

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO
VREDNOTENJE LUKE KOPER, D. D.**

Ljubljana, oktober 2008

UROŠ MLAKAR

IZJAVA

Študent Uroš Mlakar izjavljam, da sem avtor te zaključne strokovne naloge, ki sem jo napisal pod mentorstvom dr. Aleša Berka Skoka, in da dovolim njeno objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 15. 10. 2008

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 IZHODIŠČA VREDNOTENJA	2
2 METODOLOGIJA IN NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA.....	3
2.1 NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN.....	3
2.1.1 Metoda diskontiranih denarnih tokov (DCF-metoda).....	4
2.1.2 Metoda kapitalizacije (uglavničenja)	5
2.2 NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV	6
2.2.1 Metoda na borzo uvrščenih primerljivih podjetij.....	7
2.2.2 Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij	7
2.3 NA SREDSTVIH ZASNOVAN NAČIN	8
2.3.1 Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti	8
2.3.2 Metoda presežnih donosov	9
2.4 PRIBITKI IN ODBITKI	9
2.4.1 Osnovna vrednost.....	10
2.4.2 Vrste pribitkov in odbitkov	11
2.4.2.1 Pribitki oz. odbitki, povezani s samim podjetjem.....	12
2.4.2.2 Pribitek za obvladovanje in odbitek za neobvladljivost	13
2.4.2.3 Odbitek za pomanjkanje tržljivosti.....	13
3 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	16
3.1 UPORABLJEN POSTOPEK.....	16
3.1.1 Čisti denarni tok.....	16
3.1.2 Sedanja vrednost	18
3.1.3 Preostala vrednost	18
3.1.4 Vrednost lastniškega kapitala.....	19
3.1.5 Diskontna stopnja.....	19
3.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI IZBRANE METODE	24
3.2.1 Prednosti	24
3.2.2 Slabosti.....	24
4 PREDSTAVITEV PODJETJA	25
4.1 OSNOVNI PODATKI MATIČNE DRUŽBE LUKA KOPER, D. D.	25
4.2 ZGODOVINA PODJETJA.....	25
4.3 DEJAVNOST PODJETJA.....	26
4.4 VIZIJA, POSLANSTVO IN STRATEŠKE USMERITVE PODJETJA.....	27
4.5 PODATKI O DELNICI IN LASTNIŠKA STRUKTURA PODJETJA	27
4.6 ZAPOSLENI V PODJETJU	28
5 ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA	28
5.1 ANALIZA IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA	28
5.2 ANALIZA BILANCE STANJA.....	32
5.3 ANALIZA PROSTEGA DENARNEGA TOKA	36
6 OCENA VREDNOSTI IZBRANEGA PODJETJA NA PODLAGI DCF-METODE.....	37
6.1 NAPOVED POSLOVANJA OZIROMA DENARNEGA TOKA	37
6.2 NAPOVED INVESTICIJ, OBRATNEGA KAPITALA IN OBVEZNOSTI.....	38
6.3 NAPOVED PROSTEGA DENARNEGA TOKA	40

6.4	PREOSTALA VREDNOST PODJETJA	40
6.5	VREDNOST FINANČNIH NALOŽB IN FINANČNIH OBVEZNOSTI	40
6.6	DOLOČITEV DISKONTNE STOPNJE (WACC-a).....	42
6.7	OCENA VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA	43
6.8	VPLIV PREDPOSTAVK NA OCENO VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA	44
7	KONČNA OCENA VREDNOSTI	45
7.1	DOLOČITEV PRIBITKOV IN ODBITKOV	45
7.2	OCENJENA VREDNOST	46
	SKLEP	46
	LITERATURA IN VIRI	47

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Deset največjih delničarjev Luke Koper, d. d., na dan 31. 12. 2007</i>	27
<i>Tabela 2: Število zaposlenih v družbah in skupini Luka Koper</i>	28
<i>Tabela 3: Število zaposlenih v skupini Luka Koper po stopnji izobrazbe</i>	28
<i>Tabela 4: Struktura prihodkov skupine v obdobju 2004–2007</i>	29
<i>Tabela 5: Struktura stroškov poslovanja skupine v obdobju 2004–2007</i>	30
<i>Tabela 6: Poslovni izid iz poslovanja skupine v obdobju 2004–2007</i>	30
<i>Tabela 7: Finančni prihodki, finančni odhodki in celotni izid iz rednega delovanja skupine v obdobju 2004–2007</i>	31
<i>Tabela 8: Izredni prihodki in izredni odhodki skupine v obdobju 2004–2007</i>	31
<i>Tabela 9: Celotni poslovni izid, čisti poslovni izid iz obračunskega obdobja in čisti poslovni izid skupine v obdobju 2004–2007</i>	32
<i>Tabela 10: Dolgoročna sredstva skupine v obdobju 2004–2007</i>	33
<i>Tabela 11: Kratkoročna sredstva skupine v obdobju 2004–2007</i>	33
<i>Tabela 12: Kratkoročne aktivne časovne razmejitve skupine v obdobju 2004–2007</i>	34
<i>Tabela 13: Kapital skupine v obdobju 2004–2007</i>	34
<i>Tabela 14: Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve skupine v obdobju 2004–2007</i>	35
<i>Tabela 15: Dolgoročne obveznosti skupine v obdobju 2004–2007</i>	35
<i>Tabela 16: Kratkoročne obveznosti skupine v obdobju 2004–2007</i>	36
<i>Tabela 17: Kratkoročne pasivne časovne razmejitve skupine v obdobju 2004–2007</i>	36
<i>Tabela 18: Prosti denarni tok skupine v obdobju 2005–2007</i>	36
<i>Tabela 19: Napoved poslovnega izida iz poslovanja skupine Luka Koper za obdobje 2008–2013</i>	38
<i>Tabela 20: Bruto investicije, amortizacija in neto investicije skupine v osnovna sredstva v letu 2007 ter napoved za obdobje 2008–2013</i>	38
<i>Tabela 21: Stanje obratnega kapitala in sprememba obratnega kapitala v skupini v letu 2007 ter napoved za obdobje 2008–2013</i>	39
<i>Tabela 22: Prosti denarni tok skupine v letu 2007 in napoved za obdobje 2008–2013</i>	40
<i>Tabela 23: Napoved prostega denarnega toka skupine za obdobje 2013–2016</i>	40
<i>Tabela 24: Struktura dolgoročnih finančnih naložb skupine v letu 2007</i>	41
<i>Tabela 25: Izračun bete za skupino ob predpostavki, da je lastniški kapital edini vir financiranja</i>	42
<i>Tabela 26: Izračun bete za skupino</i>	43
<i>Tabela 27: Ocena vrednosti lastniškega kapitala in delnice skupine na dan 31. 12. 2007</i>	44
<i>Tabela 28: Ocenjena vrednost lastniškega kapitala skupine v odvisnosti od stopnje rasti in WACC-a v preostalem obdobju</i>	45
<i>Tabela 29: Ocenjena vrednost navadne delnice skupine v odvisnosti od stopnje rasti in WACC-a v preostalem obdobju</i>	45

KAZALO PRILOG

Priloga 1: *Pribitki za obvladovanje na tržno ceno izraženi v odstotkih glede na leto odkupa (prevzema) in število opravljenih transakcij*

Priloga 2: *Empirične študije odbitkov za tržljivost na podlagi restriktivnih delnic*

Priloga 3: *Empirične študije preučevanja odbitkov za tržljivost na podlagi analiz transakcij (nakupov in prodaj delnic) pred začetno javno ponudbo*

Priloga 4: *Osebna izkaznica matične družbe Luka Koper, d.d.*

Priloga 5: *Celoten konsolidiran izkaz poslovnega izida skupine Luka Koper od leta 2004 do leta 2007*

Priloga 6: *Celotna konsolidirana bilanca stanja skupine Luka Koper od 31. 12. 2004 do 31. 12. 2007*

Priloga 7: *Poslovni izid skupine Luka Koper za leto 2007 in napoved poslovnega izida za obdobje 2008–2013*

Priloga 8: *Bilanca stanja skupine Luka Koper na dan 31. 12. 2007 ter napoved bilance stanja od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2013*

Priloga 9: *Zahtevana donosnost kapitala oziroma WACC (diskontna stopnja)*

Priloga 10: *Izračun ocene vrednosti podjetja iz poslovanja*

Priloga 11: *Vpliv države na prihodnji razvoj in poslovanje Luke Koper*

UVOD

V skladu z Mednarodnim standardom ocenjevanja vrednosti je tržna vrednost opredeljena kot ocenjen znesek, po katerem bi si na dan ocenjevanja vrednosti po ustreznem postopku trženja izmenjala premoženje voljan in dobro obveščen kupec ter voljan in dobro obveščen prodajalec, ki delujeta medsebojno neodvisno, razumno in brez prisile.

Za namene vrednotenja lastniškega kapitala družbe je v praksi izoblikovanih več različnih metod. Metode za vrednotenje lahko v prvi vrsti razdelimo na dinamične in statične. V prvo skupino uvrščamo metode, ki temeljijo predvsem na sposobnosti podjetja, da ustvarja donose za svoje vlagatelje (lastniki, upniki), torej na kombinaciji izkaza uspeha in bilance stanja. V drugo skupino pa uvrščamo metode tržnih primerjav in na sredstvih zasnovan način. Odločitev analitika o izboru metod vrednotenja je odvisna od namena vrednotenja, kot tudi dostopnosti podatkov in razpoložljivega časa.

Namen diplomskega dela je preučiti in predstaviti različne metode in načine vrednotenja podjetij, podrobneje predstaviti metodo diskontiranih denarnih tokov in prenesti teoretična spoznanja na primer skupine Luka Koper. Za to podjetje sem se odločil zaradi dostopnosti in transparentnosti podatkov skupine in zaradi lastnega interesa po ugotovitvi vrednosti te družbe.

V svojih analizah ocene vrednosti sem uporabil javno dostopne podatke skupine, objavljene do dne 31. 12. 2007, razen kjer je navedeno drugače. Informacije in podatki v tej nalogi so preverjeni v skladu z možnostmi. Vse ocene izhajajo iz predpostavke skupine kot poslujočega podjetja. Skupina bo tako v skladu s tem nadaljevala s poslovanjem v dogledni prihodnosti, hkrati pa nima potrebe ali namena likvidirati sredstev, niti zmanjšati obsega poslovanja.

Diplomska naloga je sestavljena iz štirih delov. Prvi, teoretični del, predstavlja metodologijo in načine ocenjevanja vrednosti podjetja. Opisani so trije načini vrednotenja, in sicer na donosu zasnovan način, način tržnih primerjav in na sredstvih zasnovan način. Zadnja točka teoretičnega dela obravnava pribitke in odbitke, ki predstavljajo enega izmed najpomembnejših elementov vrednotenja in jih je zato pri ocenjevanju vrednosti podjetja nujno potrebno upoštevati.

Drugi del diplomske naloge podrobneje obravnava metodo diskontiranih denarnih tokov, ki je v nadaljevanju praktično uporabljena za ocenitev vrednosti skupine Luka Koper. Metoda diskontiranih denarnih tokov velja za najprimernejšo metodo ocenjevanja vrednosti podjetja in se zato uporablja tudi kot samostojna metoda vrednotenja (Karner, 2006, str. 1). Ta del diplomske naloge je sklenjen s pregledom pomembnejših prednosti in slabosti te metode.

Tretji, praktični del naloge zajema kratko predstavitev izbranega podjetja in finančno analizo preteklega poslovanja skupine za obdobje od 31. 12. 2004 do 31. 12. 2007, ki vsebuje analizo izkaza poslovnega izida, bilance stanja in prostega denarnega toka.

V četrtem delu je praktično prikazano ovrednotenje skupine Luka Koper z uporabo izbrane metode. Sledita pregled ocen vrednosti izbranega podjetja in določitev najrelevantnejše končne ocene vrednosti. Diplomaska naloga je sklenjena s ključnimi ugotovitvami.

1 IZHODIŠČA VREDNOTENJA

Vrednotenje podjetja je zelo kompleksna in zahtevna naloga. Od ocenjevalca zahteva znanja iz različnih področij, še posebej iz področja poslovnih financ. V nadaljevanju so predstavljene zahteve, ki jih mora ocenjevalec izpolnjevati pri ocenjevanju vrednosti podjetja.

Ocenjevalec mora pri svojem delu upoštevati dvoje določil za strokovno ocenjevanje vrednosti podjetja in spoštovati pravila, ki se nanašajo na ta določila (Slovenski poslovnofinančni standardi za ocenjevanje vrednosti, 2003):

- Pri ocenjevanju vrednosti podjetja mora ocenjevalec poznati, razumeti in pravilno uporabiti tiste metode oziroma tehnike ocenjevanja vrednosti, ki so potrebne za strokovno neoporečno ocenitev vrednosti podjetja. Pri tem mora upoštevati sledeča pravila:
 1. svoje delo mora opraviti brez napake in upoštevati vse sestavine, ki bi pomembno vplivale na oceno vrednosti;
 2. oceno vrednosti mora izdelati odgovorno in skrbno;
 3. oceno vrednosti mora izdelati neodvisno od kakršnihkoli interesov kogarkoli;
 4. omogočen mu mora biti vpogled na vsa tista poslovna področja, ki pomembno vplivajo na vrednost podjetja;
 5. ustrezno mora spoznati podjetje, sredstva in lastniški kapital, katerih vrednost ocenjuje, opredeliti namen ocenjevanja vrednosti in način uporabe ocene vrednosti, določiti zanesljivost ocene vrednosti, opredeliti omejevalne okoliščine in določiti datum, na katerega velja ocena vrednosti;
 6. izbrati mora ustrezne metode oziroma tehnike ocenjevanja vrednosti;
 7. proučiti mora potrebno in razpoložljivo kakovost in količino podatkov za posamezno metodo oziroma tehniko ocenjevanja vrednosti.
- Pri sporočanju ocene vrednosti podjetja mora ocenjevalec prikazati vse analize, mnenja in sklepe tako, da ne zavaja. Pri tem mora vsako pisno poročilo o ocenjevanju vrednosti podjetja:
 1. vsebovati dovolj informacij, da omogoči osebi (osebam), ki ji (jim) je namenjeno, v celoti in pravilno razumeti njegovo vsebino;

2. nedvoumno in točno opisati kakršnekoli predpostavke in omejevalne okoliščine, ki neposredno vplivajo na ocenjevanje vrednosti;
3. opredeliti in opisati podjetje, lastniški kapital ali sredstva, katerih vrednost se ocenjuje;
4. predstaviti namen ocenjevanja vrednosti in povod zanj;
5. določiti vrsto vrednosti, ki se ocenjuje;
6. vsebovati datum ocenitve vrednosti in datum sestavitve poročila;
7. določiti zanesljivost ocene vrednosti;
8. nedvoumno in točno opisati vse predpostavke in omejevalne okoliščine, ki vplivajo na analize, mnenja in sklepe;
9. prikazati vse obravnavane podatke in informacije, uporabljene postopke ocenjevanja vrednosti in utemeljitve za analize, mnenja in sklepe;
10. natančno razložiti vzroke in posledice morebitnih odmikov od prvega določila;
11. vsebovati naročnikovo izjavo o točnosti predanih podatkov in informacij.

Niti ena pomembna informacija ne sme biti izpuščena ali prikrita.

Na izbiro načina, metode in postopka ocenjevanja vrednosti podjetja vpliva predvsem namen vrednotenja. Ocenjevanje vrednosti se izvaja zaradi različnih namenov, npr. za namen prodaje ali nakupa podjetja oz. njegovega deleža, uvrstitve podjetja na borzo, likvidacije podjetja, najetja kredita, zavarovanja kredita, dokapitalizacije ali privatizacije podjetja itd.

Analitiki se pri izboru metode vrednotenja odločajo predvsem med sledečimi načini ocenjevanja vrednosti (Pratt, 2000, str. 45): na donosu zasnovan način (*angl. income approach*), način tržnih primerjav (*angl. market approach*), na sredstvih zasnovan način (*angl. asset-based approach*).

V nadaljevanju so omenjeni načini ocenjevanja vrednosti predstavljeni natančneje.

2 METODOLOGIJA IN NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

2.1 NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN

Ta način temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa (Praznik, 2004, str. 69).

V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti podjetja se najpogosteje uporabljata dve metodi, in sicer:

- metoda diskontiranih prihodnjih denarnih tokov, tj. DCF-metoda (*angl. discounted cash flow method*),
- metoda kapitalizacije oz. /uglavničenja (*angl. capitalization method*).

Ta način ocenjevanja vrednosti velja v ekonomski teoriji za najprimernejšega pri določanju vrednosti podjetja, določenega lastniškega deleža ali pa posameznega vrednostnega papirja (Praznik, 2004, str. 69).

2.1.1 Metoda diskontiranih denarnih tokov (DCF-metoda)

Metoda diskontiranih prostih denarnih tokov temelji na prostih denarnih tokovih, ki jih bo podjetje v prihodnosti ustvarilo za vlagatelje in sodi v skupino dinamičnih metod vrednotenja (Praznik, 2004, str. 69). Vlagatelji se med seboj razlikujejo glede na statusne in pravno-formalne značilnosti ter glede na okolje iz katerega prihajajo in v katerem vlagajo. Glede na zahteve vlagatelja o tveganosti, donosnosti in likvidnosti naložbe, ki vplivajo na diskontno stopnjo, lahko izračunamo vrednost podjetja. Z diskontiranjem prostih denarnih tokov za lastnike dobimo vrednost lastniškega kapitala (neposredna metoda), medtem ko z diskontiranjem prostih denarnih tokov za vse vlagatelje – lastnike in upnike – dobimo vrednost podjetja (posredna metoda). Z diskontiranjem bodočih denarnih tokov pravzaprav prevedemo bodoče denarne tokove na sedanjo vrednost, ki mora biti ob uporabi ustreznega diskontnega faktorja enaka vrednosti podjetja.

Za oceno vrednosti lastniškega kapitala podjetja oziroma celotnega podjetja je ključna ocena naslednjih elementov:

- ocena prostih denarnih tokov za lastnike oziroma lastnike in upnike, ki izhaja iz eksplicitno napovedanega poslovanja podjetja v prihodnosti (to v praksi traja od 5 do 10 let);
- izračun ustrezne diskontne stopnje na podlagi zahtevane stopnje donosnosti lastniškega in dolžniškega kapitala oziroma tehtanega povprečja stroškov kapitala – WACC (*angl. weighted average cost of capital*);
- izračun preostale vrednosti (*angl. residual value*) lastniškega kapitala oziroma podjetja po zadnjem eksplicitno napovedanem poslovnem obdobju, ki jo lahko ocenimo statično ali dinamično;
- ocena vrednosti poslovno nepotrebnih sredstev oziroma sredstev, ki ne vplivajo na proste denarne tokove.

2.1.2 Metoda kapitalizacije (uglavničenja)

Metoda kapitalizacije je dokaj enostavna za uporabo in razumevanje, zato jo vlagatelji uporabljajo pogosto. Precej poenostavlja metodo diskontiranja, saj ne zahteva dolgoročnih napovedi in projekcij donosov. Predvideva namreč stabilnost poslovanja v prihodnosti, čeprav je realnost pogosto drugačna (Praznik, 2004, str. 77).

Metoda kapitalizacije je podobna metodi diskontiranih denarnih tokov. Glavna razlika je v tem, da se pri diskontiranju vsi pričakovani prihodnji denarni tokovi pretvorijo na sedanjo vrednost, pri metodi kapitalizacije pa za izračun sedanje vrednosti delimo le en normaliziran bodoči donos z mero kapitalizacije (Pratt, 1989, str. 87). S to metodo vse spremembe o pričakovanih prihodnjih donosih zajamemo v stopnji kapitalizacije (imenovalcu) in ne v specifičnih napovedih donosov (števcu) kot pri metodi diskontiranja. Tako vrednotenje podjetja po metodi kapitalizacije temelji na normaliziranem donosu, za katerega se predpostavlja, da raste po določeni povprečni stopnji v neskončnost. Stopnjo kapitalizacije izračunamo po spodnji enačbi:

$$c = d - g, \quad (1)$$

pri čemer je:

cstopnja kapitalizacije (uglavničenja),

ddiskontna stopnja,

gpričakovana konstantna stopnja rasti prostih denarnih tokov v neskončnost.

Pri tej metodi lahko za potrebe ocenjevanja vrednosti podjetja uporabimo dva postopka (Pratt, 2000, str. 204–222).

1. Postopek kapitalizacije normaliziranega donosa ob upoštevanju lastniškega kapitala: za ocenitev vrednosti lastniškega kapitala so osnova le tisti donosi, ki so razpoložljivi za navadne delničarje. Mera kapitalizacije mora odražati strošek lastniškega kapitala.
2. Postopek kapitalizacije normaliziranega donosa ob upoštevanju celotnega kapitala: za vrednotenje podjetja so osnova donosi, ki so razpoložljivi za vse vlagatelje, pri čemer se odšteje delež imetnikov prednostnih delnic in vrednost dolga. Mera kapitalizacije mora odražati tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC).

Z metodo kapitalizacije dobimo vrednost tako, da donos delimo s stopnjo kapitalizacije izračunano po enačbi (1). Sedanjo vrednost z metodo kapitalizacije izračunamo na podlagi Gordonovega modela enakomerne rasti (Damodaran, 2002, str. 305–317):

$$PV = \frac{NDT_0 \times (1 + g)}{d - g}, \quad (2)$$

pri čemer je:

PVsedanja vrednost (*angl. present value*),

NDT_0čisti denarni tok v obdobju, ki je neposredno pred datumom ocenjevanja vrednosti,

ddiskontna stopnja,

gpričakovana konstantna stopnja rasti prostih denarnih tokov v neskončnost.

