dolgoročna posojila drugim	0	0	0	0	0	9.546	3.157	0	0	0	0
Odložene terjatve za davek	0	0	0	455.110	345.844	147.599	78.658	0	0	0	0
KRA TKOROČNA SREDSTVA	546.825	757.288	1.371.823	1.778.125	2.297.753	3.803.623	5.448.375	5.587.877	6.634.790	7.714.886	9.045.235
Zaloge	11.999	10.519	17.097	17.744	19.747	25.394	26.254	23.063	25.369	26.637	27.969
Kratkoročne poslovne terjatve	469.446	675.723	876.013	1.388.881	1.013.437	1.082.829	1.117.461	1.031.108	1.134.219	1.190.930	1.250.476
Kratkoročne finančne naložbe	52.113	0	316.589	262.963	0	1.378.595	4.040.820	4.040.820	5.040.820	6.040.820	7.040.820
Denarna sredstva	13.267	71.045	162.124	108.537	1.264.569	1.316.805	263.840	492.886	434.382	456.499	725.969
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	2.389	2.890	8.113	378.241	24.058	29.366	26.501	24.558	27.014	28.364	29.782
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	998.991	1.095.616	1.691.833	3.303.362	3.136.499	4.316.971	5.784.223	5.754.550	6.815.087	7.972.178	9.318.620
KAPITAL	267.767	307.041	522.852	864.711	871.869	1.735.360	2.892.264	3.282.058	4.095.347	5.116.451	6.320.106
Vpoklicani kapital	2.909.662	2.830.493	2.794.659	2.796.594	2.795.860	2.795.860	2.795.860	2.795.860	2.795.860	2.795.860	2.795.860
Kapitalske rezerve	244.507	237.854	234.843	235.006	234.944	234.944	234.944	234.944	641.588	1.152.140	1.753.968
Zadržani dobički	-2.886.402	-2.761.306	-2.506.651	-2.166.889	-2.158.935	-1.295.444	-138.540	251.254	657.899	1.168.451	1.770.278
REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	0	0	0	273.867	243.941	246.148	221.074	219.886	241.874	253.968	266.667
KRA TKOROČNE OBVEZNOSTI	524.239	551.874	651.314	1.059.636	827.444	1.224.547	1.260.929	1.112.125	1.223.338	1.284.504	1.348.730
Kratkoročne poslovne obveznosti	524.239	551.874	651.314	1.059.636	827.444	1.224.547	1.260.929	1.112.125	1.223.338	1.284.504	1.348.730
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	206.986	236.701	517.667	1.105.147	1.193.245	1.110.917	1.409.956	1.140.480	1.254.528	1.317.255	1.383.118

Viri: Letna poročila Časnika Finance, lastne ocene.

Izkaz poslovnega izida Časnik Finance d. o. o. dejansko stanje in napovedi (2002 – 2012)

Pri izračunu vrednosti denarnih tokov sem se opirala na pretekle izkaze in pripravila napovedi finančnih izkazov za obdobje od leta 2009 do leta 2012. Vsi podatki so v evrih. Pri napovedi poslovanja sem upoštevala 15-odstoten upad prihodkov od prodaje v letu 2009, ter postopno okrevanje prihodkov do leta 2012. Hkrati sem upoštevala osem odstotni upad stroškov dela v letu 2009, ničelno rast v letu 2010 in kasneje 5-odstotno rast. Stroške storitev in materiala storitev in druge sem napovedovala kot odstotek kosmatega izida iz poslovanja, pri čemer sem za leti 2009 in 2010 uporabila skrajne deleže na podlagi zgodovinskih podatkov v predhodnih petih letih.