2.2 NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV

Pri tem načinu se pri ocenjevanju vrednosti podjetja primerja preučevano podjetje z drugimi podobnimi podjetji. Vrednost podjetja je določena z zneskom, ki bi ga bil pripravljen plačati racionalni vlagatelj za nakup delnic obravnavanega podjetja (Hartman, 2000, str. 35). Ključnega pomena je podobnost oziroma primerljivost podjetij z ocenjevanim podjetjem. Primerljiva podjetja morajo delovati v isti panogi kot preučevano podjetje, ali pa v panogi, ki ima dokaj podobne ekonomske kazalnike. Poleg tega igrajo pomembno vlogo tudi pričakovanja vlagateljev na trgu glede stopnje rasti, tveganosti naložbe, velikosti podjetja, stopnje zadolženosti in davčne stopnje podjetij, ki smo jih izbrali v skupino analiziranih.

Za kvalitetno primerjavo morajo biti analitiku dostopni vsi potrebni podatki podobnih podjetij. Trije najpogostejši viri podatkov pri načinu tržnih primerjav so podatki o prodaji delnic podobnih podjetij, podatki o kupoprodaji celotnih podjetij in podatki o cenah preteklih prodaj delnic oziroma deležev vrednotenega podjetja (Pratt, 2000, str. 260–278). Zato je ta način posebej primeren za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki poslujejo v kapitalsko razvitih okoljih, kjer je na razpolago zadostno število primerljivih podjetij, ki so uvrščena na borzo ali so bila udeležena v kupoprodajah podjetij.

Način tržnih primerjav se lahko uporabi kot samostojen način ocenjevanja vrednosti podjetja, pogosteje pa kot dopolnilni način k na donosu zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti podjetja.

V okviru načina tržnih primerjav sta se razvili naslednji metodi ocenjevanja vrednosti, ki temeljita na uporabi različnih tržnih multiplikatorjev:

- metoda na borzo uvrščenih primerljivih podjetij, kjer se preučevano podjetje primerja s primerljivimi podjetji uvrščenimi na organiziranem trgu kapitala;
- metoda primerljivih kupoprodaj podjetij, kjer se preučevano podjetje primerja s primerljivimi podjetji, ki so bila kupljena ali prodana pred relativno kratkim obdobjem.

2.2.1 Metoda na borzo uvrščenih primerljivih podjetij

Metoda temelji na ekonomskem načelu substitucije, po katerem racionalen vlagatelj ni pripravljen plačati za naložbo več, kot bi moral plačati za enakovredno alternativno naložbo. Z metodo primerljivih podjetij se tako določa vrednost ocenjevanega podjetja na podlagi primerjave s tržnimi cenami delnic primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzah (Hartman, 2000, str. 35).

Prvi korak pri tovrstnih metodah je izbor primerljivih podjetij. Primerljiva podjetja so tista podjetja, ki imajo v primerjavi z ocenjevanim podobni proizvodni oziroma storitveni program, so podobne velikosti, imajo podobne pričakovane rasti poslovanja in so podvržena podobnim ekonomskim, tehnološkim in ostalim dejavnikom.

Postopek izbire primerljivih podjetij sestavljajo naslednji koraki (Praznik, 2004, str. 85):

- določitev meril izbora,
- določitev skupine podjetij, izmed katerih se izbere vzorec primerljivih podjetij,
- izbira vseh podjetij iz določene skupine, ki izpolnjujejo merila izbora.

Iz nabora primerljivih podjetij preračunamo izbrane tržne mnogokratnike oziroma multiplikatorje ter jih uporabimo v povezavi z ustreznimi finančnimi podatki ocenjevanega podjetja. Pri tem so mnogokratniki primerljivih podjetij izračunani na podlagi istih finančnih spremenljivk kot so spremenljivke preučevanega podjetja, prav tako pa se nanašajo na isto časovno obdobje. Najbolj pogosto uporabljeni multiplikatorji so P/E (cena/dobiček na delnico), P/B (cena/knjigovodska vrednost na delnico), EV/EBITDA (vrednost podjetja/dobiček pred stroški financiranja, davki in amortizacijo) ipd.

2.2.2 Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij

Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij je zelo podobna metodi na borzo uvrščenih primerljivih podjetij in je osnovana na enakih predpostavkah kot metoda na borzo uvrščenih primerljivih podjetij. Glavna razlika med metodama je v njuni namembnosti. Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij je primernejša za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev, medtem ko je metoda na borzo uvrščenih primerljivih podjetij primernejša za ocenjevanje tržne vrednosti manjšinskih deležev (Marjanović, 2007, str. 4).

Sicer pa je postopek ocenjevanja vrednosti podjetij pri obeh metodah enak, najprej je potrebno določiti primerljiva podjetja, nato pa se z uporabo koncepta mnogokratnikov oceni vrednost podjetja.

V praksi se metoda primerljivih kupoprodaj podjetij ne uporablja pogosto. Razlog za to je v majhnem številu podatkov o primerljivih kupoprodajah podjetij.

2.3 NA SREDSTVIH ZASNOVAN NAČIN

Na sredstvih zasnovan način je eden od splošnih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij, lastniških deležev ali vrednostnih papirjev, ki uporablja eno ali več metod, ki temeljijo na vrednosti sredstev, očiščenih obveznosti. Ta način se pretežno uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značaj holdingov. Uporablja se tudi za podjetja, kjer je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja podjetja in ocenjujemo obvladujoč delež v njegovem lastniškem kapitalu (Marjanović, 2007, str. 4).

Na sredstvih zasnovan način je praktično enak nabavno vrednostnemu načinu ocenjevanja vrednosti, ki ga uporabljajo ocenjevalci vrednosti sredstev, saj se pri ocenjevanju vrednosti podjetja, lastniških deležev ali posameznih vrednostnih papirjev osredotoča na sredstva podjetja, premoženje podjetja in na posamezne poslovne enote podjetja.

Pri ocenjevanju vrednosti na osnovi tega načina lahko uporabimo predpostavko delujočega podjetja, ali pa predpostavko likvidacije podjetja. Pri vrednotenju poslujočega podjetja se pri ocenjevanju vrednosti sredstev izhaja iz njihove najbolj ekonomične uporabe. Navadno morajo analitiki, ki vrednotijo podjetja, za oceno vrednosti sredstev najeti ocenjevalce vrednosti sredstev, saj sami niso specializirani za to. Sicer pa se pri tem načinu predpostavlja, da je vrednost sredstva določena s stroškom reprodukcije ali nadomestitve sredstva, zmanjšanim za vrednost fizičnega, funkcionalnega ali ekonomskega zastaranja oziroma poslabšanja (Movrin, 2008, str. 3).

V okviru na sredstvih zasnovanega načina se uporabljata sledeči metodi ocenjevanja vrednosti (Reilly, 2005):

- metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti (*angl. asset accumulation method*),
- metoda presežnih donosov (*angl. the capitalized excess earnings method*).

2.3.1 Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti

Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti je primerna za vrednotenje holdingov in drugih investicijskih družb, družb, ki trgujejo z nepremičninami, novoustvarjenih podjetij in podjetij, ki izkoriščajo naravne vire. Ni pa primerna za vrednotenje proizvodnih in storitvenih podjetij, razen v primeru, ko ocenjujemo manjšinski delež v lastniškem kapitalu takšnih podjetij (Marjanović, 2007, str. 4).

Ob predpostavki delujočega podjetja se ta metoda vrednotenja lahko uporablja le, ko so izpolnjeni naslednji pogoji (Movrin, 2008, str. 3):

- podjetje ima pomemben delež opredmetenih sredstev v celotnih sredstvih,
- obstaja nič ali zelo malo dodane vrednosti proizvodom ali storitvam s strani faktorja delo,
- delež neopredmetenih osnovnih sredstev je nepomemben (izjema so podjetja, ki izkoriščajo naravne vire in imajo pravico do uporabe le-teh),
- bilanca stanja odraža vsa opredmetena osnovna sredstva podjetja.

Ob predpostavki likvidacije podjetja pa se metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti lahko uporabi le za vrednotenje obvladujočega deleža (večinski lastnik ima možnost o odločanju glede likvidacije podjetja in prodaje premoženja), ne pa tudi za vrednotenje manjšinskega lastniškega deleža.

2.3.2 Metoda presežnih donosov

Metoda presežnih donosov je relativno lahka za razumevanje. Za vrednotenje se uporablja samo v primeru, ko so druge, boljše metode vrednotenja neprimerne za ocenjevanje vrednosti in ko se vrednoti neopredmetena osnovna sredstva. Metoda je podobna metodi neto sredstev, vendar pa se razlikuje v dodani vrednosti neopredmetenih osnovnih sredstev, ki so osnova za presežne donose. Po tej metodi se tržna vrednost neto opredmetenih sredstev pomnoži s stopnjo donosa primerno za ta sredstva, da se izračuna donos pripisljiv opredmetenim sredstvom. Nato se ta donos odšteje od celotnega donosa, da se izračuna donos, ki se nanaša na neopredmetena sredstva. Donos neopredmetenih sredstev se nato deli s stopnjo kapitalizacije za neopredmetena sredstva, da se izračuna ocenjena vrednost neopredmetenih sredstev. Analitiki to metodo včasih uporabljajo za ocenitev dobrega imena podjetja (Palmiter, 2003).

Ključni element pri tej metodi je ocenitev stopenj donosa tako za opredmetena, kot tudi za neopredmetena osnovna sredstva. Stopnji sta odvisni od narave poslovanja podjetja, stabilnosti in tveganja podjetja ter drugih dejavnikov. Za podjetja z majhnim tveganjem, stabilnimi in rednimi donosi se uporabljata nižji stopnji donosa (8 % na opredmetena sredstva in 15 % na neopredmetena) kot za zelo tvegana podjetja (10 % na opredmetena sredstva in 20 % na neopredmetena) (Palmiter, 2003).

2.4 PRIBITKI IN ODBITKI

S prej omenjenimi načini ocenjevanja vrednosti dobimo določeno vrednost, ki pa je ne smemo jemati kot končno vrednost, temveč jo je potrebno popraviti s posebnimi pribitki in odbitki. Ti predstavljajo pomembno kategorijo pri vrednotenju. V nadaljevanju so ti pribitki in odbitki podrobneje predstavljeni.

2.4.1 Osnovna vrednost

Kakršenkoli pribitek ali odbitek, ki je povezan z odnosom lastnika do ocenjevanega podjetja, se lahko določi šele, ko je osnova oziroma izhodišče za določanje pribitkov in odbitkov jasno opredeljeno. Ob upoštevanju vidika obvladovanja in tržljivosti lastniškega deleža ter z izvzetjem vseh ostalih dejavnikov lahko opredelimo različne ravni vrednosti, ki ocenjevalcu dajo osnovno vrednost. Ta je temelj za uporabo pribitka oziroma odbitka. Te ravni vrednosti so (Praznik, 2004, str. 102):

- 1. raven: strateška ali sinergijska vrednost,
- 2. raven: vrednost za obvladujočega lastnika,
- 3. raven: vrednost za manjšinskega lastnika, katerega lastniški deleži oz. delnice se prosto prodajajo na aktivnem trgu kapitala,
- 4. raven: vrednost deleža za manjšinskega lastnika v lastniško zaprtem podjetju.

Vse prikazane ravni vrednosti, z izjemo prve, se nanašajo na tržno vrednost ob predpostavki poslujočega podjetja. Strateška ali sinergijska vrednost pa predstavlja vrednost za vlagatelja, ki si je sposoben na podlagi posebnih znanj in ukrepov zagotoviti dodatne sinergijske učinke in posledično tudi višjo vrednost kot jo predvideva standard tržne vrednosti, čeprav se pri tem predvidi njegov obvladujoči lastniški delež.

Z uporabo različnih metod vrednotenja, se določijo različne osnovne vrednosti (Marjanović, 2007, str. 12, 13).

- Na donosu zasnovan način vrednotenja: s tem načinom vrednotenja lahko dobimo vrednost obvladujočega ali manjšinskega deleža ob predpostavki popolne tržljivosti. Diskontna mera je namreč določena na osnovi podatkov o gibanju delnic na aktivnih trgih kapitala, kjer je tržljivost visoka (to še posebej velja pri določanju diskontne mere s CAPM modelom). Če se pri ocenjevanju uporabljajo denarni tokovi, razpoložljivi obvladujočemu lastniku, kot osnovno vrednost dobimo vrednost za obvladujočega lastnika, če pa se uporabljajo denarni tokovi, razpoložljivi manjšinskemu lastniku, pa kot osnovno vrednost dobimo vrednost za manjšinskega lastnika. V primeru optimalnega izkoristka potencialov podjetja in enakomerne porazdelitve denarnih tokov med vsemi lastniki, ne bi bilo razlike med osnovnima vrednostima za obvladujočega in manjšinskega lastnika. Vendar pa se dejansko stanje v podjetju navadno razlikuje od optimalnega. Če so torej denarni tokovi napovedani na osnovi dejanskega stanja, pri čemer manjšinski lastnik nima vpliva na optimiziranje nekaterih neracionalnih postavk (npr. neustrezne kapitalske strukture, prevelikih izplačil poslovodstvu ipd.), dobimo vrednost za manjšinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti. V primeru nepopolne tržljivosti, ko npr. govorimo o lastniško zaprti družbi, pa je potrebno pri ugotavljanju vrednosti za manjšinskega lastnika upoštevati še odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Odbitek za pomanjkanje tržljivosti se upošteva tudi, ko se ugotavlja vrednost za obvladujočega lastnika na osnovi napovedanih denarnih tokov, v katerih je upoštevan

vpliv obvladujočega lastnika in so predvidene korekture, ki se nanašajo na odpravo nekaterih neracionalnosti v podjetju. Vendar je v tem primeru zaradi večjega vpliva obvladujočega lastnika na morebitno prodajo kapitala podjetja ta odbitek običajno nižji kot pri manjšinskem lastniku.

- Na tržnih primerjavah zasnovan način vrednotenja: pri tem načinu vrednotenja je dobljena osnovna vrednost odvisna od vrste metode ocenjevanja. Z uporabo metode na borzo uvrščenih primerljivih podjetij dobimo osnovno vrednost za manjšinskega lastnika, saj se na borzi trguje z manjšinskimi deleži. Za določitev vrednosti manjšinskega deleža v lastniško zaprto družbo je potrebno upoštevati le še odbitek za pomanjkanje tržljivosti, za oceno obvladujočega deleža pa je potrebno upoštevati pribitek za obvladovanje in nekoliko manjši odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Z uporabo metode primerljivih kupoprodaj podjetij ob predpostavki popolne tržljivosti običajno dobimo osnovno vrednost za obvladujočega lastnika, saj se večina kupoprodaj nanaša na obvladujoče deleže. Pogosto pa se soočamo tudi s sinergijsko vrednostjo, značilno za vrednost za vlagatelja in ne za tržno vrednost. Zato je potrebno pri ocenjevanju tržne vrednosti s to metodo navadno upoštevati še dodaten odbitek za sinergijo. Pri ocenjevanju manjšinskega deleža je potrebno upoštevati še odbitek za neobvladovanje in odbitek za pomanjkanje tržljivosti.
- Na sredstvih zasnovan način vrednotenja: ta način vrednotenja običajno predpostavlja obvladujoče lastništvo. Samo obvladujoči lastnik podjetja lahko odloča o razprodaji sredstev ob likvidaciji podjetja oziroma o tem, da se bodo sredstva v poslujočem podjetju najučinkoviteje izkoriščala, kar sta dve od osnovnih načel tega načina. Ta način se torej praviloma uporablja za ocenitev obvladujočih deležev in nam tako da vrednost za obvladujočega lastnika. Izjema so primeri, ko gre za podjetja, kjer je možen izključno ta način ocenjevanja vrednosti (npr. finančni holdingi). V takšnih primerih se za oceno manjšinskega lastniškega deleža upošteva odbitek za neobvladljivost in, če je potrebno, tudi odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Pri oceni obvladujočega lastniškega deleža pa se po potrebi uporabi le odbitek za pomanjkanje tržljivosti, če je podjetje npr. lastniško zaprto.

2.4.2 Vrste pribitkov in odbitkov

Pribitki in odbitki so razvrščeni v dve temeljni skupini, in sicer (Praznik, 2004, str. 101):

- pribitki oziroma odbitki, povezani s samim podjetjem, ki je predmet ocenjevanja,
- pribitki oziroma odbitki, povezani z značilnostmi lastništva v podjetju, ki je predmet ocenjevanja.

Pribitki in odbitki prve skupine se nanašajo na podjetje kot celoto in tako ne odražajo značilnosti posameznih lastnikov. Za vse lastnike veljajo enako, neodvisno od njihovih deležev in upravljaljskih pristojnosti. Običajno se uporabijo pred pribitki in odbitki druge skupine, tako da

se vgradijo že v dele uporabljenih metod ocenjevanja. Kadar se uporablja na donosu zasnovan način ocenjevanja, ocenjevalec ustrezno zmanjša (če gre za pribitek) ali poveča (če gre za odbitek) diskontno mero oziroma mero kapitalizacije. Če pa se uporablja na tržnih primerjavah zasnovan način ocenjevanja, pa ocenjevalec ustrezno poveča (če gre za pribitek) ali zmanjša (če gre za odbitek) tržne multiplikatorje ocenjevanja. Ti pribitki in odbitki se predvsem nanašajo na določena posebna dodatna tveganja, ki jih analitik pripisuje preučevanemu podjetju, kot so:

- odbitek zaradi ključne osebe,
- odbitek zaradi nerešenih ekoloških problemov,
- odbitek zaradi grozečih sodnih sporov,
- odbitek zaradi posebnih tržnih tveganj.

Uporaba teh pribitkov oziroma odbitkov je odvisna izključno od presoje ocenjevalca glede tveganj, ki jim je podjetje zaradi svojih posebnosti dodatno izpostavljeno.

Pribitki in odbitki druge skupine se nanašajo na značilnosti lastništva v podjetju. Te značilnosti se lahko odražajo skozi vpliv lastnika na upravljanje podjetja ali pa skozi možnost lastnika, da unovči svoj lastniški delež v podjetju. Glede na to se ti pribitki in odbitki delijo v dve skupini:

- pribitek za obvladovanje oziroma odbitek za neobvladljivost/odbitek za manjšinski delež,
- odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Skupna značilnost obeh skupin pribitkov in odbitkov je, da njihova uporaba zahteva jasno definirano osnovno vrednost, ki jo nato popravimo s pribitkom oziroma odbitkom.

2.4.2.1 Pribitki oz. odbitki, povezani s samim podjetjem

Dodatna tveganja, ki jim je lahko podjetje izpostavljeno zaradi svojih posebnosti, imajo lahko pomemben vpliv na oceno končne vrednosti podjetja. V skladu s tem mora ocenjevalec upoštevati ustrezne pribitke oz. odbitke.

V primeru, da v podjetju obstaja oseba, ki je težko nadomestljiva in je za podjetje ključnega pomena, mora ocenjevalec ustrezno upoštevati odbitek zaradi ključne osebe. Taka oseba namreč lahko zapusti podjetje, zboli, se upokoji itd. Prav tako mora ocenjevalec upoštevati morebitne nerešene ekološke probleme in grozeče sodne spore, ki za podjetje predstavljajo možnost izgube dela dohodka in tako zmanjšujejo vrednost podjetja. Podjetje pa je lahko izpostavljeno tudi določenim tržnim tveganjem (npr. spremembam obrestnih mer, valutnih tečajev, cen surovin itd.), zato je pri ocenjevanju njegove vrednosti potrebno upoštevati tudi možen odbitek zaradi posebnih tržnih tveganj.

2.4.2.2 Pribitek za obvladovanje in odbitek za neobvladljivost

Raven tržljivosti oziroma unovčljivosti lastniškega deleža v podjetju je v veliki meri odvisna od ravni obvladovanja v podjetju, saj trg priznava obvladujočemu lastništvu višjo vrednost kot manjšinskemu. Razlika med vrednostima se imenuje premija za kontrolo. Lastniki z obvladujočim deležem imajo namreč določene pravice (npr. imenovanje uprave in članov nadzornega sveta, določanje poslovne politike in strategije podjetja, izbor zunanjih partnerjev, likvidacija podjetja, dokapitalizacija podjetja, prodaja podjetja, politika dividend, sprememba statuta ipd.), ki jih manjšinski lastniki nimajo. Zato je pri ocenjevanju vrednosti podjetij najprej treba preučiti vidik obvladovanja in s tem povezan pribitek oziroma odbitek, šele nato pa se lotiti analiziranja tržljivosti.

Pri lastniško zaprtem podjetju le 100 % lastnik popolnoma obvladuje podjetje, tako da lahko samo v tem primeru enačimo vrednost deleža z vrednostjo podjetja oziroma njegovega lastniškega kapitala. V vseh drugih primerih pa obstajajo razlogi za premislek o uporabi odbitka za neobvladljivost, če to zahteva dobljena osnovna vrednost (Marjanović, 2007, str. 13).

Ko se ocenjuje vrednost lastniškega kapitala družbe se učinek prej naštetih pravic obvladujočih lastnikov lahko upošteva na podlagi dveh pristopov, posrednega in neposrednega. Pri slednjem se ta učinek upošteva preko napovedi denarnih tokov. Napovedani prosti denarni tok, ki je osnova za izračun ocene vrednosti, že vključuje premijo za kontrolo. Pri posrednem pristopu pa se upošteva z uporabo pribitka za obvladovanje, s katerim popravimo že izračunano oceno vrednosti, ki je osnovana na drugačni osnovi izračuna ocene vrednosti družbe, npr. na osnovi za manjšinskega lastnika (Pratt, 2000, str. 346–360).

Edine empirične podatke, ki se lahko uporabijo kot merilo za opredelitev in kvantifikacijo pribitkov za obvladovanje oziroma odbitkov za neobvladljivost, dajejo raziskave za obvladovanje na ameriškem trgu kapitala. Podatki v **Prilogi 1** lahko služijo ocenjevalcu vrednosti kot podlaga za določitev pribitka za obvladovanje, ki je običajno izražen v odstotku vrednosti za manjšinskega lastnika. Omenjene raziskave za obvladovanje na ameriškem trgu kapitala dajejo dvojce vrst podatkov:

- podatke o pribitkih, plačanih za prevzem podjetij, v primerjavi s cenami delnic teh podjetij na aktivnem trgu kapitala pred objavo prevzema;
- podatke o odstotkih odbitkov, ki jih beležijo transakcije manjšinskih deležev v primerjavi s čisto vrednostjo sredstev.

2.4.2.3 Odbitek za pomanjkanje tržljivosti

Tržljivost lahko definiramo kot zmožnost takojšnje pretvorbe lastniškega deleža v denar, pri čemer so transakcijski in administrativni stroški minimalni, obstaja pa velika verjetnost, da bo prodajalec deleža denar pridobil v najkrajšem možnem času (Movrin, 2008, str. 11). Lastniški

delež v lastniško zaprti družbi za vlagatelje ni tako privlačen kot lastniški delež družbe uvrščene na borzo, posledično pa je zato tudi manj vreden. Razlog je v manjši tržljivosti lastniških deležev v lastniško zaprtih družbah, saj za te deleže ni trga, kjer bi bilo možno takoj in brez dodatnih stroškov prodajati in kupovati, s tem pa je tveganje pri trgovanju s takšnimi deleži občutno večje kot pri trgovanju s prosto tržnimi lastniškimi deleži. Dejstvo, da so vlagatelji bolj naklonjeni likvidnim kot nelikvidnim lastniškim deležem, pa zahteva, da se pri ocenjevanju vrednosti lastniškega deleža s pomanjkljivo likvidnostjo upošteva tudi odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Kolikšen naj bo odbitek za pomanjkanje tržljivosti je v veliki meri odvisno od subjektivne presoje ocenjevalca, ki pa si lahko pomaga z empiričnimi študijami s tega področja in z analizo specifičnih dejavnikov, ki vplivajo na raven tržljivosti lastniških deležev ocenjevanega podjetja. Podatki, pridobljeni na podlagi empiričnih študij, so mnogo bolj relevantni za določitev odbitka za pomanjkanje tržljivosti pri manjšinskem deležu kot pri obvladujočem. Višino odbitka za pomanjkanje tržljivosti pri manjšinskih deležih se večinoma določi s pomočjo dveh skupin raziskav, in sicer:

- raziskav restriktivnih delnic,
- raziskav začetnih javnih ponudb.

Z raziskavo restriktivnih delnic se izolira vrednost, ki jo prinaša dejavnik tržljivosti. Restriktivne delnice so namreč identične prosto prenosljivim delnicam v vseh pogledih, razen v enem. Z njimi se za določeno časovno obdobje na odprtem trgu ne trguje, medtem ko se s prosto prenosljivimi lahko. Trajanje omejitve trgovanja je različno od ene do druge situacije. Ker je torej tržljivost edina razlika med obema vrstama delnic, se odbitek za pomanjkanje tržljivosti oceni tako, da se primerja vrednost restriktivnih delnic podjetja (ko imajo te omejitve trgovanja) z vrednostjo prosto prenosljivih delnic tega istega podjetja na isti datum. Ta razlika prikazuje cenovni razpon med delnicami, ki so prosto tržljive na organiziranem aktivnem trgu kapitala in delnicami, ki imajo omejitev pri trgovanju, zato jo lahko uporabimo kot odbitek za pomanjkanje tržljivosti (Pratt, 1989, str. 239–240). V **Prilogi 2** so prikazane nekatere študije, ki dajejo podatke o odbitkih za pomanjkanje tržljivosti, pridobljene na osnovi primerjav prosto prenosljivih in restriktivnih delnic.

Z raziskavo začetnih javnih ponudb se prav tako izolira vrednost, ki jo prinaša dejavnik tržljivosti. V tem primeru se primerjajo cene transakcij z delnicami, ki so se izvedle pred začetno javno ponudbo delnic, s cenami istih delnic, ko so bile te že uvrščene na borzo. Pred uvrstitvijo delnic na borzo je njihova likvidnost namreč bistveno nižja. Razliko med cenami delnic pred začetno javno ponudbo in po njej lahko torej pripišemo pomanjkanju tržljivosti in jo uporabimo kot odbitek za pomanjkanje tržljivosti. **Priloga 3** prikazuje nekatere študije preučevanja odbitkov za pomanjkanje tržljivosti na podlagi analiz transakcij pred začetno javno ponudbo delnic.

Pri določanju višine odbitkov za pomanjkanje tržljivosti so bolj primerni rezultati raziskav začetnih javnih ponudb kot rezultati raziskav restriktivnih delnic. Razlog za to je v tem, da imajo

restriktivne delnice omejitev pri trgovanju le za določeno obdobje. To ne daje dobre osnove za določitev višine odbitkov za pomanjkanje tržljivosti, saj so v teh odbitkih vgrajena pričakovanja netržljivosti samo za določeno obdobje, to pa se razlikuje od pričakovanj netržljivosti v lastniško zaprtih družbah, kjer ni pričakovati večje tržljivosti lastniških deležev. Nasprotno pa se pri raziskavah začetnih javnih ponudb cene transakcij pred začetno javno ponudbo oblikujejo na podlagi nejasnih pričakovanj glede potencialne tržljivosti lastniških deležev, kar realneje prikazuje situacijo vlagateljev, ki kupujejo oziroma prodajajo lastniške deleže v lastniško zaprtih družbah (Praznik, 2004, 207–211).

Poleg podatkov pridobljenih na podlagi omenjenih empiričnih raziskav lahko ocenjevalci pri določitvi končne višine odbitka za pomanjkanje tržljivosti opravijo še analizo specifičnih dejavnikov, ki vplivajo na tržljivost lastniških deležev preučevanega podjetja v specifičnih situacijah. Ti dejavniki so (Praznik, 2004, str. 111):

- pravica prodaje pod vnaprej znanimi pogoji; gre za pogodbeno pravico, s katero je lastniku omogočeno, da v prihodnosti proda svoj lastniški delež pod vnaprej določenimi pogoji. Ta pravica zagotavlja tržljivost lastniškega deleža, v primeru njene odsotnosti pa lahko govorimo o pomanjkanju tržljivosti le-tega;
- zgodovina izplačila dividend; delnice, ki v preteklosti lastnikom niso prinašale dividend, je bistveno težje prodati kot delnice z rednim izplačilom dividend, zato je pri prvih potrebno upoštevati odbitek za pomanjkanje tržljivosti;
- več kot je potencialnih kupcev, manjše je tveganje prodaje, s tem pa je tudi potreben odbitek za pomanjkanje tržljivosti manjši (pomembna je tudi resnost potencialnih kupcev za nakup, saj lahko že en sam resen potencialni kupec močno zmanjša odbitek za pomanjkanje tržljivosti);
- večje svežnje manjšinskih deležev je težje prodati kot manjše, zato so odbitki za pomanjkanje tržljivosti pri večjih svežnjih večji kot pri manjših. Razlog za to je v tem, da je težje najti ustrezne kupce večjih svežnjev, saj je le teh manj kot kupcev manjših svežnjev, poleg tega pa je financiranje večjih svežnjev bolj zahtevno;
- v primeru, da obstajajo možnosti za uvrstitev delnic podjetja na borzo, bo odbitek za pomanjkanje tržljivosti manjši kot v primerih, kjer na daljši rok ni nobenih možnosti, da bi se delnice podjetja uvrstile na borzo;
- dostopnost in zanesljivost informacij o podjetju za manjšinske lastnike vplivata na višino odbitka za pomanjkanje tržljivosti. Večja, ko je dostopnost do informacij za manjšinskega lastnika in večja, ko je zanesljivost teh informacij, manjši bo odbitek za pomanjkanje tržljivosti;
- če v statutu podjetja ali v zakonu obstajajo določila in je s tem prenosljivost delnic omejena, je potrebno upoštevati nižjo likvidnost lastniških deležev in s tem višji odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

3 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

3.1 UPORABLJEN POSTOPEK

Osnova metode diskontiranih denarnih tokov so prosti denarni tokovi, ki jih podjetje ustvari za svoje lastnike ali lastnike in upnike. Prosti denarni tokovi so rezultat načrtovanega poslovanja, ki vključuje poslovne in strateške odločitve vodstva podjetja ter poslovnega okolja v katerem družba posluje. Napoved prihodnjega poslovanja in s tem prostih denarnih tokov je potrebno podati kar najbolj natančno in za čim daljše obdobje v prihodnosti.

Ker poslovanja podjetja vseeno ni smiselno in tudi ni realno napovedovati v neskončnost, je smiselno oceniti preostalo vrednost lastniškega kapitala oziroma podjetja. Pri izračunu preostale vrednosti je potrebno biti zelo pazljiv, saj le-ta velikokrat predstavlja velik del dobljene vrednosti. Zaradi konsistentnosti ocene vrednosti in predvidenega nadaljevanja poslovanja podjetja sem tudi za izračun preostale vrednosti uporabil dinamično metodo.

Vse denarne tokove iz posameznih prihodnjih let in tudi preostalo vrednost je potrebno preračunati na vrednost v današnjem času. Za preračun prihodnjih denarnih tokov in preostale vrednosti podjetja na sedanjo vrednost se uporablja metoda diskontiranja, pri čemer se diskontna stopnja izračuna na različne načine. Najbolj pogosto se za izračun diskontne stopnje uporablja zahtevana donosnost lastniškega kapitala, ki se izračuna na osnovi modela določanja cen dolgoročnih kapitalskih naložb, tj. model CAPM (*angl. capital asset pricing model*) ali na kateri izmed njegovih nadgradenj. Model določanja cen dolgoročnih kapitalskih naložb (CAPM) se uporablja za izračun vrednosti lastniškega kapitala kot ene izmed sestavin virov financiranja podjetja. Za izračun vrednosti podjetja pa se kot diskontna stopnja uporablja tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), s katerim se diskontirajo tako prosti denarni tokovi lastnikom kot tudi upnikom.

V svojem primeru bom za izračun vrednosti lastniškega kapitala uporabil posredno metodo, torej bom vrednost lastniškega kapitala ocenil prek vrednosti celega podjetja in s tem zajel denarne tokove lastnikov in upnikov.

3.1.1 Čisti denarni tok

Najpomembnejši dejavnik za ovrednotenje lastniškega kapitala je donosnost podjetja. Donos predstavlja prosti denarni tok, ki je na voljo lastnikom po izločitvi dela denarnega toka, ki je v podjetju potreben za reinvestiranje in s tem zagotovitev nadaljnjega načrtovanega poslovanja podjetja in njegove rasti. Prosti denarni tok tako lahko opredelimo kot znesek, ki ga lahko prejmejo lastniki, ne da bi imelo to negativne posledice na poslovanje in rast podjetja.

Denarni tok se navadno napoveduje v dveh fazah. Prva faza vključuje napoved denarnega toka v eksplicitnem obdobju, ki traja od 5 do 10 let, v drugi fazi pa sledi napoved normaliziranega denarnega toka, ki ga na osnovi Gordonovega modela rasti projiciramo v neskončnost. Zaradi velikih vlaganj preučevanega podjetja v eksplicitnem obdobju, sem dodal še obdobje visoke rasti, ki sledi obdobju eksplicitnega napovedovanja, tako da sem denarni tok napovedal v treh fazah.

Obstaja več definicij čistega denarnega toka. Za vrednotenje izbranega podjetja sem uporabil čisti denarni tok celotnega kapitala, ki ga Brigham (2004, str. 411) definira kot:

$$\begin{aligned}
 &\text{Čisti dobiček iz poslovanja po davkih/NOPLAT (angl. net operating profit less adjusted taxes)} \\
 &\quad + \\
 &\quad \text{Amortizacija} \\
 &\quad - \\
 &\quad \text{Naložbe v osnovna sredstva} \\
 &\quad - \\
 &\quad \text{Sprememba obratnega kapitala} \\
 &\quad = \\
 &\quad \textbf{Čisti denarni tok}
 \end{aligned}$$

Oziroma:

$$\begin{aligned}
 &\text{Poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, davkom in amortizacijo popravljen za prilagojeni} \\
 &\quad \text{davek} \\
 &\quad (\text{EBIT} * (1 - T)) \\
 &\quad + \\
 &\quad \text{Amortizacija} \\
 &\quad - \\
 &\quad \text{Naložbe v osnovna sredstva} \\
 &\quad - \\
 &\quad (\text{Sprememba kratkoročnih poslovnih sredstev} - \text{sprememba kratkoročnih poslovnih obveznosti}) \\
 &\quad = \\
 &\quad \textbf{Čisti denarni tok}
 \end{aligned}$$

Pri izračunu čistega denarnega toka začnemo s poslovnim izidom iz poslovanja pred obrestmi, davkom in amortizacijo (EBIT), ki ga zmanjšamo za prilagojeni davek (davek, ki bi moral biti plačan, če bi bil osnova za plačilo tega davka dobiček iz poslovanja) in povečamo za odložene davke. Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je čisti dobiček iz poslovanja po davkih (NOPLAT). Čisti denarni tok nato izračunamo tako, da k NOPLAT-u prištejemo amortizacijo in odštejemo naložbe v osnovna sredstva ter spremembe obratnega kapitala. Če se obratni kapital poveča, ima to negativen vpliv na čisti denarni tok, če pa se zmanjša, pa pozitivnega.

3.1.2 Sedanja vrednost

Temeljna vrednost vsakega finančnega sredstva (delnice, obveznice itd.), strojev in celo celotnega podjetja je enaka sedanji vrednosti njegovih pričakovanih prihodnjih čistih denarnih tokov. Osnovna formula za izračun sedanje vrednosti pričakovanih prihodnjih čistih denarnih tokov je (Brigham, 2004, str. 4):

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{NDT_t}{(1+d)^t} = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n}, \quad (3)$$

pri čemer je:

PVsedanja vrednost,

$NDT_{1 \text{ do } n}$čisti denarni tok v obdobju od 1 do n ,

ddiskontna stopnja,

nštevilo let napovedi.

3.1.3 Preostala vrednost

Preostala vrednost podjetja je vrednost pričakovanih čistih denarnih tokov podjetja po obdobju eksplicitne napovedi, ki navadno traja od 5 do 10 let in po obdobju visoke rasti, če je to vključeno v analizo. Z izračunom preostale vrednosti se izloči potrebo po natančnih napovedih prihodnjih čistih denarnih tokov v daljši prihodnosti. Takšne napovedi bi bile nerealne in zato nesmiselne. Pomembno je, da se preostala vrednost oceni čim bolj natančno, saj pogosto predstavlja velik delež celotne vrednosti podjetja (Copeland, 1990, str. 207, 208).

Preostalo vrednost se lahko izračuna na več načinov. V svoji analizi sem jo izračunal na podlagi Gordonovega modela enakomerne rasti, ki predpostavlja enakomerno rast prostih denarnih tokov od konca napovedanega obdobja dalje.

$$RV = \frac{NDT_0 \times (1+g)}{d-g}, \quad (4)$$

pri čemer je:

RVpreostala vrednost,

NDT_0normalizirani denarni tok na koncu obdobja napovedi,

ddiskontna stopnja,

gpovprečna letna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka.

Ta način je med ocenjevalci vrednosti v praksi uporabljen najpogosteje, hkrati pa pomeni kontinuiteto na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti.

3.1.4 Vrednost lastniškega kapitala

Vrednost celotnega kapitala je enaka vsoti diskontirane vrednosti letnih čistih denarnih tokov v obdobju napovedi in diskontirane preostale vrednosti. Vrednost lastniškega kapitala pa izračunamo tako, da od vrednosti celotnega kapitala odštejemo vrednost dolga podjetja na datum ocenjevanja vrednosti in možni primanjkljaj v obratnem kapitalu. K tej vrednosti nato prištejemo ocenjeno vrednost premoženja, ki ni neposredno vplivalo na ustvarjanje pričakovanega denarnega toka iz poslovanja. To premoženje lahko predstavljajo možni presežki obratnega kapitala, dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe ter poslovno nepotrebno premoženje (Movrin, 2008, str. 15).

3.1.5 Diskontna stopnja

Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) je diskontna stopnja ali časovna vrednost denarja, ki se uporablja za pretvorbo pričakovanih prihodnjih čistih denarnih tokov na sedanjo vrednost za vse vlagatelje, tako upnike kot tudi lastnike (Copeland, 1990, str. 171).

Diskontna stopnja oziroma WACC pravzaprav predstavlja ceno investiranega kapitala in odraža donos, ki ga vlagatelj pričakuje oziroma zahtevajo na vsa sredstva angažirana v podjetju. Pomembno je, da se pri izračunu te cene upoštevajo vsi viri financiranja, ki jih zagotovijo vlagatelji. Vire financiranja lahko razvrstimo v tri kategorije: dolgovi, prednostni deleži oziroma prednostne delnice in navadni deleži oziroma navadne delnice. Vsaka kategorija predstavlja za podjetje drugačen strošek, saj ima drugačen pričakovani donos oziroma pričakovano ceno. S ponderiranjem izračunamo povprečje stroškov z upoštevanjem višine posamezne kategorije virov v celotnih virih financiranja. Idealno je, če lahko za določitev ponderja uporabimo tržno ceno vsakega vira.

Za izračun WACC-a se uporablja sledeča enačba (Westerfield, 2003, str. 502):

$$WACC = w_d \times (1 - t) \times k_d + w_c \times k_c + w_p \times k_p, \quad (5)$$

pri čemer je:

w_d delež dolga v strukturi financiranja podjetja,

w_c delež lastniškega kapitala (navadnih delnic) v strukturi financiranja podjetja,

w_p delež lastniškega kapitala (prednostnih delnic) v strukturi financiranja podjetja,

t davčna stopnja,

k_d zahtevana donosnost dolga,

k_c zahtevana donosnost lastniškega kapitala (navadne delnice),

k_p zahtevana donosnost lastniškega kapitala (prednostne delnice).

Ker je torej kapital podjetja financiran z različnimi viri, je potrebno oceniti strukturo kapitala in tudi strošek oziroma zahtevano donosnost vsakega vira posebej.

Strošek dolžniškega kapitala oziroma dolga se izračuna s pomočjo sledeče enačbe (Levy, 1994, str. 514):

$$k_d = r_{av} \times (1 - t), \quad (6)$$

pri čemer je:

k_dstrošek dolžniškega kapitala,

r_{av}povprečna obrestna mera podjetja,

t efektivna davčna stopnja podjetja.

Strošek prednostnega kapitala oziroma prednostnih delnic je najpogosteje določen s pogoji v družbeni pogodbi ali statutu. Navadne prednostne delnice imajo fiksni letni donos oziroma dividendo. Ob predpostavki fiksne dividende, se strošek prednostnega kapitala izračuna s pomočjo sledeče enačbe (Levy, 1994, str. 516):

$$k_p = \frac{d}{P_0}, \quad (7)$$

pri čemer je:

k_pstrošek prednostnega kapitala,

dfiksna letna dividenda,

P_0 tržna cena prednostne delnice.

Strošek navadnega kapitala oziroma navadnih delnic se lahko določi na podlagi različnih metod, pri čemer se najpogosteje uporablja model določanja cen dolgoročnih kapitalskih naložb (CAPM). Tako se strošek navadnega kapitala izračuna po sledeči enačbi (Levy, 1994, str. 542):

$$k_c = r_f + (r_m - r_f) \times \beta, \quad (8)$$

pri čemer je:

k_cocena stroška navadnega kapitala,

r_fnetvegana stopnja donosa,

r_m stopnja donosa lastniškega kapitala,

βkoeficient beta, tj. mera za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja.

Model CAPM je enostaven model, ki povezuje tveganje naložbe in pričakovan donos te naložbe s strani vlagateljev. Po tem modelu je tržno premoženje sestavljeno iz vseh na trgu razpoložljivih

naložb, delež vsake naložbe pa je določen z razmerjem med tržno vrednostjo te naložbe in tržno vrednostjo celotnega premoženja. Pričakovani donos naložbe izračunan na osnovi tega modela je enak netvegani stopnji donosa (r_f), ki ji prištejemo premijo za tveganje ($(r_m - r_f) * \beta$). Če pričakovani donos ne doseže ali ne preseže zahtevanega donosa, potem se v naložbo ne investira.

Model CAPM temelji na mnogih predpostavkah, med katerimi so najpomembnejše (Brigham, 2004, str. 84; Križaj, 2002, št. 4):

- vlagatelji ocenjujejo portfelje glede na pričakovane donose in standardne odklone v določenem časovnem obdobju,
- vlagatelji neradi sprejemajo tveganje, zato bodo v primeru, ko jim je dana možnost izbire med dvema portfeljema z enakim pričakovanim donosom, izbrali tistega, ki ima manjši standardni odklon,
- vlagatelji so nenasitni, zato bodo v primeru, ko jim je dana možnost izbire med dvema portfeljema z enakim standardnim odklonom, izbrali tistega, ki ima višji pričakovani donos,
- trgi kapitala so popolnoma konkurenčni in delujejo brez kakršnihkoli ovir,
- vsi vlagatelji imajo enotne preference glede pričakovanih stopenj donosov, varianc in kovarianc,
- vsi vlagatelji se lahko neomejeno zadolžujejo ali posojajo neomejena sredstva po netvegani obrestni meri,
- davki in transakcijski stroški so nepomembni,
- netvegana obrestna mera je za vse vlagatelje enaka,
- količine vseh sredstev so dane in fiksne.

Ta model je del teorije trga kapitala. Problem uporabe tega modela pri nas je v tem, da za naš kapitalski trg ni ustreznih podatkov (prekratke časovne serije, malo podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi). Kljub temu pa je njegova uporaba s podatki na osnovi tujih kapitalskih trgov lahko smiselna, saj bodo ob vključevanju našega trga v mednarodni trg kapitala tako tuji kot tudi domači vlagatelji presojali svoje naložbene možnosti z vidika donosov, ki bi jih lahko dosegli na kateremkoli trgu kapitala.