Leto	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	4.300.323	5.284.036	6.684.424	9.199.139	10.896.699	12.237.184	13.061.588	11.106.177	12.216.794	12.827.634	13.469.016
Spremembe vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodi	5.003	-1.169	-5.638	7.047	3.117	6.255	1.240	4.607	5.067	5.321	5.587
Drugi poslovni prihodki	5.295	41.223	6.116	31.870	77.746	54.577	77.144	58.193	64.012	67.213	70.574
KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA	4.310.622	5.324.090	6.684.903	9.238.056	10.977.562	12.298.016	13.139.972	11.168.976	12.285.874	12.900.168	13.545.176
STROŠKI BLAGA MATERIALA IN STORITEV	2.831.732	3.160.836	3.974.273	4.901.434	5.642.890	6.166.645	6.682.225	6.036.431	6.640.074	6.842.162	7.048.818
Vrednost prodanega blaga ter stroški materiala	101.294	70.107	69.455	90.820	109.890	125.431	115.121	116.082	127.690	134.075	140.779
Stroški storitev	2.730.438	3.090.729	3.904.818	4.810.614	5.533.000	6.041.214	6.567.104	5.920.349	6.512.384	6.708.087	6.908.040
STROŠKI DELA	1.710.320	1.933.552	2.327.526	3.913.402	4.802.454	4.760.571	4.894.491	4.502.932	4.502.932	4.728.078	4.964.482
OPISI VREDNOSTI	211.297	177.795	187.411	327.264	409.531	289.175	182.343	209.372	230.309	241.824	253.915
Amortizacija	166.658	163.709	174.192	231.987	262.569	213.983	171.011	145.359	159.895	167.890	176.285
Prevrednotovalni odhodki pri dolgoročnih sredstvih	5.588	0	0	9.238	27.829	5.957	1.982	0	0	0	0
Prevrednotovalni odhodki pri obratnih sredstvih	39.051	14.086	13.219	86.039	119.133	69.235	9.350	64.012	70.413	73.934	77.631
DRUGI POSLOVNI ODHODKI	13.898	15.793	8.878	44.321	36.388	102.571	48.694	45.519	50.071	52.575	55.204
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA	-456.625	36.113	186.815	51.636	86.300	979.054	1.332.219	374.723	862.488	1.035.528	1.222.756
FINANČNI PRIHODKI	15.195	9.572	17.240	35.513	34.047	83.288	183.907	122.603	157.975	244.989	286.157
Finančni prihodki iz danih posojil	0	0	0	21.731	13.900	71.769	161.805	101.021	136.225	221.633	261.633
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	15.195	9.572	17.240	13.782	20.147	11.519	22.102	21.582	21.751	23.356	24.524
FINANČNI ODHODKI	5.468	1.032	1.381	1.969	3.802	606	8.001	3.915	3.853	4.137	4.344
Finančni odhodki iz drugih obveznosti	0	0	0	501	259	471	76	0	0	0	0
Finančni odhodki iz drugih poslovnih obveznosti	5.468	1.032	1.381	1.469	3.543	135	7.925	3.915	3.853	4.137	4.344
POSLOVNI IZID ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	-34.965	2.548	18.420	0	0	0	0	0	0	0	0
CELOTNI IZID	-481.862	47.202	221.093	85.179	116.545	1.061.736	1.508.125	493.411	1.016.611	1.276.380	1.504.569
DAVEK IZ DOBIČKA	0	0	0	-405.266	109.147	198.245	351.221	103.616	203.322	255.276	300.914
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	-481.862	47.202	221.093	490.445	7.398	863.491	1.156.904	389.794	813.288	1.021.104	1.203.655

Viri: Letna poročila Časnika Finance, lastne ocene.

Ocena stroškov kapitala Časnik Finance d. o. o. (2002 – 2012)

Pri oceni tehtanih stroškov kapitala sem se opirala na model CAPM. Za podatke o netvegani obrestni meri sem uporabila donosnost do dospelja 10-letne nemške državne obveznice s spletne strani www.bloomberg.com. Premijo za deželno tveganje sem pridobila s spletne strani Aswatha Damodarana, kjer je ocenjena podlagi razlik v bonitetnih ocenah posameznih držav. Pri oceni premije za tveganje za lastniški kapital sem se oprla na zgodovinske izračune Aswatha Damodarana in ter priporočila glede višine premije za tveganje. Enako velja za netehtano beto oziroma beto brez vzvoda za panogo časopisno založništvo, ki jo Damodaran izračunava iz gibanja tečajev delnic 33 javnih delniških družb z evropskega kapitalskega trga in izloča učinek finančnega vzvoda. Čeprav davčna stopnja zaradi neuporabe finančnega vzvoda nima vpliva na končne stroške kapitala, sem prikazala veljavne marginalne davčne stopnje v tabeli. Za leta pred letom 2008 so te dejanske. Družba namreč ni plačevala davkov zaradi izgube in kasneje koriščenja davčne izgube iz preteklih let za zmanjševanje davčne osnove. Beta družbe je enaka netehtani, ker družba nima finančnega dolga, hkrati pa so zaradi enakega razloga povprečni tehtani stroški kapitala (WACC) enaki stroškom lastniškega kapitala.