Najkvalitetnejše podatke o pribitku za kapitalsko tveganje, o beti primerljivih podjetij in druge bistvene podatke za izračun diskontne mere dobimo za ZDA. Te zaradi velikosti in razvitosti trga edine zagotavljajo dovolj kvalitetno osnovo ter statistične podatke in informacije za uporabo modela CAPM. Zato predvsem v zadnjem času ocenjevalci za izračun diskontne mere v drugih državah najprej uporabijo ameriške statistične podatke. Na teh podatkih opredelijo t. i. temeljno diskontno mero za dejavnost, v kateri deluje podjetje, ki ga ocenjujejo, in nato opravijo potrebne uskladitve (Marjanović, 2007, str. 8).

Kot približek **netvegane stopnje donosa (r_f)** se v praksi običajno uporabljajo dolgoročne državne obveznice, kjer je tveganje neplačila (*angl. default risk*) nizko. Poleg tega so ti

vrednostni papirji visoko likvidni in vključujejo premijo za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Dolgoročni papirji so ustrezni predvsem zato, ker je njihova ročnost podobna ročnosti naložb v lastniški kapital.

Stopnja donosa lastniškega kapitala/tržna stopnja donosa (r_m) predstavlja povprečen donos, ki je bil dosežen na kapitalskem trgu v daljšem časovnem obdobju. Razliko med tržno stopnjo donosa in netvegano stopnjo donosa lahko imenujemo tržna premija za tveganje.

Tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$) je opredeljena kot razlika med zgodovinsko donosnostjo, doseženo na kapitalskem trgu, in netvegano stopnjo donosa. Gre za pribitek k netvegani stopnji donosa, ki ga vlagatelji, katerih premoženje je dobro razpršeno, zahtevajo zaradi višjega tveganja naložbe v lastniške deleže podjetij. Vlagatelji bi morali ta pribitek vključiti v obliki svojih pričakovanj glede višine donosa, pri čemer jim zgodovinski podatki služijo kot najboljši približek za določitev njegove višine. Tržna premija je rezultat gibanja netvegane stopnja donosa in donosa na trgu lastniškega kapitala. Tržne premije za tveganje, ki jih izračunavajo različni viri, se običajno razlikujejo glede na način izračuna netvegane stopnja donosa, pri čemer je razlika v ročnosti državnih obveznic. V Sloveniji je tržno premijo za tveganje nemogoče pravilno določiti, saj podatki o povprečnem donosu na kapitalskem trgu še ne dajejo prave informacije (zaradi prekratke časovne vrste). Zato si je najbolje pomagati s premijo za naložbe v delnice, ki velja v zahodnoevropskih gospodarstvih. Tam se ta praviloma giblje med 4 % in 7 % (Križaj, 2002, št. 4).

Koeficient beta (β) je mera za sistematično tveganje naložbe. To je tveganje, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju diverzificiranega premoženja vlagatelja in ga z nadaljnjo diverzifikacijo ni mogoče odpraviti. Gre za tveganje, ki je prisotno pri vseh podjetjih v gospodarstvu in izhaja iz dejavnikov kot so npr. ciklično gibanje gospodarstva, makroekonomska politika, zunanji šoki in podobno. Poleg sistematičnega tveganja obstaja še nesistematično tveganje. Le-tega določajo dejavniki, ki so specifični za posamezno podjetje oziroma panogo. Ti dejavniki so npr. sposobnost vodstva, možnosti stavk, tveganost nabavnih in prodajnih trgov itd. Temu tveganju se vlagatelj z diverzifikacijo premoženja lahko izogne.

Obenem nam beta kaže razmerje med tveganostjo povprečnega tržnega portfelja in tveganjem posameznega vrednostnega papirja oziroma razmerje med variabilnostjo mere donosnosti lastniškega kapitala celotnega trga in mere donosnosti lastniškega kapitala posameznega podjetja. Izračunana je kot količnik kovariance med obema spremenljivkama in variance mere donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja (Levy, 1994, str. 324):

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(k_i, k_m)}{\sigma_m^2}, \quad (9)$$

pri čemer je:

β_ikoeficient beta podjetja i, tj. mera za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja i,
 k_istopnja donosa lastniškega kapitala podjetja i,
 k_mstopnja donosa povprečnega tržnega portfelja,
 $Cov(k_i, k_m)$kovarianca med stopnjama donosa lastniškega kapitala podjetja i in povprečnega tržnega portfelja,
 σ_m^2varianca stopnje donosa lastniškega kapitala povprečnega podjetja.

Če je vrednost bete enaka 1, pomeni, da je tveganje vrednostnega papirja enako tveganju tržnega portfelja. Vrednost bete večja od ena pa kaže, da je tveganje vrednostnega papirja večje od tveganja tržnega portfelja in obratno, če je vrednost koeficienta beta manjša od 1.

Velikokrat se beta podjetja izračunava na podlagi bet primerljivih podjetij ali pa bete panoge, v kateri posluje podjetje. Razloga za to sta npr. slabša likvidnost delnic in prekratko obdobje uvrščenosti delnic podjetja na borzo, da bi lahko izračunali relevantno beto s pomočjo enačbe (9). V tem primeru si pri izračunu bete izbranega podjetja pomagamo z betami primerljivih podjetij ali pa z beto panoge, v katero spada podjetje. Za veliko podjetij je koeficient beta objavljen v javnih virih. Objavljen je koeficient beta z zadolženostjo (*angl. levered beta*). Na podlagi podatkov o beti, stopnji zadolženosti in efektivni davčni stopnji lahko s pomočjo Hamadove enačbe izračunamo nezadolženo beto (*angl. unlevered beta*), ki izloča vpliv različnega finančnega tveganja zaradi različne zadolženosti primerljivih podjetij oziroma panoge, za vsako od teh podjetij. Nato s pomočjo povprečne nezadolžene bete izračunamo beto preučevanega podjetja. Enačba za izračun nezadolžene bete je sledeča (Copeland, 1990, str. 264):

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1 - t)(D / E)}, \quad (10)$$

pri čemer je:

β_ldejanska beta podjetja,
 β_ubeta podjetja ob predpostavki celotnega lastniškega financiranja/nezadolžena beta,
 tefektivna davčna stopnja,
 D/Erazmerje med finančnim dolgom in lastniškim kapitalom.

V tem poglavju je model CAPM predstavljen v svoji osnovni obliki. Zaradi že omenjenega nesistematičnega tveganja pa je treba pri ocenjevanju zahtevanega donosa upoštevati tudi dodatna tveganja, specifična za določeno podjetje. To storimo tako, da osnovnemu modelu CAPM dodamo še npr. premijo za majhnost podjetja, premijo za deželno tveganje itd. V tem primeru govorimo o prilagojenem modelu CAPM.

3.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI IZBRANE METODE

Metoda diskontiranih denarnih tokov (DCF-metoda) ima veliko prednosti, kot tudi pomankljivosti. V nadaljevanju so predstavljene glavne prednosti in slabosti te metode.

3.2.1 Prednosti

Od vseh metod ocenjevanja vrednosti podjetij, določenega lastniškega deleža ali pa posameznega vrednostnega papirja je tako v teoriji kot v praksi najprimernejša metoda diskontiranih denarnih tokov. Razlog za to je v tem, da ta metoda vključuje tako višino zneska, kot tudi časovno vrednost vseh relevantnih denarnih tokov, kar pomeni, da zajema tudi sedanjo vrednost teh tokov. To pa je vzrok, da analitiki to metodo pogosto uporabljajo, naročniki pa jo vse bolj sprejemajo kot osnovno metodo vrednotenja (Šmigić, 2005, str. 8,9).

DCF-metoda upošteva vse ključne dejavnike kot so denarni tokovi, čas in tveganje. Zaradi zahtevnosti in zapletenosti od analitika zahteva popolno razumevanje vseh vidikov analiziranega podjetja.

DCF-metoda pri vrednotenju zajema denarne tokove in ne računovodskega dobička. Vrednosti ocenjene na podlagi denarnih tokov so primernejše in bolj relevantne od tistih, ki so ocenjene na podlagi računovodskega dobička, saj je s slednjim veliko lažje manipulirati in ga prilagajati.

Ta metoda je bila testirana v več študijah. Izkazala se je za eno izmed najprimernejših metod ocenjevanja vrednosti (Movrin, 2008, str. 21).

3.2.2 Slabosti

Kljub temu, da je metoda diskontiranih denarnih tokov najprimernejša metoda za ocenjevanje vrednosti naložb ali celotnih podjetij, ima tudi pomankljivosti. Te se nanašajo predvsem na napoved prihodnjih denarnih tokov in ocenitev stroška kapitala. Poleg tega je slabost metode tudi njena zahtevnost, saj je težko razumljiva za naročnike vrednotenja, ki večinoma nimajo dovolj znanja o poslovnih financah.

DCF-metoda za vrednotenje uporablja prihodnje ocenjene denarne tokove, kar je lahko zelo problematično, saj je prihodnost negotova, s tem pa tudi napoved denarnih tokov. Tako so ocenjene vrednosti zaradi netočnih in subjektivnih napovedi lahko zelo zavajajoče.

Problem pri DCF-metodi je tudi ocenitev stroška kapitala oziroma zahtevane donosnosti kapitala, s katero se diskontira prihodnje denarne tokove. Pri vrednotenju s to metodo se namreč ves čas uporablja eno vrednost donosnosti kapitala, čeprav se ta donosnost s spremembo

poslovnih in ekonomskih razmer lahko spremeni. Ta donosnost zajema inflacijo, tveganje in oportunitetne stroške, vsak od teh elementov pa se skozi čas napovedovanja denarnih tokov lahko spremeni, česar DCF-metoda ne upošteva.

4 PREDSTAVITEV PODJETJA

4.1 OSNOVNI PODATKI MATIČNE DRUŽBE LUKA KOPER, D. D.

Osnovni podatki matične družbe Luka Koper, d. d., pridobljeni na spletni strani te družbe, so sledeči:

Naziv: Luka Koper, pristaniški in logistični sistem, delniška družba

Skrajšano: Luka Koper, d. d.

Sedež: Vojkovo nabrežje 38, 6501 Koper

Osnovni kapital: 58.420.964,78 EUR

Vpoklicani kapital: 58.420.964,78 EUR

Število delnic: 14.000.000 navadnih kosovnih delnic

ID številka za DDV: SI 89190033

Matična številka: 5144353

Osnovna dejavnost: storitveno podjetje, pristaniški in logistični sistem

Organizacijska oblika: delniška družba (d. d.)

Priloga 4 prikazuje osebno izkaznico matične družbe Luka Koper, d. d.

4.2 ZGODOVINA PODJETJA

Leta 1957 je bilo ustanovljeno Pristanišče Koper. Današnje ime Luka Koper je iz leta 1961. Dve leti kasneje je bila ustanovljena carinska cona. Leta 1967 so kot vlagatelji zaključili izgradnjo 31 km dolge železniške proge Koper–Prešnica, kar je omogočilo vključitev Luke Koper v evropski železniški sistem. Leta 1973 so se pojavili prvi kontejnerji, pričel se je razvoj v smeri intermodalnega in kombiniranega transporta. Leta 1974 je bila vzpostavljena prva kontejnerska linija za Sredozemlje.

Gospodarske in politične spremembe, ki jih je Slovenija doživela v prvi polovici devetdesetih let, so privedle novosti. Izpad prometa, ki so ga imeli s poslovnimi partnerji iz jugoslovanskih republik, so postopoma nadomestili novi partnerji iz srednjeevropskih trgov. Leta 1996 je bil zaključen proces preoblikovanja Luke Koper, ki je postala delniška družba in njihova delnica z oznako LKPG je začela kotirati na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

Med letoma 2001 in 2002 so bila investicijska sredstva namenjena gradnji, urejanju priveznih mest ter skladiščnih površin na II. pomolu. Na pobudo Ministrstva za gospodarstvo RS so prevzeli vlogo nosilnega podjetja v pilotnem projektu Slovenskega transportno-logističnega grozda, katerega osnovni cilj je promocija slovenske prevozne poti.

V letu 2004 so preuredili terminal za razsute tovore, ki je dobil ime Evropski energetski terminal. Terminal za sipke tovore je prejel certifikat Non GMO Certification po zahtevah standarda BRC Standard za ohranjanje identitete gensko nespremenjenih živilskih dodatkov in izdelkov. V tem letu so prejeli tudi priznanje za dosežke iz leta 2003 pri razvoju koncepta učečega se podjetja, ki ga podeljujeta Gospodarska Zbornica Slovenije in Inštitut za razvoj učečega se podjetja. Ladijski pretovor je presegel številko 12 milijonov ton.

V letu 2005 je ladijski pretovor presegel 13 milijonov ton, leto kasneje 14 milijonov ton in v letu 2007 15 milijonov ton. Istega leta so postavili tudi temeljne kamne za podaljšanje prvega pomola za potrebe kontejnerskega terminala in za izgradnjo novega skladišča za avtomobile. Ustanovljena je bila tudi družbo Adria Terminali, d. o. o., ki upravlja suhozemni terminal v Sežani.

4.3 DEJAVNOST PODJETJA

Luka Koper je delniška družba, ki v koprskem pristanišču izvaja pristaniške in logistične storitve. Osnovni dejavnosti, ki ju izvajajo v koprskem pristanišču, sta **pretovor in skladiščenje blaga**. Poleg tega izvajajo še vrsto storitev kot so zaščita, oštevilčenje, tehtanje, čiščenje in paletiranje blaga, nudijo marketinško, trgovsko, finančno in investicijsko podporo, logistične storitve itd. Ob tem upravljajo tudi območje ekonomske cone.

Živijo in delajo v zelo dinamičnem okolju. Transportno-logistična panoga se neprestano spreminja. Čas, ki je potreben za dobavo surovin ali za oskrbo trgovin, je vedno krajši, konkurenca vedno močnejša. Spremenljivost, ki je značilna za transportno-logistično dejavnost, sprejemajo kot izziv. Od tu navdih in moč, da izboljšujejo kakovost storitev, jih nadgrajujejo in vpeljujejo nove produkte.

Njihova najpomembnejša zaledna tržišča so poleg Slovenije še Avstrija, Italija, Madžarska, Češka, Slovaška, Bavarska, Poljska in države bivše Jugoslavije.

Skupino tvorijo matična družba Luka Koper, d. d., in sledeče odvisne družbe:

- Luka Koper INPO, d. o. o. (100 % lastniški delež),
- Luka Koper Pristan, d. o. o. (100 % lastniški delež),
- Adria terminali, d. o. o. (100 % lastniški delež),
- Luka Koper Beograd, d. o. o. (90 % lastniški delež),

- Adria-Tow, d. o. o. (50 % lastniški delež),
- Luka Koper Deutschland GmbH (74,80 % lastniški delež),
- TOC, d. o. o. (68,13 % lastniški delež).

4.4 VIZIJA, POSLANSTVO IN STRATEŠKE USMERITVE PODJETJA

Vizija: Luka Koper vodilni pristaniški in logistični sistem za države srednje Evrope.

Poslanstvo: S pristaniškimi in logističnimi storitvami na najkrajši poti do osrčja Evrope ponujati možnosti čim lažjega vzpostavljanja gospodarskih povezav.

Strateške usmeritve:

- prepoznaven izvajalec logističnih storitev,
- učinkovit pristaniški sistem in distribucijsko središče,
- dolgoročno uspešen poslovni sistem,
- skrb za trajnostni razvoj.

4.5 PODATKI O DELNICI IN LASTNIŠKA STRUKTURA PODJETJA

Osnovni kapital družbe je razdeljen na 14.000.000 delnic razreda navadnih kosovnih delnic. Delnica Luke Koper, d. d., ima oznako LKPG in kotira na Ljubljanski borzi od 20. novembra 1996 in je vključena v indeksa SBI TOP ter SBI20. Uvrščena je v prvo borzno kotacijo.

Konec leta 2007 je imela družba 13.367 delničarjev oziroma za 36 odstotkov več kot leto prej. Na zadnji dan leta je imelo 10 največjih delničarjev v lasti 75,89 odstotka vseh delnic Luke Koper, d. d. Največji lastnik je bila na ta dan Republika Slovenija, ki je imela v lasti 51-odstotni delež.

Tabela 1: Deset največjih delničarjev Luke Koper, d. d., na dan 31. 12. 2007

Naziv	Število delnic	Delež
Republika Slovenija	7.140.000	51,00%
Slovenska odškodninska družba, d.d.	1.557.857	11,13%
Kapitalska družba, d.d.	715.305	5,11%
Mestna občina Koper	466.942	3,34%
KD Galileo, vzajemni sklad fleksibilne strukture naložb	151.905	1,09%
KD ID, delniška ID, d.d.	147.655	1,05%
Vizija Holding Ena, d.d.	131.585	0,94%
Adriatic Slovenica d.d.	117.899	0,84%
Zavarovalnica Triglav, d.d.	104.756	0,75%
Hypo Bank d.d.	91.061	0,65%
Skupaj 10 največjih delničarjev	10.624.965	75,89%

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 65.

4.6 ZAPOSLENI V PODJETJU

V skupini Luka Koper je bilo na dan 31. 12. 2007 zaposlenih 1.070 delavcev, kar pomeni 11 % več kot leto prej. Že od leta 2005 je opaziti trend naraščanja števila zaposlenih, v letu 2007 pa je bila ta rast bistveno višja. Ključna razloga sta bila potreba po pretovoru znatno večjih količin blaga in 35 zaposlenih v novoustanovljeni družbi Adria terminali, d. o. o.

Tabela 2: Število zaposlenih v družbah in skupini Luka Koper

Družba	2005	2006	2007
Luka Koper, d.d.	679	693	772
Luka Koper INPO, d.o.o.	242	237	228
Luka Koper Pristan, d.o.o.	6	9	9
Adria Terminali, d.o.o.	-	-	35
Adria-Tow, d.o.o.	23	23	24
Skupina Luka Koper	950	962	1070

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 78.

V Luki Koper, d. d., že več let ciljno in postopno nadomeščajo manj kvalificiran kader s kadrom z višjo izobrazbeno stopnjo. Podpirajo izobraževanje in šolanje, zato se izobrazbena struktura izboljšuje. Tako je delež zaposlenih z najmanj šesto stopnjo izobrazbe v zadnjih treh letih narasel za tri odstotne točke in dosegel 25 % zaposlenih v skupini. Za celotno skupino Luka Koper velja, da se znižuje število zaposlenih z izobrazbo nižjo od poklicne strokovne izobrazbe. V zadnjih letih se osredotočajo na zaposlovanje kadrov dveh poklicnih struktur, in sicer za opravljanje del upravljanja in vzdrževanja mehanizacije ter za opravljanje nižje in srednje vodstvenih del.

Tabela 3: Število zaposlenih v skupini Luka Koper po stopnji izobrazbe

Leto	Skupaj	Stopnja izobrazbe							
		I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.
2005	950	52	146	59	227	261	47	156	2
2006	962	50	150	38	242	265	44	163	10
2007	1070	63	138	35	269	297	54	199	15

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 79.

5 ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA

5.1 ANALIZA IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA

V **Prilogi 5** je prikazan celoten konsolidiran izkaz poslovnega izida skupine Luka Koper od leta 2004 do leta 2007.

Čisti prihodki od prodaje in poslovni prihodki

Poslovni prihodki so v obdobju 2004–2007 povprečno rasli za 18 % letno. Rast je bila največja v letu 2005, ko je znašala kar 23,3 %, v letu 2007 pa je bila rast 15,6 %. Največ so k poslovnim prihodkom prispevali čisti prihodki od prodaje, in sicer prodaje na tujem trgu. Čisti prihodki od

prodaje so rasli približno sorazmerno s poslovnimi prihodki. Iz strukture prihodkov skupine (Tabela 4) je razvidna še ena postavka, ki vpliva na poslovne prihodke, in sicer drugi poslovni prihodki. Njihova višina se je najbolj povečala v letu 2005 (zaradi povečanja prevrednotovalnih poslovnih prihodkov), naslednji dve leti pa je padala. Delež usredstvenih lastnih proizvodov in lastnih storitev v poslovnih prihodkih je zanemarljiv, spremembe vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje pa ni bilo.

Tabela 4: Struktura prihodkov skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	2004	2005	2006	2007
Poslovni prihodki	75.133.267	92.609.272	105.688.276	122.221.811
Čisti prihodki od prodaje	74.219.166	88.461.980	101.844.318	118.992.415
Prihodki od prodaje na domačem trgu	12.767.681	14.803.489	22.798.988	33.529.371
Prihodki od prodaje storitev na domačem trgu	10.350.217	11.835.958	20.152.315	32.203.685
Prihodki od prodaje blaga na domačem trgu	2.687	14.906	40.806	98.693
Prihodki od najemnin na domačem trgu	2.414.776	2.952.625	2.605.867	1.226.993
Prihodki od prodaje na tujem trgu	61.451.486	73.658.492	79.045.330	85.463.044
Prihodki od prodaje storitev na tujem trgu	61.437.210	73.656.439	79.001.577	85.460.996
Prihodki od prodaje blaga na tujem trgu	14.276	0	34.441	0
Prihodki od najemnin na tujem trgu	0	2.053	9.312	2.048
Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	935	0	3.212	1.059
Drugi poslovni prihodki	913.166	4.147.292	3.840.746	3.228.336
Odprava rezervacij	151.640	151.548	156.511	563.310
Drugi poslovni prihodki (subvencije, dotacije ...)	725.430	1.399.825	3.137.493	2.259.585
Prevrednotovalni poslovni prihodki	36.096	2.595.919	546.742	405.441

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 126; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 111.

Stroški in poslovni odhodki

Nabavna vrednost prodanega blaga, materiala in storitev kot delež v prihodkih od prodaje je v letu 2007 znašala 35,1 %, medtem ko je povprečje zadnjih treh let prav tako enako 35,1 %, kar kaže na konstantnost stroškov blaga materiala in storitev v omenjenem obdobju. Pri stroških dela je opazno, da je delež le-teh od čistih prihodkov od prodaje med leti 2004 in 2007 močno padal. Leta 2004 so bili stroški dela v višini 31,9 % od čistih prihodkov od prodaje, leta 2007 pa le 25,9 %. Ker se je v proučevanem obdobju število zaposlenih v skupini povečalo, poleg tega se bruto plače niso zmanjšale, lahko manjšanje tega deleža pripišemo večji učinkovitosti in višji dodani vrednosti na zaposlenega. Strošek amortizacije je med leti 2004 in 2007 naraščal. Povprečna letna amortizacijska stopnja za opredmetena osnovna sredstva v tem obdobju je znašala 8,7 %, za neopredmetena dolgoročna sredstva 10 % in za naložbene nepremičnine 5,3 %. Drugi poslovni odhodki, kamor spadajo dajatve, ki niso odvisne od stroškov dela, izdatki za varstvo okolja, nagrade in štipendije dijakom in študentom ter drugi stroški so se od leta 2004 do 2006 povečevali, v letu 2007 pa so rahlo upadli. Rezervacij v letu in 2005 ni bilo, v letih 2004, 2006 in 2007 so znašale 485.311 EUR, 1.478.194 EUR in 1.905.295 EUR. Zajete so bile rezervacije za škode ter rezervacije za odpravnine in jubilejne nagrade.

Tabela 5: Struktura stroškov poslovanja skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	2004	2005	2006	2007
Stroški materiala	4.060.032	4.937.698	5.903.465	7.900.009
Stroški blaga	14.442	10.019	9.817	2.264
Stroški storitev	22.569.070	26.066.312	29.855.902	33.855.600
Stroški dela	22.890.874	23.741.608	26.812.055	30.857.201
Odpisi vrednosti	13.637.861	14.309.952	14.683.308	16.764.462
Drugi stroški	4.825.480	5.212.089	7.545.689	7.542.209
Dolgoročne rezervacije	485.311	0	1.478.194	1.905.295
Stroški poslovanja	68.483.070	74.277.679	86.288.430	98.827.040

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 110; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 98, 111, 112.

Poslovni izid iz poslovanja

Poslovni izid iz poslovanja, izračunan kot razlika med poslovnimi prihodki in stroški poslovanja, je leta 2004 znašal 6.650.196 EUR, leta 2005 18.331.593 EUR, leta 2006 19.399.846 EUR in leta 2007 23.394.771 EUR. Največji porast je opazen med letoma 2004 in 2005. Ta porast je predvsem posledica visoke rasti čistih prihodkov od prodaje in ohranitve ravni stroškov dela.

Tabela 6: Poslovni izid iz poslovanja skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	2004	2005	2006	2007
Poslovni prihodki	75.133.267	92.609.272	105.688.276	122.221.811
Čisti prihodki od prodaje	71.804.390	88.461.980	101.844.318	118.992.415
Sprememba vr. zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0	0	0	0
Usredstveni lasni proizvodi in lastne storitve	935	0	3.212	1.059
Drugi poslovni prihodki	3.327.942	4.147.292	3.840.746	3.228.336
Stroški poslovanja	68.483.070	74.277.679	86.288.430	98.827.040
Stroški blaga, materiala in storitev	26.629.102	31.014.029	35.769.184	41.757.873
Stroški dela	22.890.874	23.741.608	26.812.055	30.857.201
Odpisi vrednosti	13.637.861	14.309.952	14.683.308	16.764.462
Drugi poslovni odhodki	4.839.922	5.212.089	7.545.689	7.542.209
Rezervacije	485.311	0	1.478.194	1.905.295
Poslovni izid iz poslovanja	6.650.196	18.331.593	19.399.846	23.394.771

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 110; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 98.

Finančni prihodki, finančni odhodki in celotni izid iz rednega delovanja

Celotni izid iz rednega delovanja je izračunan tako, da poslovnemu izidu iz poslovanja prištejemo razliko med finančnimi prihodki in finančnimi odhodki. Le-ta je bila zaradi prodaje finančnih naložb najvišja v letu 2004. Največji delež finančnih prihodkov v letih od 2004 do 2007 so zavzemali finančni prihodki iz deležev podjetij v skupini (še posebej so se ti povečali v letu 2007), finančni prihodki iz danih posojil in poslovnih terjatev pa so bili relativno nizki. Pri finančnih odhodkih med leti 2004 in 2007 ni bilo bistvenih sprememb, nekoliko nižji so bili le v letu 2006, ker so bili finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb zelo nizki.

Tabela 7: Finančni prihodki, finančni odhodki in celotni izid iz rednega delovanja skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	2004	2005	2006	2007
Poslovni izid iz poslovanja	6.650.196	18.331.593	19.399.846	23.394.771
Finančni prihodki skupaj	18.617.697	9.428.038	6.098.404	14.080.376
Finančni prihodki iz deležev		6.509.760	3.630.912	11.915.087
Finančni prihodki iz danih posojil		1.741.241	2.006.658	1.426.678
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev		1.177.036	460.834	738.612
Finančni odhodki skupaj	3.634.418	3.465.202	2.091.674	3.798.898
Finančni odh. iz oslabitve in odpisov fin. naložb		1.229.636	92.597	797.292
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti		1.000.000	1.234.368	2.306.406
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti		1.235.566	764.709	695.199
Celotni izid iz rednega delovanja	21.633.475	24.294.429	23.406.577	33.676.249

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 110; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 98, 114, 115.

Celotni poslovni izid, čisti poslovni izid iz obračunskega obdobja in čisti poslovni izid

Celotni poslovni izid je enak celotnemu poslovnemu izidu iz rednega delovanja, povečanemu za izredne prihodke in zmanjšanemu za izredne odhodke. V letih 2005, 2006 in 2007 izrednih prihodkov in odhodkov ni bilo, leta 2004 je razlika znašala 37.573 EUR v prid izrednih prihodkov. V letu 2005 so bile postavke, ki so bile razvrščene med izredne prihodke in izredne odhodke, preračunane po vsebini med druge prihodke, povezane s poslovnimi učinki, in med druge stroške.

Tabela 8: Izredni prihodki in izredni odhodki skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	2004	2005	2006	2007
Izredni prihodki	510.637	0	0	0
Subvencije in dotacije	169.392	0	0	0
Izterjane odpisane terjatve	216.258	0	0	0
Prejete odškodnine	72.926	0	0	0
Druge neobičajne postavke	52.061	0	0	0
Izredni odhodki	473.064	0	0	0
Denarne kazni	0	0	0	0
Odškodnine	472.805	0	0	0
Druge neobičajne postavke	259	0	0	0
Razlika	37.573	0	0	0

Vir: Letno poročilo 2004, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2004, str. 78; Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 88.

Čisti poslovni izid iz obračunskega obdobja je enak celotnemu poslovnemu izidu popravljenemu za davek. Pri tem je potrebno upoštevati tudi odložene davke, ki jih prištejemo k celotnemu poslovnemu izidu in tako povečujejo čisti poslovni izid iz obračunskega obdobja. Čisti poslovni izid, ki je osnova za določitev čistega dobička na delnico, dobimo tako, da poslovni izid iz obračunskega obdobja ustrezno zmanjšamo oziroma povečamo za dobiček/izgubo manjšinskih lastnikov (kapital manjšinskih lastnikov namreč vključuje deleže manjšinskih lastnikov v odvisni družbi Adria-Tow, d. o. o. v višini 2.685.306 EUR in v odvisni družbi TOC, d. o. o. v višini 186.690 EUR).

Tabela 9: Celotni poslovni izid, čisti poslovni izid iz obračunskega obdobja in čisti poslovni izid skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	2004	2005	2006	2007
Celotni izid iz rednega delovanja	21.633.475	24.294.429	23.406.577	33.676.249
Drugi prihodki	510.637	0	0	0
Drugi odhodki	473.064	0	0	0
Celotni poslovni izid	21.671.048	24.294.429	23.406.577	33.676.249
Davek iz dobička	2.934.977	4.502.608	2.958.968	2.949.620
Odloženi davki	0	301.185	254.939	138.502
Čisti poslovni izid iz obračunskega obdobja	18.736.071	20.093.002	20.702.547	30.865.130
Čisti dobiček manjšinskih lastnikov	-398.356	302.975	776.266	740.645
Čisti poslovni izid	18.337.715	19.790.027	19.926.281	30.124.485
Osnovni čisti dobiček na delnico	2,304	2,508	2,527	2,152
Popravljeni čisti dobiček na delnico	1,31	1,41	1,42	

*Ker so bile v letu 2007 prednostne delnice družbe pretvorjene v navadne, se popravljenega čistega dobička na delnico ne izračunava več.

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 110; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 98, 126.

Opazno je, da je bil davek v letu 2007 zelo nizek. Efektivna davčna stopnja je v tem letu znašala le 8,8 %. Znižanje davčne osnove je odraz predvsem davčnih ugodnosti za vlaganja v ekonomski coni ter olajšav za vlaganja v raziskave in razvoj.

5.2 ANALIZA BILANCE STANJA

V **Prilogi 6** je prikazana celotna konsolidirana bilance stanja skupine Luka Koper od 31. 12. 2004 do 31. 12. 2007.

Dolgoročna sredstva

Dolgoročna sredstva predstavljajo neopredmetena dolgoročna sredstva, opredmetena osnovna sredstva, naložbene nepremičnine, dolgoročne finančne naložbe, dolgoročne poslovne terjatve in odložene terjatve za davek. Ta sredstva so v obdobju 2004–2007 v povprečju znašala 86 % celotnih sredstev. V letih od 2004 do 2007 zavzemajo največji delež opredmetena osnovna sredstva, sledijo pa dolgoročne finančne naložbe. Ostale postavke zavzemajo relativno nizke deleže. V obdobju 2004–2007 so dolgoročna sredstva porasla vsako leto, kar je predvsem posledica vlaganj v proizvodne naprave in stroje ter povečevanja dolgoročnih finančnih naložb. Najbolj so dolgoročna sredstva porasla v zadnjih dveh letih. V letu 2006 v največji meri zaradi prenosa nekaterih kratkoročnih finančnih naložb med dolgoročne, v letu 2007 pa zaradi intenzivnih vlaganj v povečanje zmogljivosti, v posodabljanje opreme za izvajanje prekladalne dejavnosti in skladiščnih storitev ter za naložbe v zaledne terminale.

Tabela 10: Dolgoročna sredstva skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
DOLGOROČNA SREDSTVA	257.782.641	266.752.954	326.909.604	421.422.072
Neopredmetena sredstva	3.125.472	1.093.236	649.574	1.078.021
Dolgoročne premoženjske pravice	3.125.472	1.093.236	649.574	1.078.021
Opredmetena osnovna sredstva	152.787.268	147.942.714	163.279.886	242.250.356
Zemljišča in zgradbe	115.253.714	114.367.476	112.329.298	144.855.610
Zemljišča	1.776.577	1.776.577	1.944.012	25.542.200
Zgradbe	113.477.137	112.590.899	110.385.286	119.313.410
Naprave in stroji	26.132.941	30.322.033	40.846.324	55.599.638
Druge naprave in oprema	0	54.841	61.521	145.235
Osnovna sredstva, ki se pridobivajo	11.400.613	3.198.364	10.042.743	41.649.873
Naložbene nepremičnine	0	8.023.773	7.853.163	3.732.466
Dolgoročne finančne naložbe	101.859.014	109.681.531	154.108.158	172.998.338
Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil	91.693.006	100.989.146	136.916.508	161.381.205
Deleži v podjetjih v skupini	0	0	0	0
Deleži v pridruženih podjetjih	53.404.724	57.648.869	59.084.477	62.315.790
Druge delnice in deleži	38.288.282	43.340.277	77.832.031	99.065.415
Dolgoročna posojila	10.166.007	8.692.384	17.191.650	11.617.133
Dolgoročne poslovne terjatve	10.887	11.701	11.730	217.293
Dolgoročne poslovne terjatve do drugih	10.887	11.701	11.730	217.293
Odložene terjatve za davek	0	0	1.007.093	1.145.595

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 111; Letno poročilo 2006, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2006, str. 81, 118; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 117, 120.

Kratkoročna sredstva

H kratkoročnim sredstvom prištevamo sredstva za prodajo, zaloge, kratkoročne finančne naložbe, kratkoročne poslovne terjatve in denarna sredstva. Ta sredstva so v obdobju 2004–2007 v povprečju znašala 14 % celotnih sredstev. Največji delež teh sredstev so v letih 2004 in 2005 predstavljale kratkoročne finančne naložbe. Zaradi velikega zmanjšanja kratkoročnih finančnih naložb, ki je bilo posledica zapadlosti nekaterih depozitov, v večji meri pa prenosa finančnih naložb v enote premoženja različnih vzajemnih skladov med dolgoročne finančne naložbe, saj se je njihova narava izkazala za dolgoročno, so v letu 2006 in 2007 največji delež med kratkoročnimi sredstvi predstavljale kratkoročne poslovne terjatve. To je bil tudi glavni vzrok, da so v letu 2006 kratkoročna sredstva padla na 39.403.369 EUR, medtem ko so v letu 2005 znašala več kot 64 milijonov EUR. Omeniti velja tudi, da je skupina poslovala z zelo nizkim nivojem zalog. Zaloge namreč vodijo le v odvisni družbi Luka Koper Pristan, d. o. o. Skupina nima zastavljenih zalog kot jamstva za obveznosti, zalog tudi ne odpisujejo. Sredstev za prodajo skupina v letih 2004 in 2005 ni imela, konec leta 2006 in 2007 pa so znašala 125.092 EUR in 103.865 EUR. Z denarnimi sredstvi si je skupina zagotavljala ustrezno likvidnost.

Tabela 11: Kratkoročna sredstva skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
KRATKOROČNA SREDSTVA	55.720.493	64.294.888	39.403.369	39.538.187
Sredstva (skupina za odtujitev) za prodajo	0	0	125.092	103.865
Zaloge	6.718	4.152	4.397	9.688
Kratkoročne finančne naložbe	34.440.018	39.422.893	16.320.831	8.624.943
Kratkoročne poslovne terjatve	20.170.823	18.721.386	22.331.517	28.786.798
Denarna sredstva	1.102.934	6.146.457	621.532	2.012.893

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 111; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 99.

Kratkoročne aktivne časovne razmejitve

Kratkoročne aktivne časovne razmejitve predstavljajo zelo majhen del sredstev. V obdobju 2004–2007 so se gibale med 78.000 in 200.000 EUR. Sem so zajete zavarovalne premije in kratkoročno odloženi drugi stroški.

Tabela 12: Kratkoročne aktivne časovne razmejitve skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVI	113.449	78.564	90.994	199.138
Zavarovalne premije	53.363	44.992	68.421	88.137
Kratkoročno odloženi drugi stroški	60.086	33.571	22.573	111.001

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 141; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 125.

Kapital

V obdobju 2004–2007 je bilo v osnovnem kapitalu Luke Koper 14.000.000 delnic z nominalno vrednostjo 4,17 EUR (1.000 SIT). Od tega je bilo do leta 2007 7.140.000 navadnih imenskih delnic, uvrščenih na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev, 6.860.000 pa je bilo prednostnih participativnih delnic, ki so bile v izključni lasti Republike Slovenije. Leta 2007 so bile prednostne delnice spremenjene v navadne delnice (razmerje 1:1). Kapitalske rezerve so bile izkazane v zneskih, ki so nastali z odpravo splošnega prevrednotovalnega popravka kapitala. V omenjenem obdobju so bile konec vsakega leta na enakem nivoju. Zakonske rezerve v skupini so bile oblikovane najmanj v višini 10 % osnovnega kapitala. V obdobju 2004–2007 je kapital skupine vsako leto porasel. Vzroki za to so predvsem rast rezerv iz dobička, presežka iz prevrednotenja in prenesenega čistega poslovnega izida. Kapital skupine je 31. 12. 2007 znašal 340.663.798 EUR.

Tabela 13: Kapital skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
KAPITAL	253.763.887	270.936.930	294.887.189	340.663.798
Kapital-večinski lastnik	252.898.335	269.768.941	292.942.931	337.791.792
Vpoklicani kapital	58.420.965	58.420.965	58.420.965	58.420.965
Kapitalske rezerve	89.562.702	89.562.702	89.562.703	89.562.703
Rezerve iz dobička	84.696.144	92.599.896	101.294.487	114.597.316
Presežek iz prevrednotenja	5.256.259	7.614.922	20.188.925	44.598.950
Preneseni čisti poslovni izid	6.237.527	10.520.581	13.530.245	13.025.799
Čisti poslovni izid poslovnega leta	8.724.737	11.049.875	9.945.606	17.586.058
Kapital-manjšinski lastnik	865.548	1.163.817	1.944.258	2.872.006

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 142; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 125.

Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve

Ta postavka je v obdobju 2004–2007 predstavljala majhen delež obveznosti do virov sredstev. Sestavljena je bila iz rezervacij za pokojnine in podobno, drugih rezervacij in dolgoročnih pasivnih časovnih razmejitev. V kategorijo rezervacij za pokojnine in podobno so bile uvrščene jubilejne nagrade in odpravnine ob upokojitvi. Med drugimi rezervacijami so bile izkazane rezervacije za odškodnine, med dolgoročnimi pasivnimi časovnimi razmejitvami pa odloženi prihodki iz naslova brezplačno pridobljenih osnovnih sredstev. Večji porast rezervacij in

dolgoročnih pasivnih časovnih razmejitev je bil v letih 2005 in 2006. Povišale so se predvsem dolgoročne pasivne časovne razmejitve.

Tabela 14: Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
REZERVACIJE	5.550.071	8.105.917	10.080.972	11.718.551
Rezervacije za pokojnine in podobno	2.519.259	1.634.856	1.742.807	3.074.748
Druge rezervacija	2.061.212	1.441.767	2.840.578	1.941.905
Dolgoročne pasivne časovne razmejitve	969.600	5.029.294	5.497.587	6.701.898

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 143; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 126.

Dolgoročne obveznosti

Med dolgoročnimi obveznostmi je največ dolgoročnih finančnih obveznosti. Gre za dobljena posojila pri bankah. Te obveznosti so se najbolj povečale v letu 2005, v letu 2006 pa so nekoliko upadle. Velik porast je bil posledica podaljšanja roka za vračilo bančnega posojila, ki ga niso prenesli na kratkoročne dolgove. To je bil tudi vzrok velikega povečanja celotnih dolgoročnih obveznosti. Izjema je bilo leto 2007, ko so se dolgoročne obveznosti, predvsem zaradi znižanja dolgoročnih finančnih obveznosti, močno znižale. Vzrok temu je bil v največji meri prenos nekaterih dolgoročnih finančnih obveznosti med kratkoročne. Dolgoročne poslovne obveznosti se v obdobju 2004–2007 niso bistveno spreminjale. Porasle pa so v letu 2006, in sicer zaradi finančnega najema osnovnega sredstva v višini 5.920.714 EUR (1.418.840 tisoč SIT).

Tabela 15: Dolgoročne obveznosti skupine v obdobju 2004–2007

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	16.562.769	36.291.896	45.323.711	17.926.907
Finančne in poslovne obveznosti	16.562.769	36.291.896	45.323.711	17.926.907
Dolgoročne finančne obveznosti	16.459.477	34.439.939	33.280.071	6.622.990
Dolgoročne finančne obveznosti do bank	16.459.477	34.439.939	33.280.071	6.622.990
Ostala dolgoročna posojila	0	0	0	0
Dolgoročne poslovne obveznosti	103.292	64.614	6.013.183	154.180
Dolgoročne poslovne obveznosti	85.416	64.614	92.468	154.180
Dolgoročni dolgovi iz finančnega najema	17.877	0	5.920.715	0
Odložene obveznosti za odloženi davek	0	1.787.344	6.030.458	11.149.737

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 143; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 127.

Kratkoročne obveznosti

Nivo kratkoročnih obveznosti se je bistveno spremenil v letih 2005 in 2007. Vzrok velikega padca v letu 2005 je opisan v prejšnjem odstavku. Ta padec je predvsem posledica podaljšanja roka plačila bančnega posojila, ki so ga zadržali med dolgoročnimi dolgovi. Vzrok velikega porasta v letu 2007 pa je posledica prenosa 34.312.151 EUR dolgoročnih finančnih obveznosti med kratkoročne in najetja novih kratkoročnih bančnih posojil. V letu 2007 so se močno povečale tudi kratkoročne poslovne obveznosti, kar je še dodatno povečalo kratkoročne obveznosti. Vzrok temu je spremenjena finančna politika, s katero so se podaljšali plačilni roki do dobaviteljev in finančni najem osnovnega sredstva v višini 6.457.206 EUR. Obveznosti, vključenih v skupino za odtujitev pa skupina v omenjenem obdobju ni imela.

Tabela 16: *Kratkoročne obveznosti skupine v obdobju 2004–2007*

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
KRA TKOROČNE OBVEZNOSTI	36.770.255	14.848.289	15.249.933	90.487.510
Kratkoročne finančne obveznosti	17.861.647	1.536.146	2.250.797	52.014.429
KFO do bank	16.809.406	1.048.635	2.173.823	51.919.045
KFO do podjetij v skupini	0	0	0	0
KFO do pridruženih podjetij	0	486.163	0	0
KFO do drugih	1.052.241	1.348	76.974	95.385
Kratkoročne poslovne obveznosti	18.908.609	13.312.143	12.999.136	38.473.081
KPO na podlagi predujmov	1.097.304	11.905	9.510	4.864
KPO do dobaviteljev	8.999.858	5.335.499	8.957.636	26.370.202
KPO do podjetij v skupini	0	0	0	0
KPO do pridruženih podjetij	0	0	0	0
KPO iz finančnega najema	0	0	0	6.457.206
KPO do drugih	8.811.446	7.964.739	4.031.990	5.640.808

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 143; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 127.

Kratkoročne pasivne časovne razmejitve

Kratkoročne pasivne časovne razmejitve so v obdobju 2004–2007 vključevale ladijske stojnine, komercialne popuste za tujino, vnaprej vračunane stroške in kratkoročne odložene prihodke. Njihov delež med obveznostmi do virov sredstev je bil v omenjenem obdobju zelo nizek.