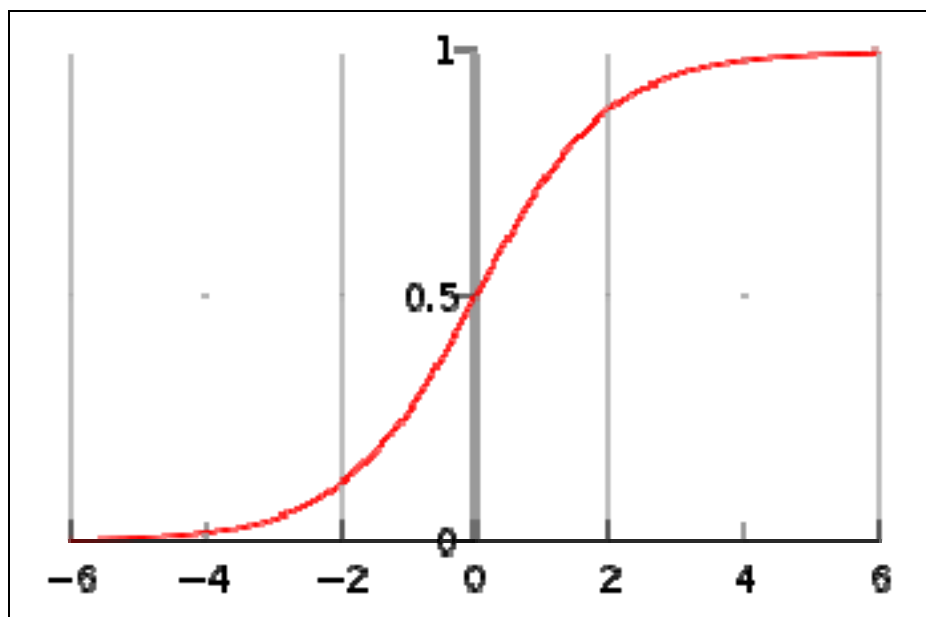
Leto	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Netvegana obrestna mera (nemška 10-letna obveznica)	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%
Premija za deželno tveganje	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Premija za tveganje za delniški trg / lastniški kapital	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Netehtana beta za evropsko časopisno založništvo	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Razmerje med finančnim dolgom in lastniškim kapitalom (D/E)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Davčna stopnja	0%	0%	0%	0%	0%	0%	22%	21%	20%	20%	20%
Beta za družbo	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Ocena stroškov lastniškega kapitala	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%
Ocena stroškov dolžniškega kapitala po davkih	10,00%	10,00%	10,00%	9,00%	8,00%	8,00%	6,24%	6,32%	6,00%	6,00%	5,60%
Ocena tehtanih stroškov kapitala (WACC)	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%	9,14%

Viri: Aswath Damoradan, www.bloomberg.com

Oblikovanje S-krivulje razmerja med WACC indeksom moči blagovne znamke na podlagi Interbrandovega modela

S-krivulja nosi ime po črki S. Čeprav se oblika S nanaša na družino funkcij, pa se v praksi najpogosteje uporablja funkcija, ki se imenuje logistična funkcija in je opisana z enačbo $P(t) = \frac{1}{1 + e^{-t}}$, kjer $P(t)$ pomeni populacijo v času ter v vsebini odraža eksponentno rast v zgodnji in srednji fazi razvoja in kasneje pojemajočo rast. Funkcija se giblje na intervalu od 0 do 1. Medtem ko se neodvisna spremenljivka giblje na intervalu od minus 6 do šest.