Tabela 17: *Kratkoročne pasivne časovne razmejitve skupine v obdobju 2004–2007*

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
KRA TKOROČNE PCR	969.600	943.373	862.161	362.631
Ladijske stojnine	58.834	21.011	0	0
Komercialni popusti za tujino	280.884	226.118	812.390	214.457
Vnaprej vračunani stroški	629.882	670.477	49.771	148.174
Kratkoročno odloženi prihodki	0	25.768	0	0

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 144; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 128.

5.3 ANALIZA PROSTEGA DENARNEGA TOKA

Opazno je, da se je čisti poslovni izid iz poslovanja po davkih v obdobju 2005–2007 vsako leto povečal. Neto investicije v obratni kapital so bile leta 2005 zelo visoke (najvišje v obdobju 2005–2007). Kljub temu pa je bil prosti denarni tok najvišji ravno v tem letu. Razlog za to je bil v zelo nizkih investicijah v osnovna sredstva. V tem letu so bile neto investicije v osnovna sredstva celo negativne, kar pomeni, da so bile bruto investicije manjše od amortizacije. Kljub rasti čistega poslovnega izida iz poslovanja po davkih in negativnim neto investicijam v obratni kapital, pa je bil v letu 2007 denarni tok močno negativen. Vzrok za to so bila velika vlaganja v osnovna sredstva.

Tabela 18: *Prosti denarni tok skupine v obdobju 2005–2007*

V EUR	2005	2006	2007
Cisti poslovni izid iz poslovanja po davkih	15.031.906	17.071.865	21.336.031
Neto investicije v poslovna sredstva	-4.334.773	-13.829.273	-61.956.131
neto investicije v obratni kapital	-9.179.327	1.507.899	17.014.338
neto investicije v osnovna sredstva	4.844.554	-15.337.172	-78.970.470
PROSTI DENARNI TOK	10.697.133	3.242.592	-40.620.100

6 OCENA VREDNOSTI IZBRANEGA PODJETJA NA PODLAGI DCF-METODE

6.1 NAPOVED POSLOVANJA OZIROMA DENARNEGA TOKA

Napoved prihodnjega poslovanja skupine sem opravil na podlagi informacij o preteklem poslovanju skupine, načrtih oziroma ocenah uprave ter značilnosti panoge, v kateri skupina posluje. Eksplicitno obdobje napovedi sem opravil za prihodnjih šest let, torej med leti 2008 in 2013. **Priloga 7** prikazuje napoved poslovnega izida za omenjeno obdobje. Zaradi velikih vlaganj v prvih treh letih eksplicitnega obdobja sem opravili še napoved obdobja visoke rasti do leta 2016.

Vrednostne napovedi prihodnjega poslovanja temeljijo na nominalnih ocenah.

Čisti prihodki od prodaje in poslovni prihodki

Prihodki iz poslovanja so v obdobju 2004–2007 beležili povprečno letno rast v višini 17,7 %. V letu 2007 je bila rast 15,6 %. Čisti prihodki od prodaje so v obdobju 2004–2007 beležili povprečno letno rast v višini 18,4 %, v letu 2007 pa je bila rast 16,8 %. V napovedi sem zaradi približevanja polni izkoriščenosti zmogljivosti in začetne faze naložb za njihovo povečanje predpostavil nižjo 5 % in 11 % rast poslovnih prihodkov v letih 2008 in 2009, 18 % v letu 2010, 21 % v letu 2011, 18 % v letu 2012 in 15 % v letu 2013. Prav tako sem enake stopnje rasti predpostavil za čiste prihodke od prodaje, s pomočjo drugih poslovnih prihodkov pa sem uskladil poslovne prihodke. Visoka rast poslovnih prihodkov v obdobju 2010–2012 je posledica širjenja poslovanja, kasneje se rast začenja umirjati.

Stroški in poslovni odhodki

Nabavna vrednost prodanega blaga, materiala in storitev kot delež v prihodkih od prodaje je v letu 2007 znašala 35,1 %, medtem ko je povprečje 2004–2007 znašalo 35,6 %. V napovedi sem omenjene stroške izračunal prav tako kot delež v čistih prihodkih od prodaje, pri čemer sem upošteval povprečje le zadnjih treh let, ko je bil ta delež vsakič 35,1 % (v letu 2004 pa je bil 37,1 %). Tako sem torej predpostavil 35,1 % delež teh stroškov med prihodki od prodaje v vsakem letu eksplicitne napovedi.

Na podoben način sem napovedal tudi prihodnje stroške dela. Opazno je, da je delež od čistih prihodkov od prodaje le-teh med leti 2004 in 2007 močno padal. Leta 2004 so bili stroški dela v višini 31,9 % od čistih prihodkov od prodaje, leta 2007 pa le še 25,9 %. V napovedi sem do leta 2010 delež stroškov dela glede na čiste prihodke od prodaje zmanjševal za 0,5 odstotne točke letno, nakar sem ta delež obdržal konstanten pri 24,4 %. Ker se je v obdobju 2004–2007 število

zaposlenih v skupini povečalo, poleg tega se bruto plače niso zmanjšale, lahko manjšanje tega deleža pripišemo večji učinkovitosti in višji dodani vrednosti na zaposlenega.

Stroške amortizacije sem napovedal tako, da sem za osnovna sredstva uporabil povprečno letno amortizacijsko stopnjo v višini 8,7 % povprečnega stanja osnovnih sredstev v poslovnem letu. Omenjeni delež je bil namreč relativno izravnal v preteklem obdobju 2004–2007.

Prevrednotovalne poslovne odhodke pri obratnih sredstvih sem za vsa leta eksplicitne napovedi napovedal v višini povprečja le teh v obdobju 2004–2007.

Drugi poslovni odhodki so med leti 2004 in 2007 rasli v povprečju po 17,5 % letno, zato sem v napovedi za eksplicitno obdobje napovedovanja uporabil podobno rast, in sicer 17 % letno do leta 2010, nato pa bodo drugi poslovni odhodki konstantni in bodo znašali 12.079.700 EUR. Tako drugi poslovni odhodki znašajo med 5 % in 8 % od čistih prihodkov od prodaje.

Rezervacije bodo v eksplicitnem obdobju znašale toliko kot so v letu 2007, torej 1.905.295 EUR.

Na podlagi tako ocenjenih prihodkov in stroškov in ob izločitvi postavk, ki ne predstavljajo denarnega toka, je napovedan poslovni izid iz poslovanja predstavljen v spodnji tabeli.

Tabela 19: Napoved poslovnega izida iz poslovanja skupine Luka Koper za obdobje 2008–2013

V EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Poslovni prihodki	128.332.902	142.449.521	168.090.434	203.389.426	239.999.522	275.999.451
Stroški poslovanja	120.266.524	133.424.653	151.284.880	171.732.833	192.940.280	213.794.271
Poslovni izid iz poslovanja	8.066.377	9.024.868	16.805.554	31.656.593	47.059.242	62.205.180

Vir: Lastni izračuni.

6.2 NAPOVED INVESTICIJ, OBRATNEGA KAPITALA IN OBVEZNOSTI

V **Prilogi 8** je prikazana napoved bilance stanja skupine Luka Koper od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2013.

Za prva tri leta eksplicitnega obdobja, torej v obdobju 2008–2010 napovedujem nadaljnja intenzivna vlaganja v opredmetena osnovna sredstva (infrastrukturo in opremo). Bruto investicije bodo znašale 144 milijonov EUR v letu 2008, 80 milijonov EUR v letu 2009 in 60 milijonov EUR v letu 2010. Po letu 2010 bodo bruto investicije v višini amortizacije, tako da se bodo osnovna sredstva ravno nadomeščala.

Tabela 20: Bruto investicije, amortizacija in neto investicije skupine v osnovna sredstva v letu 2007 ter napoved za obdobje 2008–2013

V EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bruto invest. v os. sr.	95.377.911	144.000.000	80.000.000	60.000.000	39.587.006	39.587.006	39.587.006
Amortizacija os. sr.	16.407.441	33.605.235	37.641.754	39.587.006	39.587.006	39.587.006	39.587.006
Neto invest. v os. sr.	78.970.470	110.394.765	42.358.246	20.412.994	0	0	0

Vir: Lastni izračuni.

Med gibljivimi sredstvi podjetja sem v prvem koraku ocenil višino zalog. Delež zalog med čistimi prihodki od prodaje je bil na zadnji dan leta v zadnjih štirih letih na zelo nizkem nivoju (med 0,004 % in 0,009 %). Zaloge namreč vodijo le v odvisni družbi Luka Koper Pristan, d. o. o. Nivo zalog sem za vsa leta eksplicitne napovedi napovedal na osnovi povprečnega deleža zalog med čistimi prihodki od prodaje v obdobju 2004–2007, ki je znašal 0,007 %. Tudi višino kratkoročnih poslovnih terjatev sem ocenili na osnovi povprečnega deleža v čistih prihodkih od prodaje v obdobju 2004–2007, ki je znašal 23,8 %. Denarna sredstva so beležila porast v zadnjem letu kot stanje na zadnji dan koledarskega leta. Tudi v napovedi se stanje denarnih sredstev povečuje, predvsem zaradi širitve poslovanja. Poslovno nepotrebni sredstev, kot npr. kratkoročnih finančnih naložb, v napovedi ne upoštevam oziroma sem jih uporabil kot izravnalno postavko. Kratkoročne aktivne časovne razmejitve sem napovedal na podlagi povprečnega deleža le teh v čistih prihodkih od prodaje v obdobju 2004–2007, ki je znašal 0,13 %.

Tabela 21: Stanje obratnega kapitala in sprememba obratnega kapitala v skupini v letu 2007 ter napoved za obdobje 2008–2013

V EUR	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
II. Zaloge	9.688	8.280	9.191	10.846	13.123	15.485	17.808
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	0,008%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	28.786.798	29.790.489	33.067.443	39.019.582	47.213.695	55.712.160	64.068.984
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	24,2%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
V. Denarna sredstva	2.012.893	2.113.538	2.346.027	2.768.312	3.349.657	3.952.595	4.545.485
C. Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	199.138	157.273	174.573	205.997	249.256	294.122	338.240
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	0,17%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	38.473.081	40.396.735	44.840.376	52.911.644	64.023.089	75.547.245	86.879.331
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%
D. Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	362.631	312.355	277.371	245.474	245.474	245.474	245.474
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	0,30%	0,25%	0,20%	0,15%			
SPREMEMBA OBRATNEGA KAPITALA	17.014.338	812.315	881.003	1.631.868	2.290.451	2.375.524	2.335.932

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 99; Lastni izračuni.

Lastniški kapital družbe se spreminja skladno z napovedanim čistim poslovnim izidom družbe¹. Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve ter kratkoročne poslovne obveznosti napovedujem kot delež od čistih prihodkov od prodaje. Delež rezervacij in dolgoročnih pasivnih časovnih razmejitev je v letih 2006 in 2007 znašal približno 10 %, zato sem tak delež uporabil za vsa leta eksplicitne napovedi. Napoved za delež kratkoročnih poslovnih obveznosti znaša 32,3 % od čistih prihodkov od prodaje, kar je enako deležu kratkoročnih poslovnih obveznosti od čistih prihodkov od prodaje v letu 2007. Kot osnovo za napoved sem upošteval le delež v letu 2007, saj se je v tem letu finančna politika podjetja spremenila in so se podaljšali plačilni roki do dobaviteljev, zato so se kratkoročne poslovne obveznosti močno povečale. Drugih kratkoročnih obveznosti ne napovedujem oziroma jih ohranjam na nivoju iz leta 2007. Dolgoročne obveznosti so izravnalna postavka v modelu vrednotenja. Tudi kratkoročne pasivne časovne razmejitve napovedujem kot delež od čistih prihodkov od prodaje, in sicer se njihov delež v prvih treh letih

¹ Uporabil sem predpostavko o čistem preostanku vrednosti (*angl. clean surplus relation*), po kateri se vsaka sprememba v kapitalu odrazi preko čistega poslovnega izida; prevrednotovanja neposredno na kapital so izključena.

napovedi zmanjša za 0,05 odstotne točke, nato pa pasivne časovne razmejitve ostanejo na enakem nivoju.

6.3 NAPOVED PROSTEGA DENARNEGA TOKA

Na podlagi zgoraj navedenih napovedi in predpostavk poslovanja ter potrebnih investicij sem izdelal napoved prostega denarnega toka za eksplicitno obdobje, ki je skupaj z zgodovinskimi podatki predstavljena v spodnji tabeli.

Tabela 22: Prosti denarni tok skupine v letu 2007 in napoved za obdobje 2008–2013

V EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti posl. izid iz poslovanja po davkih	21.336.031	6.533.766	7.310.143	13.612.499	25.641.840	38.117.986	50.386.196
Neto investicije v poslovna sredstva	-61.956.131	-109.582.450	-41.477.242	-18.781.126	2.290.451	2.375.524	2.335.932
Neto investicije v obratni kapital	17.014.338	812.315	881.003	1.631.868	2.290.451	2.375.524	2.335.932
Neto investicije v osnovna sredstva	-78.970.470	-110.394.765	-42.358.246	-20.412.994	0	0	0
PROSTI DENARNI TOK	-40.620.100	-103.048.684	-34.167.099	-5.168.627	27.932.291	40.493.510	52.722.128

Vir: Lastni izračuni.

Nato sem izdelal še napoved prostega denarnega toka za obdobje visoke rasti, ki je predstavljena v spodnji tabeli. Pri tem sem predpostavil 15 % rast prostih denarnih tokov po eksplicitnem obdobju do konca leta 2016.

Tabela 23: Napoved prostega denarnega toka skupine za obdobje 2013–2016

V EUR	2013	2014	2015	2016
PROSTI DENARNI TOK	52.722.128	60.630.447	69.725.014	80.183.767

Vir: Lastni izračuni.

6.4 PREOSTALA VREDNOST PODJETJA

Preostala vrednost podjetja po koncu obdobja napovedovanja je določena z Gordonovim modelom konstantne rasti (enačba (4)). Obdobje napovedovanja je sestavljeno iz dveh obdobj, in sicer eksplicitnega obdobja (2008–2013) in obdobja visoke rasti (2014–2016). Pri tem je za določitev preostale vrednosti podjetja upoštevana napoved višine prostih denarnih tokov v letu po obdobju napovedovanja (leto 2017), diskontni faktor za zadnje leto napovedovanja (leto 2016) in rast prostih denarnih tokov v višini 5 %.

6.5 VREDNOST FINANČNIH NALOŽB IN FINANČNIH OBVEZNOSTI

Na zadnji dan poslovnega leta 2007 so dolgoročne finančne naložbe v skupini Luka Koper znašale 172.998.339 EUR. Sestavljajo jih predvsem naložbe matične družbe v pridružene in

skupaj obvladovane odvisne in pridružene družbe ter druge naložbe v vrednostne papirje in deleže. Njihovo povečanje v letu 2007 lahko skoraj v celoti pripišemo porastu poštene vrednosti.

Dolgoročno dana posojila so 31. 12. 2007 znašala v skupini Luka Koper 11.617.133 EUR. 7,16 % predstavljajo dana stanovanjska posojila zaposlenim z najdaljšo dobo odplačil 20 let. Dana posojila drugim dosegajo 8,14 % vseh dolgoročnih danih posojil z najdaljšo zapadlostjo v januarju 2009. Preostale naložbe iz te skupine imajo pojavno obliko bančnih depozitov in obveznic slovenskih izdajateljev. Bančni depoziti matične družbe v višini 3.700.000 EUR zapadejo najkasneje v letu 2010, bančni depozit hčerinske družbe v višini 653.559 EUR pa konec leta 2008. Glavnino te skupine predstavljajo naložbe v obveznice z najdaljšo zapadlostjo v letu 2020, katerih odplačna vrednost je 31. 12. 2007 dosegla 5.600.000 EUR.

Kratkoročne finančne naložbe skupine Luka Koper so v zadnjem dnevu poslovnega leta 2007 znašale 8.624.943 EUR. Največji delež le-teh predstavljajo kratkoročne finančne naložbe ene od hčerinskih družb v obliki bančnega depozita in višini 6.400.000 EUR. Zapadlost tega depozita je v mesecu decembru 2008. Preostale naložbe iz te skupine imajo pojavno obliko certificiranih bančnih depozitov v lasti hčerinskih družb. Dne 31. 12. 2007 so znašale približno 2.200.000 EUR. Skupni znesek kratkoročnih finančnih naložb se je v letu 2007 skoraj prepolovil. Razlogi za znižanje so v zapadlosti bančnih depozitov in njihovi namenski uporabi za investicije v osnovno dejavnost.

Tabela 24: Struktura dolgoročnih finančnih naložb skupine v letu 2007

V EUR	31.12.2007 Vrednost
Dolgoročne finančne naložbe	172.998.339
Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil	161.381.205
Deleži v podjetjih v skupini	0
Deleži v pridruženih podjetjih	62.315.790
Druge delnice in deleži	99.065.415
a. Druge delnice in deleži po poštenu vrednosti	92.643.513
b. Druge delnice in deleži po nabavni vrednosti	6.421.902
Dolgoročna posojila	11.617.133

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 120.

Dolgoročne finančne obveznosti v skupini Luka Koper so na zadnji dan leta 2007 znašale 6.622.990 EUR. Predstavljajo jih dolgoročna bančna posojila. V letu 2007 so se dolgoročne finančne obveznosti skupine Luka Koper bistveno znižale, predvsem zaradi računovodskega izkazovanja ročnosti pri matični družbi.

Kratkoročne finančne obveznosti so bile konec leta 2007 52.014.429 EUR. Kratkoročne finančne obveznosti iz naslova najetih posojil pri bankah so 31. 12. 2007 znašale 51.919.045 EUR. Iz dolgoročnih finančnih obveznosti so prenesli med kratkoročne finančne obveznosti, ki zapadejo v letu 2008 34.312.151 EUR, razlika so novo najeta posojila pri bankah. Čeprav gre za dolgoročen vidik financiranja poslovanja, so se v skupini odločili za fleksibilnejše, dostopnejše, predvsem pa ugodnejše kratkoročne vire.

6.6 DOLOČITEV DISKONTNE STOPNJE (WACC-a)

Strošek dolga

Strošek dolga je izračunan po davkih, pri čemer je upoštevana efektivna davčna stopnja. V letu 2007 je efektivna davčna stopnja znašala 8,8 %. Tako nizka efektivna davčna stopnja je posledica znižanja davčne osnove predvsem zaradi davčnih ugodnosti za vlaganja v ekonomski coni ter olajšav za vlaganja v raziskave in razvoj. Po letu 2007 pa zaradi spremembe zakona o davku od dohodka pravnih oseb, ki odpravlja večino davčnih olajšav, napovedujem višjo, 19 % efektivno davčno stopnjo, kar zmanjšuje strošek dolga in posledično WACC. Tako je strošek dolga v letu 2007 znašal 4,403 %, napoved za prihodnja leta pa znaša 3,909 %.

Strošek lastniškega kapitala:

Strošek lastniškega kapitala sem izračunal s pomočjo modela CAPM, pri čemer sem uporabil sledečo različico tega modela:

$$k_C = r_{fUSA} + \beta * RP_{USA} + CRP_X + SP_X, \quad (11)$$

pri čemer je:

k_Cocena stroška navadnega kapitala,

r_{fUSA}netvegana stopnja donosa na ameriškem kapitalskem trgu,

βkoeficient beta, tj. mera za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja,

RP_{USA} tržna premija za tveganje na ameriškem trgu kapitala,

CRP_Xpremija za deželno tveganje,

SP_Xpremija za majhnost podjetja.

Za netvegano stopnjo donosa sem uporabil donosnost 30-letnih ameriških državnih obveznic, ki je znašala 4,500 %. Koeficient beta sem izračunal s pomočjo bet primerljivih podjetij po enačbi (10).

Tabela 25: Izračun bete za skupino ob predpostavki, da je lastniški kapital edini vir financiranja

Podjetje	Nezadolžena beta	Zadolžena beta	D/E	T	I-T
THESSALONIKI POR	1,26	1,26	0,00%	28,62%	71,38%
PIRAEUS PORT AUT	0,911	0,93	2,94%	30,00%	70,00%
PORT OF TAURANGA	0,793	0,92	22,50%	28,88%	71,12%
BROSTROM AB-B SH	0,653	1,16	88,77%	13,25%	86,75%
BIOFRONTERA AG	0,765	0,76	0,00%	29,18%	70,82%
POVPREČJE	0,876				

Vir: Damodaran, 2008; Lastni izračuni.

Predstavljen podatek predstavlja beto nezadolženega podjetja. Ker želim za skupino izračunati dejansko beto, ki odraža tudi finančno tveganje zaradi zadolženosti družbe, sem beto po enaki enačbi pretvoril nazaj. Zaradi nizke finančne zadolženosti skupine je razlika med dejansko in beto nezadolženega podjetja majhna.

Tabela 26: Izračun bete za skupino

Podjetje	Zadolžena beta	Nezadolžena beta	D/E	T	1-T
Skupina Luka Koper	0,915	0,8764	4,84%	8,76%	91,24%

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 98, 99; Damodaran, 2008; Lastni izračuni.

Za tržno premijo za tveganje sem uporabil tržno premijo za tveganje na ameriškem trgu kapitala, ki znaša 4,790 %. Ker je tveganje na slovenskem kapitalskem trgu večje od tveganja na ameriškem kapitalskem trgu, sem dodal še premijo za deželno tveganje, ki znaša 0,750 %. Podjetje Luka Koper je za slovenske razmere veliko, v primerjavi z ameriški podjetji pa sodi med najmanjša podjetja po lestvici, ki jo objavlja publikacija Ibbotson Associates, Stocks, Bills & Inflation. Zato sem to lestvico prilagodili velikosti naših podjetij, tako da skupina spada med večja podjetja, kljub temu pa sem ji zaradi mednarodne majhnosti dodal določeno premijo za majhnost. Vlagatelji zahtevajo višjo stopnjo donosa za vlaganje v majhna podjetja. Premija za majhnost v obravnavanem primeru znaša 1,000 %.

Na podlagi tako določenih izračunov in predpostavk znaša strošek lastniškega kapitala, in sicer navadnih delnic, 10,633 %.

Določitev zahtevane donosnosti kapitala oziroma WACC-a (diskontne stopnje) je izračunana po enačbi (5) in je podrobneje prikazana v **Prilogi 9**. Diskontna stopnja je v letu 2007 znašala 10,346 %, za naslednja leta pa jo napovedujem v višini 9,961 %. Znižanje je delno posledica višje efektivne davčne stopnje po letu 2007, v večji meri pa spremembe strukture virov financiranja v prid cenejšega, dolžniškega kapitala. Delež finančnega dolga se bo namreč povečal, saj je to pomemben vir za izvedbo vlaganj v pristaniško infrastrukturo, tehnološko posodobljanje opreme in prihodnji razvoj dejavnosti.

6.7 OCENA VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA

Lastniški kapital skupine predstavljajo navadne delnice. Ovrednoten je na podlagi tržne vrednosti navadnih delnic. Izračun ocene vrednosti lastniškega kapitala preučevanega podjetja je prikazan v Tabeli 27, izračun ocene vrednosti podjetja iz poslovanja pa je podrobneje prikazan v **Prilogi 10**.

Za izračun ocene vrednosti lastniškega kapitala podjetja je potrebno oceniti vrednosti podjetja iz poslovanja prišteti vrednost premoženja podjetja in odšteti vrednost dolga podjetja, ki neposredno ne vplivata na ustvarjanje pričakovanega denarnega toka iz poslovanja. Zato sem ocenil vrednosti podjetja iz poslovanja prištel presežne finančne naložbe in naložbene nepremičnine, odštel pa vrednost finančnega dolga. Tako sem ocenil vrednost lastniškega kapitala preučevanega podjetja.

Tabela 27: Ocena vrednosti lastniškega kapitala in delnice skupine na dan 31. 12. 2007

V EUR	31.12.2007
Vrednost podjetja iz poslovanja	727.633.571
+ presežne finančne naložbe	172.998.339
+ naložbene nepremičnine	3.732.466
Celotna vrednost podjetja	904.364.376
- finančne obveznosti	58.637.419
Vrednost lastniškega kapitala	845.726.957
Število delnic v obtoku	14.000.000
Vrednost delnice	60,41

Vir: Lastni izračuni.

Na podlagi omenjenih postopkov in predpostavk znaša moja ocena vrednosti lastniškega kapitala na dan 31. 12. 2007 **845.726.957 EUR** oziroma **60,41 EUR na delnico**.

6.8 VPLIV PREDPOSTAVK NA OCENO VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA

S spremembo vsake od omenjenih predpostavk in ocen v modelu se končna ocena vrednosti lastniškega kapitala spremeni. Pri tem je potrebno upoštevati predvsem dvoje:

- napovedovanje vseh spremenljivk je s časovnim oddaljevanjem v prihodnost načeloma vse težje. Verjetnost odstopanja dejanske realizacije od napovedi se običajno povečuje z odmikom od dneva, za katero je izdelana napoved;
- določene postavke, ki pomembno vplivajo na proste denarne tokove, je težje napovedati tudi v eksplicitnem obdobju napovedovanja.

Ob upoštevanju predstavljenih omejitev sem izdelal simulacijo, v kateri sem spreminjal nekatere predpostavke modela z namenom prikaza vpliva vhodnih spremenljivk na končno oceno vrednosti kapitala podjetja. Osredotočil sem se predvsem na vpliv preostale vrednosti na oceno vrednosti lastniškega kapitala, ki v modelu predstavlja glavni del ocenjene vrednosti skupine iz poslovanja.

Vpliv preostale vrednosti na oceno vrednosti kapitala skupine sodi v prvi sklop. Gre za problem težjega napovedovanja prostih denarnih tokov v časovno odmaknjenem obdobju.

V modelu sem uporabil šestletno eksplicitno napovedovalno obdobje in triletno obdobje visoke rasti, ostalo vrednost skupine pa sem ocenil v sklopu preostale vrednosti.

V opravljenem vrednotenju skupine sem, kot je opisano na strani 40, za oceno preostale vrednosti predvidel 5 % letno povečevanje prostih denarnih tokov podjetja. Preko zahtevane donosnosti na lastniški in dolžniški kapital sem diskontiral to vrednost z zahtevano stopnjo donosa, ki je v letu 2016 enaka 9,961 %. Ob upoštevanju presežnih finančnih naložb in vrednosti finančnih obveznosti sem izračunal ocenjeno vrednost lastniškega kapitala skupine. Zaradi pomembnega vpliva obeh ključnih spremenljivk (rasti prostih denarnih tokov in WACC-a), ki vplivata na končno vrednost lastniškega kapitala oziroma navadne delnice, sem opravili

simulacijo, v kateri sem ti dve spremenljivki spreminjal in opazoval vpliv na končno vrednost lastniškega kapitala in navadne delnice skupine. Oceno rasti prostih denarnih tokov sem spreminjal do 1,5 odstotne točke nad in pod izhodiščno ocenjeno rastjo, WACC pa do 1 odstotne točke pod in nad izhodiščno ocenjenim WACC-om.

Tabela 28: Ocenjena vrednost lastniškega kapitala skupine v odvisnosti od stopnje rasti in WACC-a v preostalem obdobju

V EUR		8,961%	9,461%	9,961%	10,461%	10,961%
Stopnja rasti/WACC						
3,5%		770.242.658	716.006.509	670.164.967	630.909.065	596.914.762
4,0%		838.850.105	773.366.258	718.868.098	672.805.100	633.359.556
4,5%		922.837.517	842.288.531	776.489.858	721.729.688	675.445.233
5,0%		1.028.029.412	926.661.345	845.726.957	779.613.458	724.591.278
5,5%		1.163.616.276	1.032.335.946	930.485.173	849.165.383	782.737.058
6,0%		1.344.996.632	1.168.544.991	1.036.642.479	934.309.001	852.603.810
6,5%		1.600.083.894	1.350.757.666	1.173.473.706	1.040.949.012	938.132.829

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 29: Ocenjena vrednost navadne delnice skupine v odvisnosti od stopnje rasti in WACC-a v preostalem obdobju

V EUR		8,961%	9,461%	9,961%	10,461%	10,961%
Stopnja rasti/WACC						
3,5%		55,02	51,14	47,87	45,06	42,64
4,0%		59,92	55,24	51,35	48,06	45,24
4,5%		65,92	60,16	55,46	51,55	48,25
5,0%		73,43	66,19	60,41	55,69	51,76
5,5%		83,12	73,74	66,46	60,65	55,91
6,0%		96,07	83,47	74,05	66,74	60,90
6,5%		114,29	96,48	83,82	74,35	67,01

Vir: Lastni izračuni.

Svojo prvotno oceno smatram kot izhodiščno pošteno tržno ceno v primeru nakupa neobvladujočega deleža podjetja, predstavljen interval pa bolje označuje možnost spremembe cene kot posledico nekaterih možnih sprememb v obdobju po letu 2016.

7 KONČNA OCENA VREDNOSTI

7.1 DOLOČITEV PRIBITKOV IN ODBITKOV

Pred določitvijo kakršnegakoli pribitka oziroma odbitka, ki je povezan z odnosom lastnika do ocenjevanega podjetja, je potrebno natančno in jasno opredeliti osnovo. Pri vrednotenju izbranega podjetja na osnovi metode diskontiranih denarnih tokov sem izhajal iz napovedi denarnih tokov razpoložljivih za manjšinskega lastnika. Tako je v pričujočem diplomskem delu osnovna vrednost opredeljena kot vrednost za manjšinskega lastnika, čigar delnice oziroma lastniški deleži so prosto tržljivi na aktivnem trgu kapitala.

Odbitka za pomanjkanje tržljivosti nisem upošteval oziroma sem ga upošteval v višini 0 %. Preučevano podjetje je namreč eno izmed največjih podjetij na Ljubljanski borzi, delnica tega podjetja pa velja za dobro likviden vrednostni papir, tako da lahko manjšinski lastnik svoje delnice te družbe proda v vsakem trenutku.

7.2 OCENJENA VREDNOST

Vrednost lastniškega kapitala Luke Koper, d. d., sem ocenil na osnovi metode diskontiranih denarnih tokov. Izračunal sem vrednost, ki predstavlja oceno vrednosti za manjšinskega lastnika, čigar delnice oziroma deleži so prosto tržljivi na aktivnem trgu kapitala. Zaradi velikega vpliva vhodnih spremenljivk, predvsem stopnje rasti prostih denarnih tokov po obdobju eksplicitnega napovedovanja oziroma po obdobju visoke rasti in WACC-a, na vrednost lastniškega kapitala ocenjevanega podjetja, sem izdelal še simulacijo, v kateri sem ti spremenljivki spreminjal in opazoval vpliv na končno vrednost lastniškega kapitala in navadne delnice skupine.

Ocenjujem, da bi se tržna cena lastniškega kapitala podjetja v primeru nakupa neobvladujočega deleža morala gibati na intervalu med **721.729.688 EUR** in **1.032.335.946 EUR**, pri čemer je izhodiščna oziroma najbolj verjetna vrednost **845.726.957 EUR**. Tržna cena delnice pa bi morala biti na intervalu med **51,6 EUR** in **73,7 EUR**, pri čemer je izhodiščna vrednost enaka **60,4 EUR**.

Enotni tečaj delnice Luke Koper, d. d., na dan 31. 12. 2007 je bil 88,8 EUR, kar pomeni, da je bila delnica precenjena za vsaj 20,5 %.

SKLEP

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja mora ocenjevalec poznati, razumeti in pravilno uporabiti tiste metode oziroma tehnike ocenjevanja vrednosti, ki so potrebne za strokovno neoporečno ocenitev vrednosti podjetja. Gre za zelo kompleksno in zahtevno nalogo, ki od ocenjevalca zahteva veliko znanja iz različnih področij, predvsem pa iz področja poslovnih financ.

Za vrednotenje lastniškega kapitala družbe je v praksi izoblikovanih več različnih metod vrednotenja, med katerimi se najpogosteje uporablja metoda diskontiranja denarnih tokov, ki sem jo zaradi njene celovitosti uporabil tudi sam. Ta metoda velja za najprimernejšo v večini primerov vrednotenja, saj upošteva tako specifičnost podjetja kot tudi značilnosti panoge in širšega makroekonomskega okolja, v katerem posluje podjetje, predvsem z vidika dobičkonosnosti, možnosti rasti in tveganja poslovanja, zato se lahko uporabi kot samostojna metoda vrednotenja podjetja. Sicer pa na izbiro načina, metode in postopka ocenjevanja vrednosti podjetja vpliva predvsem namen vrednotenja. Tako se vrednotenje lahko izvede za namen prodaje ali nakupa podjetja ali pa deleža v podjetju, uvrstitve podjetja na borzo,

likvidacije podjetja, najetja kredita, zavarovanja kredita, dokapitalizacije podjetja, privatizacije podjetja itd.

Metoda diskontiranja denarnih tokov temelji na prostih denarnih tokovih, ki jih bo podjetje v prihodnosti ustvarilo za vlagatelje in sodi v skupino dinamičnih metod vrednotenja. Z diskontiranjem bodočih denarnih tokov prevedemo le te na sedanjo vrednost, ki je ob uporabi ustreznega diskontnega faktorja enaka vrednosti podjetja. Najpomembnejša dejavnika za ovrednotenje podjetja sta donosnost podjetja (pričakovani denarni tokovi in njihova časovna razporeditev) in tveganje, ki ga odraža zahtevana stopnja donosa naložbe (WACC).

Obdobje napovedovanja denarnih tokov je praviloma razdeljeno na dva dela, in sicer na eksplicitno obdobje napovedi in preostalo obdobje. Zaradi napovedanih velikih vlaganj preučevanega podjetja v eksplicitnem obdobju napovedi, pa sem za ocenitev vrednosti tega podjetja med prej omenjeni obdobji dodal še eno obdobje napovedi, obdobje visoke rasti.

Zaradi velikega vpliva vhodnih spremenljivk na vrednost lastniškega kapitala ocenjevanega podjetja (predvsem stopnje rasti prostih denarnih tokov po obdobju eksplicitnega napovedovanja oziroma po obdobju visoke rasti in WACC-a), sem izdelal še simulacijo, v kateri sem ti spremenljivki spreminjal in opazoval vpliv na končno vrednost lastniškega kapitala in navadne delnice skupine. Na podlagi tega ocenjujem, da bi morala biti tržna vrednost lastniškega kapitala podjetja na dan 31. 12. 2007 v primeru nakupa neobvladujočega deleža na intervalu med 721.729.688 EUR in 1.032.335.946 EUR, pri čemer je izhodiščna vrednost znašala 845.726.957 EUR. Tržna cena delnice pa bi se morala gibati na intervalu med 51,6 EUR in 73,7 EUR, pri čemer je bila izhodiščna vrednost 60,4 EUR.

Dejanska cena, dosežena v transakciji lastniškega deleža skupine, lahko odstopa od ocenjene tržne vrednosti zaradi različnih razlogov. Ti so vrsta kupca (finančni ali strateški vlagatelj), motivacija obeh strank, obveščenost, pogajalske sposobnosti, struktura transakcije ali drugih faktorjev, specifičnih za to transakcijo. Vzrok za odstopanje dejansko dosežene cene od ocenjene tržne vrednosti pa je lahko tudi vrednotenje le na osnovi javno dostopnih podatkov brez dodatnih pogovorov z vodstvom družbe.

LITERATURA IN VIRI

1. Brigham, E.F. & Daves, P.R. (2004). *Intermediate Financial Management*. (8th ed.) Thomson: South-Western.
2. Copeland, T. (1990). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (3rd ed.) New York: John Wiley & Sons, inc.
3. Damodaran, A. *Home Page*. Najdeno 25. maja 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
4. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (2nd ed.) New York: John Wiley & Sons, inc.
5. Hartman, A. (2000). *Vrednotenje in prestrukturiranje podjetja* [študijsko gradivo-skripta]. Portorož: Visoka šola za podjetništvo.
6. Karner, M. (2006). *Modeli vrednotenja podjetij na primeru podjetja Krka, d.d. in Pliva, d.d.* [diplomsko delo]. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
7. Križaj, M. (2002). *Kontrolorjev glasnik*, (št. 4). Najdeno 18. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.kontroling.si/solak/literatura/Kontrolerjev%20glasnik%20%C5%A1t.%2004.pdf>.
8. *Letno poročilo 2004, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d.* Najdeno 24. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.luka-kp.si/slo/o-podjetju/investitorji/poslovna-porocila>.
9. *Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d.* Najdeno 24. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.luka-kp.si/slo/o-podjetju/investitorji/poslovna-porocila>.
10. *Letno poročilo 2006, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d.* Najdeno 24. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.luka-kp.si/slo/o-podjetju/investitorji/poslovna-porocila>.
11. *Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d.* Najdeno 24. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.luka-kp.si/slo/o-podjetju/investitorji/poslovna-porocila>.
12. Levy, H. & Sarnat, M. (1994). *Capital Investment and Financial Decisions*. (5th ed.) New York: Prentice Hall.
13. Ljubljanska borza. Gibanje tečaja delnice družbe Luka Koper, d. d. Najdeno 22. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/>.
14. Marjanović, D. (2007). *Vrednotenje proizvodnega podjetja* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Movrin, M.P. (2008). *Metode vrednotenja podjetij na primeru skupine Gorenje* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. *Novi zakon o davku od dohodkov pravnih oseb – bistvene novosti in spremembe*. Ljubljana: Davčna uprava Republike Slovenije. Najdeno 20. junija 2008 na spletnem naslovu

- http://www.durs.gov.si/si/aktualno/novi_zakonski_akti/novi_zakon_o_davku_od_dohodkov_pravnih_oseb_bistvene_novosti_in_spremembe/.
17. Palmiter, A.R. (2004, 5. april). *Law&Valuation: Financial Valuation in Legal Contexts*. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.wfu.edu/~palmitar/Law&Valuation/chapter%205/5-2-4.htm>.
 18. *Podatkovna baza Bloomberg*. (2008). Government Bonds, U.S. Treasuries. Najdeno 25. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/markets/rates/index.html>.
 19. Pratt, S.P. (1989). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. (2nd ed.) Illinois: Richard D. Irving.
 20. Pratt, S.P. (2000). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. (4th ed.) New York: McGraw-Hill.
 21. Pratt, S.P. (2001). *Business Valuation Discounts and Premiums*. New York: John Wiley & Sons.
 22. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij. Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
 23. Reilly, F.R. & Chastaine, L.A. (2005). The independent financial adviser's role in preparing solvency options for acquisition financing transactions. *Bankruptcy Financial Advisory Services Insights*. Najdeno 26. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.willametteinsights.com/05/autumn2005article3.pdf>.
 24. *Slovenski poslovnofinančni standardi za ocenjevanje vrednosti*. (2003). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
 25. *Statut družbe Luka Koper, d.d.* (2007). Najdeno 28. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.luka-kp.si/slo/o-podjetju>.
 26. Stocks, Bonds, Bills and Inflation. (2006). *Yearbook, Ibbotson Associates*.
 27. Šmigić, S. (2005). *Ocenjevanje optimalne strukture kapitala podjetja BTC d.d.* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 28. Westerfield, J. & Ross, S.A. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*. (6th ed.) Boston: McGraw-Hill.

Priloga 1: Pribitki za obvladovanje na tržno ceno izraženi v odstotkih glede na leto odkupa (prevzema) in število opravljenih transakcij

Tabela 1: Pribitki za obvladovanje na tržno ceno izraženi v odstotkih glede na leto odkupa (prevzema) in število opravljenih transakcij

Leto odkupa	Število transakcij (nakup/prodaja)	Povprečni prihodek na tržno ceno v %	Mediana pribitka v %
1980	169	49,9	44,6
1981	166	48,0	41,9
1982	176	47,4	43,5
1983	168	37,7	34,0
1984	199	37,9	34,4
1985	331	37,1	27,7
1986	333	38,2	29,9
1987	237	38,3	30,8
1988	410	41,9	30,9
1989	303	41,0	29,0
1990	175	42,0	32,0
1991	137	35,1	29,4
1992	142	41,0	34,7
1993	173	38,7	33,0
1994	260	41,9	35,0
1995	324	44,7	29,2
1996	381	36,6	27,3
1997	487	35,7	27,5
1998	512	40,7	30,1
1999	723	43,3	34,6
2000	574	49,2	41,1
2001	439	57,2	40,5
Povprečje		42,0	33,7
Mediana		41,0	32,5

Vir: S.P. Pratt, Business Valuation Discounts and Premiums, 2001, str. 52.

Priloga 2: Empirične študije odbitkov za tržljivost na podlagi restriktivnih delnic

Tabela 2: Empirične študije odbitkov za tržljivost na podlagi restriktivnih delnic

Obdobje preučevanja	Studija	Število podjetij	Mediana v %	Povprečje v %
1997-1998	Columbia Financial Advisors Study	15	9	13
1996-4/97	Columbia Financial Advisors Study	23	14	21
1980-1997	FMV Restricted Stock Study	243	20	22
1980-1996	Management Planning Study	53	25	27
1991-1995	Johnson Study	72	n.p.	20
1979-1992	Hall/Polacek Study	100+	n.p.	23
1981-1988	Sillber Study	69	n.p.	34
1981-1984	Willamette Management Assoc.	33	31	n.p.
1978-1982	Stryker/Pittock Study	28	45	n.p.
1969-1973	Maher Study	34	53	35
1968-1972	Trout Study	60	n.p.	34
1969-1972	Moroney Study	146	33	36
1968-1970	Gelman Study	89	33	33
1966-1969	SEC Institutional Inventory Study	398	24	26
Povprečje			29	27

Vir: S.P. Pratt, Business Valuation Discounts and Premiums, 2001, str. 81.

Priloga 3: Empirične študije preučevanja odbitkov za tržljivost na podlagi analiz transakcij (nakupov in prodaj delnic) pred začetno javno ponudbo

Tabela 3: Empirične študije preučevanja odbitkov za tržljivost na podlagi analiz transakcij (nakupov in prodaj delnic) pred začetno javno ponudbo

Obdobje	Število prospektov*	Število transakcij (nakupi / prodaje)	Odbitek v %	
			Povprečje	Mediana
1995-1997	732	91	43	42
1994-1995	318	46	45	45
1992-1993	443	54	45	44
1990-1992	266	35	42	40
1989-1990	157	23	45	40
1987-1989	98	27	45	45
1985-1986	130	21	43	43
1980-1981	97	13	60	66
Vseh 8 študij	2.241	310	45	44

*Prospekt je dokument, ki ga izda podjetje pred začetno javno ponudbo svojih delnic in vsebuje vse relevantne podatke o podjetju, njegovih delnicah, prihodnjih ciljih, dotedanjih lastnikih, finančnih podatkih podjetja, pogojih ponudbe itd.

Vir: B. Praznik, Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij, 2004, str. 109.

Priloga 4: Osebna izkaznica matične družbe Luka Koper, d.d.

Tabela 4: Osebna izkaznica matične družbe Luka Koper, d.d.

Ime družbe	Luka Koper, pristaniški in logistični sistem, delniška družba
Skrajšano ime družbe	Luka Koper, d.d.
Sedež družbe	Vojkovo nabrežje 38, Koper
	Telefon: 05 66 56 100
	Faks: 05 63 95 020
	Elektronska pošta: portkoper@luka-kp.si
	Spletna stran: www.luka-kp.si
Vpis v sodni register	Okrožno sodišče v Kopru pod vložno številko 066/10032200
Matična številka	5144353
Davčna številka	SI 89190033
Osnovni kapital družbe	58.420.964,78 evrov
Število delnic	14.000.000 navadnih kosovnih delnic
Kotacija delnic	Ljubljanska borza, d.d., prva borzna kotacija
Oznaka delnice	LKPG
Predsednik uprave	Robert Časar
Predsednik nadzornega sveta	Boris Popovič
Število družb vključenih v konsolidacijo v skupini Luka Koper	8
Osnovna dejavnost Luke Koper, d.d.	Storitveno podjetje, pristaniški in logistični sistem
Dejavnost v skupini Luka Koper	Različne storitvene dejavnosti

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 19.