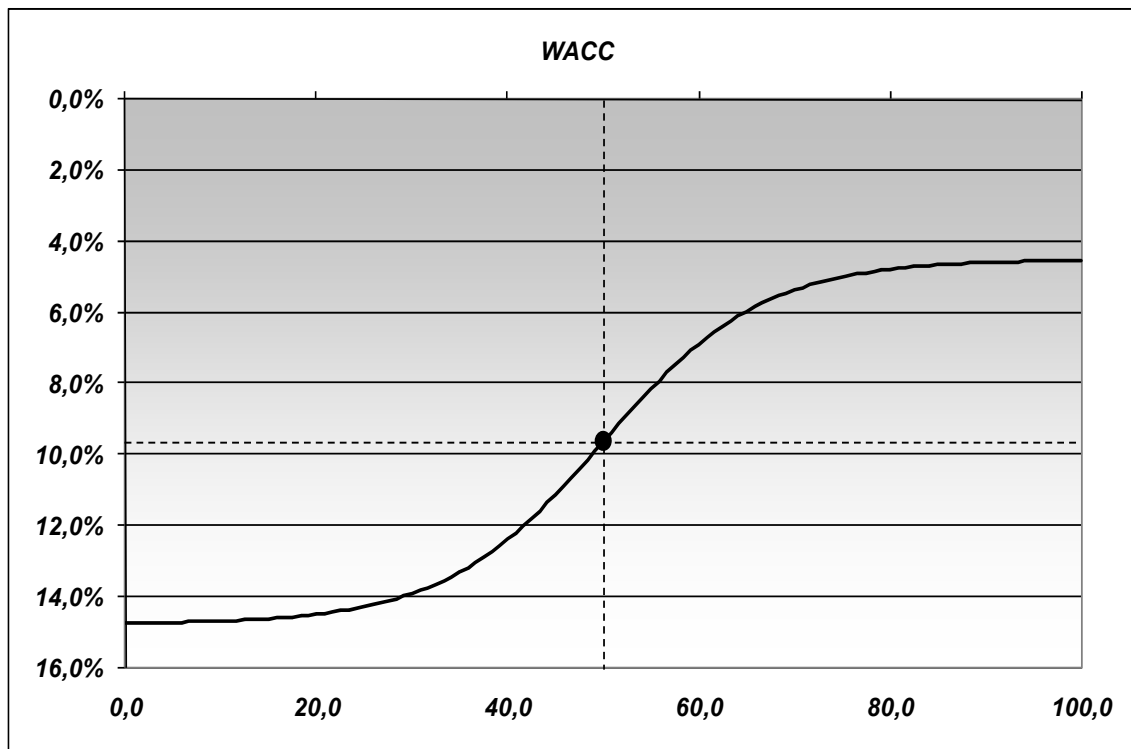
Slika 1: Grafikon logistične funkcije (S-krivulje)



Vir: www.wikipedia.org

Interbrand je to zakonitost uporabil pri določanju razmerja med močjo blagovne znamke in stroški kapitala. Neodvisna spremenljivka je moč blagovne znamke, odvisna spremenljivka višina povprečnih tehtanih stroškov kapitala (WACC), pri čemer ti tečejo v obratnem vrstnem redu od največje do najmanjše možne vrednost. Maksimum določajo največji ugotovljeni WACC v panogi, medtem ko je minimum netvegana obrestna mera. V Interbrandovem modelu lahko teoretično skrajno močna blagovna znamka zmanjša tveganje ustvarjanja denarnih tokov na nič oziroma raven pobiranja davkov države. Blagovna znamka bi morala doseči vrednost indeksa moči 100, kar je neverjetno. Je pa razvidno, da lahko šibka blagovna znamka s prebojem na nadpovprečno raven močno zmanjša tveganje ustvarjanja denarnih tokov. Za določanje S-krivulje, ki sem jo uporabila sem uporabila skrajni WACC za evropsko časopisno založništvo iz podatkov s strani Aswatha Damodarana na eno strani in netvegano obrestno mero na drugi strani in ustvarila krivuljo s pomočjo zgornje enačbe.

Slika 2: Grafikon logistične funkcije (S-krivulje) in S-krivulja prilagojena po Interbrandovem modelu



Viri: lastni izračuni, Aswath Damodaran

SLOVAR

retail brand - blagovna znamka v prodaji na drobno (str. 5)

brand equity - lastniški kapital blagovne znamke (str. 5)

financial transactions - finančne transakcije (str. 6)

strategic purposes - strateški nameni (str. 6)

intengables - neopredmetena dolgoročna sredstva (str. 7)

enterprise value - tržne vrednosti podjetja (str. 9)

market value of equity - tržne kapitalizacije lastniškega kapitala oziroma delnic (str. 13)

market value of debt - tržne vrednosti dolžniškega kapitala oziroma finančnega dolga (str. 13)

cash and cash equivalents - denar in likvidno finančno premoženje (str. 13)

brand value - vrednost blagovne znamke (str. 13)

tangible assets - opredmetena sredstva (str. 13)

intangible assets - neopredmetena sredstva (str. 13)

book value of equity - knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala (str. 13)

angl. share of brand specific revenue - delež prodaje posamezne blagovne znamke v celotni prodaji (str. 13)

share of brand specific earnings - delež dobička posamezne blagovne znamke v celotnem dobičku (str. 13)

market value-oriented brand valuation - tržno usmerjen model primerjalnega vrednotenja blagovne znamke (str. 14)

comparable assets - primerljive blagovne znamke oziroma premoženja (str. 14)

comparative valuation multiples - večkratnikih primerjalnega vrednotenja (str. 15)

transaction multiples - transakcijskih večkratnikih (str. 15)

specific characteristics - specifične lastnosti blagovne znamke (str. 15)

transactions - transakcij (str. 15)

cost-oriented brand valuation - stroški povezani z izgradnjo blagovne znamke (str. 15)

historic costs - zgodovinski stroški (str. 15)

replacement costs - nadomestitveni stroški (str. 16)

present value of perpetuity - sedanja vrednost neskončne serije dobičkov (str. 16)

stakeholders - deležniki povezani s podjetjem (str. 18)

assets and liabilities - sredstva in obveznosti (str. 20)

brand assets - premoženje blagovne znamke (str. 24)

brand stature - podobo blagovne znamke (str. 24)

performance- uspešnost (str. 25)

personality - osebnost (str. 25)

presence - prisotnost na trgu (str. 25)

economic value added - ocena ekonomske dodane vrednosti (str. 26)

capital invested/employed - stroške investirane kapitala (str. 26)

role of brand index - indeks vloge blagovne znamke (str. 27)

brand strength score - ocena moči blagovne znamke (str. 27)

weighted average cost of capital - povprečnimi tehtanimi stroški kapitala panoge (str. 27)

branded earnings - dobički, ki se ustvarjajo s prodajo v okviru blagovne znamke (str. 28)

brand contribution - prispevek blagovne znamke (str. 28)

brand earnings multiple - večkratnik dobička, ki pripada blagovni znamki (str. 29)

brand revenue multiple - večkratnik prihodkov blagovne znamke (str. 29)

earnings before interest and taxes (EBIT) - poslovni izid iz poslovanja oziroma dobiček pred obrestmi in davki (str. 32)

terminal value - preostalo vrednost (str. 34)

weighted average costs of capital - zahtevana stopnja donosnosti oziroma tehtano povprečje stroškov kapitala (str. 35)

implied equity risk premium - vsebovana premija za tvegane delniške naložbe (str. 36)

royalty rate - stopnja licenčnine (str. 38)

rule of thumb – merilo palca (str. 38)

pre-tax margin - marže pred davki (str. 39)

media and entertainment – panoga medijev in zabave (str. 39)

capital charge - absolutne stroške kapitala (str. 40)

brand earnings - ocena dobička pripadajočega blagovni znamki (str. 41)

brand strength index - ocena moči blagovne znamke (str. 41)

cost of capital - ocena specifičnih tehtanih stroškov kapitala blagovne znamke (str. 41)