Priloga 5: Celoten konsolidiran izkaz poslovnega izida skupine Luka Koper od leta 2004 do leta 2007

Tabela 5: Celoten konsolidiran izkaz poslovnega izida skupine Luka Koper od leta 2004 do leta 2007

V EUR	2004	2005	2006	2007
Poslovni prihodki	75.133.267	92.609.272	105.688.276	122.221.811
<i>Rast poslovnih prihodkov</i>		23,26%	14,12%	15,64%
Čisti prihodki od prodaje	71.804.390	88.461.980	101.844.318	118.992.415
Prihodki od prodaje na domačem trgu	10.350.217	14.803.489	22.798.988	33.529.371
Prihodki od prodaje na tujem trgu	61.454.173	73.658.492	79.045.330	85.463.044
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proiz.	0	0	0	0
Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	935	0	3.212	1.059
Drugi poslovni prihodki	3.327.942	4.147.292	3.840.746	3.228.336
Stroški poslovanja	68.483.070	74.277.679	86.288.430	98.827.040
Stroški blaga, materiala in storitev	26.629.102	31.014.029	35.769.184	41.757.873
<i>Višina v % od čistih prihodkov od prodaje</i>	37,09%	35,06%	35,12%	35,09%
Stroški dela	22.890.874	23.741.608	26.812.055	30.857.201
<i>Višina v % od čistih prihodkov od prodaje</i>	31,88%	26,84%	26,33%	25,93%
Odpisi vrednosti	13.637.861	14.309.952	14.683.308	16.764.462
Amortizacija osnovnih sredstev	13.381.752	14.125.764	14.043.719	16.407.441
Amortizacija naložbenih nepremičnin	0	0	359.510	227.122
Prevrednotovalni poslovni odh. opredmetenih osnovnih sr.	0	12.694	153.247	103.202
Prevrednotovalni posl. odh. neopredmetenih dolgoročnih sr.	10.403	0	0	0
Prevrednotovalni posl. odh. pri obratnih sredstvih	245.706	171.495	126.832	26.697
Drugi poslovni odhodki	4.839.922	5.212.089	7.545.689	7.542.209
Rezervacije	485.311	0	1.478.194	1.905.295
Poslovni izid iz poslovanja	6.650.196	18.331.593	19.399.846	23.394.771
Finančni prihodki skupaj	18.617.697	9.428.038	6.098.404	14.080.376
Finančni prihodki iz deležev		6.509.760	3.630.912	11.915.087
Finančni prihodki iz danih posojil		1.741.241	2.006.658	1.426.678
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev		1.177.036	460.834	738.612
Finančni odhodki skupaj	3.634.418	3.465.202	2.091.674	3.798.898
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb		1.229.636	92.597	797.292
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti		1.000.000	1.234.368	2.306.406
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti		1.235.566	764.709	695.199
Celotni izid iz rednega delovanja	21.633.475	24.294.429	23.406.577	33.676.249
Drugi prihodki	510.637	0	0	0
Drugi odhodki	473.064	0	0	0
Celotni poslovni izid	21.671.048	24.294.429	23.406.577	33.676.249
Davek iz dobička	2.934.977	4.502.608	2.958.968	2.949.620
Odloženi davki	0	301.185	254.939	138.502
<i>Efektivna davčna stopnja</i>	13,5%	18,5%	12,6%	8,8%
Čisti poslovni izid iz obračunskega obdobja	18.736.071	20.093.002	20.702.547	30.865.130
Čisti dobiček manjšinskih lastnikov	-398.356	302.975	776.266	740.645
Čisti poslovni izid	18.337.715	19.790.027	19.926.281	30.124.485
Osnovni čisti dobiček na delnico	2,304	2,508	2,527	2,152
Popravljeni čisti dobiček na delnico	1,31	1,41	1,42	

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 110; Letno poročilo 2006, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2006, str. 79, 105; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 98, 111, 113.

Priloga 6: Celotna konsolidirana bilanca stanja skupine Luka Koper od 31. 12. 2004 do 31. 12. 2007

Tabela 6: Celotna konsolidirana bilanca stanja skupine Luka Koper od 31. 12. 2004 do 31. 12. 2007

V EUR	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Aktiva				
Sredstva	313.616.583	331.126.406	366.403.967	461.159.397
A. Dolgoročna sredstva	257.782.641	266.752.954	326.909.604	421.422.072
I. Neopredmetena dolgoročna sredstva	3.125.472	1.093.236	649.574	1.078.021
II. Opredmetena osnovna sredstva	152.787.268	147.942.714	163.279.886	242.250.356
1. Zemljišča in zgradbe	115.253.714	114.367.476	112.329.298	144.855.610
a) Zemljišča	1.776.577	1.776.577	1.944.012	25.542.200
b) Zgradbe	113.477.137	112.590.899	110.385.286	119.313.410
2. Proizvajalne naprave in stroji	26.132.941	30.322.033	40.846.324	55.599.638
3. Druge naprave in oprema	0	54.841	61.521	145.235
4. Opredmetena osnovna sredstva, ki se pridobivajo	11.400.613	3.198.364	10.042.743	41.649.873
III. Naložbene nepremičnine	0	8.023.773	7.853.163	3.732.466
IV. Dolgoročne finančne naložbe	101.859.014	109.681.531	154.108.158	172.998.339
1. Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil	0	100.989.146	136.916.508	161.381.206
2. Dolgoročna posojila	0	8.692.384	17.191.650	11.617.133
V. Dolgoročne poslovne terjatve	10.887	11.701	11.730	217.294
VI. Odložene terjatve za davek	0	0	1.007.093	1.145.596
B. Kratkoročna sredstva	55.720.493	64.294.888	39.403.369	39.538.187
I. Sredstva (skupina za odtujitev) za prodajo	0	0	125.092	103.865
II. Zaloge	6.718	4.152	4.397	9.688
III. Kratkoročne finančne naložbe	34.440.018	39.422.893	16.320.831	8.624.943
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	20.170.823	18.721.386	22.331.517	28.786.798
V. Denarna sredstva	1.102.934	6.146.457	621.532	2.012.893
C. Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	113.449	78.564	90.994	199.138
Zunajbilančna sredstva	17.519.546	9.331.293	19.849.816	14.899.609
Pasiva				
Obveznosti do virov sredstev	313.616.583	331.126.406	366.403.967	461.159.397
A. Kapital	253.763.887	270.936.930	294.887.189	340.663.798
Kapital-večinski lastnik	252.898.335	269.768.941	292.942.931	337.791.792
I. Vpoklicani kapital	58.420.965	58.420.965	58.420.965	58.420.965
II. Kapitalske rezerve	89.562.702	89.562.702	89.562.703	89.562.703
III. Rezerve iz dobička	84.696.144	92.599.896	101.294.487	114.597.316
IV. Presežek iz prevrednotenja	5.256.259	7.614.922	20.188.925	44.598.950
V. Preneseni čisti poslovni izid	6.237.527	10.520.581	13.530.245	13.025.799
VI. Čisti poslovni izid poslovnega leta	8.724.737	11.049.875	9.945.606	17.586.058
Kapital-manjšinski lastnik	865.548	1.163.817	1.944.258	2.872.006
B. Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	5.550.071	8.105.917	10.080.972	11.718.551
C. Dolgoročne obveznosti	16.562.769	36.291.896	45.323.711	17.926.907
I. Dolgoročne finančne obveznosti	16.459.477	34.439.939	33.280.071	6.622.990
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	103.292	64.614	6.013.183	154.180
III. Odložene obveznosti za davek	0	1.787.344	6.030.458	11.149.737
Č. Kratkoročne obveznosti	36.770.255	14.848.289	15.249.933	90.487.510
I. Obveznosti, vključene v skupino za odtujitev	0	0	0	0
II. Kratkoročne finančne obveznosti	17.861.647	1.536.146	2.250.797	52.014.429
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	18.908.609	13.312.143	12.999.136	38.473.081
D. Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	969.600	943.373	862.161	362.631
Zunajbilančne obveznosti	17.519.546	9.331.293	19.849.816	14.899.609

Vir: Letno poročilo 2005, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2005, str. 111, 112; Letno poročilo 2006, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2006, str. 81, 110; Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 99, 117.

Priloga 7: Poslovni izid skupine Luka Koper za leto 2007 in napoved poslovnega izida za obdobje 2008–2013

Tabela 7: Poslovni izid skupine Luka Koper za leto 2007 in napoved poslovnega izida za obdobje 2008–2013

EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Poslovni prihodki	122.221.811	128.332.902	142.449.521	168.090.434	203.389.426	239.999.522	275.999.451
Razl. poslovnih prihodkov	15,64%	5,00%	11,00%	18,00%	21,00%	18,00%	15,00%
Čisti prihodki od prodaje	118.992.415	124.942.036	138.685.660	163.649.078	198.015.385	233.658.154	268.706.877
Sprememba vrednosti na log proizvodov in ne dokončane proiz.	0						
Urejeni lastni proizvodi in lastne storitve	1.059						
Druge poslovni prihodki	3.228.336	3.390.866	3.763.861	4.441.356	5.374.041	6.341.368	7.292.573
Stroški poslovanja	98.837.040	120.266.524	133.424.633	151.284.880	171.732.833	192.940.280	213.794.271
Stroški bлага, materiala in storitev	41.737.873	43.854.655	48.678.667	57.440.827	69.503.400	82.014.012	94.316.114
Vrščina v % od čistih prihodkov od prodaje	35,09%	35,10%	35,10%	35,10%	35,10%	35,10%	35,10%
Stroški dela	30.857.201	31.735.277	34.532.729	39.930.375	48.315.754	57.012.590	65.564.478
Vrščina v % od čistih prihodkov od prodaje	25,93%	25,40%	24,90%	24,40%	24,40%	24,40%	24,40%
Odpisi vrednosti	16.764.462	33.946.913	37.983.432	39.928.684	39.928.684	39.928.684	39.928.684
Amortizacija osnovnih sredstev	16.407.441	33.605.235	37.641.734	39.587.006	39.587.006	39.587.006	39.587.006
Amortizacija nabavih nepremičnin	227.122	198.995	198.995	198.995	198.995	198.995	198.995
Previdnотovna skupna poslovn. odh. opr. rednih osnovnih sr.	103.202						
Previdnотovna skupna poslovn. odh. neopredmetnih dolgoročnih sr.	0						
Previdnотovna skupna poslovn. odh. pri obratnih sredstvih	26.697	142.682	142.682	142.682	142.682	142.682	142.682
Druge poslovni odhodki	7.542.209	8.834.385	10.524.530	12.079.700	12.079.700	12.079.700	12.079.700
Rezervacije	1.905.295	1.905.295	1.905.295	1.905.295	1.905.295	1.905.295	1.905.295
Poslovni izid iz poslovanja	23.394.771	8.066.377	9.024.868	16.805.554	31.656.593	47.059.242	62.205.180
Finančni prihodki skupaj	14.080.376						
Finančni prihodki iz deležev	11.915.087						
Finančni prihodki iz davčnih posojil	1.426.678						
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	738.612						
Finančni odhodki skupaj	3.798.898						
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	797.292						
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	2.306.406						
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	695.199						
Celotni izid iz rednega delovanja	33.676.249						
Druge prihodki	0						
Druge odhodki	0						
Celotni poslovni izid	33.676.249						
Davek iz dobička	2.949.620						
Odloženi davki	138.502						
Skupna davčna stopnja	8,8%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Čisti poslovni izid iz obratnega obdobja	30.865.130	6.533.766	7.310.143	13.612.499	25.641.840	38.117.986	50.386.196
Čisti dobiček manjših delničarjev	740.645						
Čisti poslovni izid	30.124.485						
Osnovni čisti dobiček na delnico	2,152						

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 98; Lastni izračuni

Priloga 8: Bilanca stanja skupine Luka Koper na dan 31. 12. 2007 ter napoved bilance stanja od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2013

Tabela 8: Bilanca stanja skupine Luka Koper na dan 31. 12. 2007 ter napoved bilance stanja od 31. 12. 2008 do 31. 12. 2013

EUR	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Aktiva							
Sredstva	461.139.397	382.751.686	623.662.683	645.528.765	703.146.510	744.620.744	790.600.373
A. Dolgoročna sredstva	421.422.072	530.682.105	573.065.448	593.524.029	593.586.785	593.651.873	593.715.876
I. Neopredmetna dolgoročna sredstva	1.078.021	1.078.021	1.078.021	1.078.021	1.078.021	1.078.021	1.078.021
II. Opredmetna osnovna sredstva	242.250.356	352.645.121	395.003.366	415.416.360	415.416.360	415.416.360	415.416.360
III. Naložbene reprenzije	3.732.466	3.732.466	3.732.466	3.732.466	3.732.466	3.732.466	3.732.466
IV. Dolgoročne finančne naložbe	172.998.339	172.998.339	172.998.339	172.998.339	172.998.339	172.998.339	172.998.339
V. Dolgoročne poslovne terjatve	217.294	228.159	253.256	298.842	361.599	426.687	490.690
<i>Višina v % od čistih prihodkov od prodaje</i>	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%
VI. Odložene terjatve za davek	1.145.596	0	0	0	0	0	0
B. Kratkoročna sredstva	39.538.187	51.912.307	50.422.661	51.798.740	109.310.469	150.674.749	196.546.256
I. Sredstva (skupina za odtujitev) za prodajo	103.865	0	0	0	0	0	0
II. Zaloge	9.688	8.280	9.191	10.846	13.123	15.485	17.808
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	0,008%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%
III. Kratkoročne finančne naložbe	8.624.943	20.000.000	15.000.000	10.000.000	58.733.994	90.994.508	127.913.980
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	28.786.798	29.790.489	33.067.443	39.019.582	47.213.695	55.712.160	64.068.984
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	24,2%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
V. Denarna sredstva	2.012.893	2.113.538	2.346.027	2.768.312	3.349.657	3.952.595	4.545.485
C. Kratkoročne aktivne časovne raznejitve	199.138	157.273	174.573	205.997	249.256	294.122	338.240
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	0,17%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Pasiva							
Obveznosti do virov sredstev	461.139.397	382.751.686	623.662.683	645.528.765	703.146.510	744.620.744	790.600.373
A. Kapital	340.663.798	347.197.564	354.507.707	368.120.205	393.762.046	431.880.032	482.266.227
B. Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne raznejitve	11.718.551	12.494.204	13.868.566	16.364.908	19.801.538	23.365.815	26.870.688
<i>Višina v % od čistih prihodkov od prodaje</i>	9,8%	10%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
C. Dolgoročne obveznosti	17.926.907	130.336.399	158.154.234	155.872.105	173.299.935	161.567.750	142.324.224
Č. Kratkoročne obveznosti	90.487.510	92.411.164	96.854.805	104.926.073	116.037.518	127.561.674	138.893.760
I. Obveznosti vključene v skupino za odtujitev	0	0	0	0	0	0	0
II. Kratkoročne finančne obveznosti	52.014.429	52.014.429	52.014.429	52.014.429	52.014.429	52.014.429	52.014.429
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	38.473.081	40.396.735	44.840.376	52.911.644	64.023.089	75.547.245	86.879.331
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%
D. Kratkoročne pasivne časovne raznejitve	362.631	312.555	277.371	245.474	245.474	245.474	245.474
<i>Višina v % od čistih prih. od prodaje</i>	0,30%	0,25%	0,20%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%

Vir: Letno poročilo 2007, skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d., 2007, str. 99; Lastni izračuni.

Priloga 9: Zahtevana donosnost kapitala oziroma WACC (diskontna stopnja)

Tabela 9: Zahtevana donosnost kapitala oziroma WACC (diskontna stopnja)

	Vrednost 2007	Vrednost 2008	Vir
WACC	10,346%	9,961%	
Strošek dolga	4,403%	3,909%	
Nominalna obrestna mera	4,826%	4,826%	Letno poročilo skupine za leto 2007
Efektivna davčna stopnja	8,759%	19,000%	Letno poročilo skupine za leto 2007
Strošek lastniškega kapitala	10,633%	10,633%	
Netvegana stopnja donosa	4,500%	4,500%	http://www.bloomberg.com/markets/rates/
Tržna premija za tveganje	4,790%	4,790%	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Nezadolžena beta	0,876	0,876	Damodaran (primerljiva podjetja)
Zadolžena beta	0,915	0,915	Izračun s Hamadovo enačbo
Premija za državno tveganje	0,750%	0,750%	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Premija za majhnost podjetja	1,000%	1,000%	Ibbotson
Struktura kapitala			
Delež dolga	0,046	0,100	Lastni izračun
Delež lastniškega kapitala	0,954	0,900	Lastni izračun

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 10: Izračun ocene vrednosti podjetja iz poslovanja

Tabela 10: Sedanja vrednost prostih denarnih tokov v letu 2007 in obdobju eksplicitnega napovedovanja (2008–2013)

V EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti posl. izid iz poslovanja po davkih	21.336.031	6.533.766	7.310.143	13.612.499	25.641.840	38.117.986	50.386.196
Neto investicije v poslovanje	-61.956.131	-109.582.450	-41.477.242	-18.781.126	2.290.451	2.375.524	2.335.932
Neto investicije v obratni kapital	17.014.338	812.315	881.003	1.631.868	2.290.451	2.375.524	2.335.932
Neto investicije v osnovna sredstva	-78.970.470	-110.394.765	-42.358.246	-20.412.994	0	0	0
PROSTI DENARNI TOK	-40.620.100	-103.048.684	-34.167.099	-5.168.627	27.932.291	40.493.510	52.722.128
WACC	10,346%	9,961%	9,961%	9,961%	9,961%	9,961%	9,961%
Diskontni faktor	1,00	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,57
Sedanja vrednost	-40.620.100	-93.713.990	-28.257.392	-3.887.417	19.105.327	25.188.095	29.823.926
Sedanja vrednost skupaj	-92.361.551						

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 11: Sedanja vrednost prostih denarnih tokov v obdobju visoke rasti (2014–2016)

V EUR	2007	2014	2015	2016
PROSTI DENARNI TOK		60.630.447	69.725.014	80.183.767
Diskontni faktor		0,51	0,47	0,43
Sedanja vrednost		31.190.665	32.620.038	34.114.914
Sedanja vrednost skupaj	97.925.616			

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 12: Sedanja vrednost preostale vrednosti

V EUR	2007	2016
Preostala vrednost		1.697.153.720
Diskontni faktor		0,43
Sedanja vrednost skupaj	722.069.506	

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 13: Ocenjena vrednost podjetja iz poslovanja

V EUR	Vrednost sedanjih vrednosti
Vrednost podjetja iz poslovanja	727.633.571

Vir: Lastni izračuni.

Priloga 11: *Vpliv države na prihodnji razvoj in poslovanje Luke Koper*

Država ima kot večinska lastnica Luke Koper največji vpliv pri odločitvah, pomembnih za prihodnji razvoj in poslovanje tega podjetja. Slovenska vlada želi zagotoviti hitrejši razvoj našim nosilnim podjetjem s področja logistike (Luki Koper, Interevropi in Slovenskim železnicam). V ta namen je v preteklosti že iskala tujega strateškega partnerja, ki bi finančno in poslovno podprl hitrejši razvoj. Luko Koper je nameravala prodati skupaj z Interevropo in Slovenskimi Železnicami.

Po mojem mnenju politika prodaje Luke Koper skupaj z omenjenima logističnima podjetjema tako za Luko Koper, kot tudi za slovensko gospodarstvo ni primerna in tudi ni potrebna. Še več, menim, da bi prodaja tega logističnega trojčka tujemu vlagatelju lahko predstavljala omejitev pri nadaljnjem razvoju vseh treh podjetij. To pa bi bilo v nasprotju z željenimi cilji naše vlade kot tudi s cilji omenjenih podjetij.

Slovenija ima zelo dobro geografsko in prometno tranzitno pozicijo, ki povezuje Slovenijo in južno Evropo s svetom, zato lahko naša logistična podjetja svoje storitve dobro tržijo. Dokaz za to sta Luka Koper in Interevropa, ki se lahko pohvalita z dolgoletnim uspešnim poslovanjem. Tako za razvoj Luke Koper ni potreben tuj denar, saj sama ustvarja dovolj sredstev. Seveda je tu potrebno izpostaviti vlogo države kot večinske lastnice, ki lahko s slabo gospodarnostjo preko dividendne politike Luko Koper izčrpa. V primerjavi z Luko Koper in Interevropo pa Slovenske železnice ne poslujejo uspešno, kar je predvsem posledica neuresničenih projektov modernizacije in razvoja železniške infrastrukture. Sanacija in razvoj Slovenskih železnic pa ne bi smela biti razloga za prodajo treh za Slovenijo tako pomembnih podjetij.

Luka Koper velja za sodobno in učinkovito pristanišče, ki je konkurenčno večjim tujim pristaniščem. Glede na njen uspešen razvoj in poslovanje, bi jo bilo nesmotrno prodati tujcem, ki naj bi poskrbeli za večji promet. Dejstvo pa je, da bi tujci najprej poskrbeli za svoje interese, kar bi lahko škodilo nadaljnjemu razvoju Luke Koper. Dokler je to podjetje v lasti Slovenije, ima naša vlada največji vpliv glede odločitev, pomembnih za njegov razvoj.

Menim torej, da bi morala ta podjetja ostati v lasti Slovenije, saj so za naše gospodarstvo zelo pomembna. Vlada bi morala najti način za sanacijo Slovenskih železnic in ne prepustiti razvoja podjetij, ki predstavljajo steber slovenskega gospodarstva, tujcem.