

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**METODE VREDNOTENJA PODJETIJ NA PRIMERU
SKUPINE GORENJE**

Ljubljana, januar 2008

PETRA MOVRIN MEŠANOVIĆ

IZJAVA

Študentka Petra Movrin Mešanović izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Berk Skok Aleša, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 14. 01. 2008

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	IZHODIŠČA VREDNOTENJA	2
3	METODOLOGIJA IN NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA	3
3.1	NA SREDSTVIH ZASNOVANI NAČIN.....	3
3.1.1	<i>Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti</i>	3
3.1.2	<i>Metoda presežnih donosov</i>	4
3.2	NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN.....	4
3.2.1	<i>Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF–metoda)</i>	4
3.2.2	<i>Metoda kapitalizacije (uglavničenja)</i>	5
3.3	NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV.....	6
3.3.1	<i>Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi</i>	6
3.3.2	<i>Metoda primerljivih kupo–prodaj podjetij</i>	7
3.4	PRIBITKI IN ODBITKI	7
4	METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	13
4.1	ČISTI DENARNI TOK.....	13
4.2	SEDANJA VREDNOST	14
4.3	PREOSTALA VREDNOST.....	14
4.4	VREDNOST LASTNIŠKEGA KAPITALA.....	15
4.5	DISKONTNA STOPNJA	15
5	METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ, UVRŠČENIH NA BORZI	18
5.1	IZBOR PRIMERLJIVIH PODJETIJ	18
5.2	ČASOVNO OBDOBJE.....	18
5.3	MNOGOKRATNIKI	18
5.4	IZBOR MNOGOKRATNIKOV IZ VZORCA PRIMERLJIVIH PODJETIJ	21
6	GLAVNE PREDNOSTI IZ SLABOSTI IZBRANIH METOD	21
6.1	PREDNOSTI.....	21
6.2	SLABOSTI	22
7	PREDSTAVITEV PODJETJA IN FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA	22
7.1	PREDSTAVITEV SKUPINE GORENJE	22
7.2	ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA.....	27
7.2.1	<i>Gospodarska gibanja v Evropi in v svetu</i>	27
7.2.2	<i>Gospodarska gibanja v Sloveniji</i>	28
7.3	FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA	29
7.3.1	<i>Analiza izkaza uspeha</i>	30
7.3.2	<i>Analiza bilance stanja</i>	32
8	NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI IZBRANEGA PODJETJA	34
8.1	NAPOVED DENARNEGA TOKA.....	35
8.2	NAPOVEDI ZA OBDOBJE 01.07.2007–2014.....	35
8.3	IZRAČUN PREOSTALE VREDNOSTI	36
8.4	DOLOČITEV DISKONTNE STOPNJE	37
8.5	IZRAČUN OCENE VREDNOSTI.....	39
9	NA TRŽNIH PRIMERJAVAH ZASNOVAN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI	39
9.1	PREDSTAVITEV PRIMERLJIVIH PODJETIJ.....	39
9.2	IZBOR MNOGOKRATNIKOV.....	41
9.3	IZRAČUN OCENE VREDNOSTI PODJETJA.....	41

10	KONČNA OCENA VREDNOSTI	42
10.1	ODBITKI IN PRIBITKI.....	42
10.2	IZRAČUN OCENE VREDNOSTI PODJETJA.....	42
11	SKLEP	43
	LITERATURA	45
	VIRI	45

1 UVOD

Vrednotenje podjetja je določanje vrednosti podjetja na podlagi njegovih finančnih podatkov iz preteklih obdobj. Pri vrednotenju je potrebno definirati prihodnje denarne tokove, ki jih podjetje lahko ustvari. Najpomembnejši elementi pri vrednotenju so torej denarni tok, čas in tveganje. V zadnjem času je vrednotenje postalo zelo razširjeno tako v državah z razvitim trgom kapitala kot tudi v Sloveniji. Razloge za to gre iskati predvsem v spremenjenem načinu varčevanja gospodinjestev (investiranje v deleže podjetij z nakupom delnic), v povečani vlogi delniških opcij, in čedalje večji nesolventnosti pokojninskih skladov (Copeland et al., 2000, str. 4).

V okviru vrednotenja je stroka razvila več metod ocenjevanja vrednosti podjetja. Nekatere so zelo zahtevne in druge malo manj. Za katero metodo se bo analitik odločil, je odvisno od namena vrednotenja, časa in podatkov, ki so mu na voljo. Pri ocenjevanju vrednosti podjetij so se uveljavili trije načini ocenjevanja vrednosti, in sicer: na sredstvih zasnovan način, na donosu zasnovan način in način tržnih primerjav. Znotraj posameznih načinov se uporabljajo različne metode in postopki ocenjevanja vrednosti. Če se za vrednotenje uporabi na sredstvih zasnovan način vrednotenja, se v njegovem okviru uporabljata metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti in metoda presežnih donosov. V okviru na donosu zasnovanega načina se uporabljata metoda diskontiranih denarnih tokov in metoda uglavničenja oziroma kapitalizacije. Pri načinu tržnih primerjav, ki je po mnenju strokovnjakov najpogosteje uporabljan način vrednotenja podjetij, pa se uporabljata metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, in metoda primerljivih kupoprodaj podjetij.

Namen diplomskega dela je preučiti in predstaviti načine, metode in nekatere postopke vrednotenja podjetij, in v tem okviru kot najprimernejši metodi, podrobneje predstaviti metodo diskontiranih denarnih tokov ter metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, ter ta teoretična spoznanja aplicirati na primeru Skupine Gorenje. Za Skupino Gorenje sem se odločila zaradi transparentnosti družbe, dostopnosti podatkov in njenih dosedanjih poslovnih rezultatov. Za potrebe aplikacije teoretičnih spoznanj o vrednotenju podjetij sem se odločila za skupino in ne zgolj za krovno družbo Gorenje, d.d., saj je skupina, kot taka, večja in je, posebno v primeru metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, bolj primerljiva z ostalimi podjetji, ki se ukvarjajo z isto dejavnostjo.

Diplomsko delo temelji izključno na javno dostopnih podatkih. To je tudi razlog možnega razlikovanja rezultata, dobljenega z izdelavo diplomskega dela, od tistega, ki bi ga dobila, če bili na voljo vsi relevantni podatki.

Diplomsko delo je sestavljeno iz treh delov. V prvem, teoretičnem delu, so predstavljeni metodologija in načini ocenjevanja vrednosti podjetja, opisane so tri metode vrednotenja, in sicer na sredstvih zasnovan način, na donosu zasnovan način in način tržnih primerjav. V zadnji točki teoretičnega dela so obravnavani pribitki in odbitki, ki jih je pri vrednotenju podjetja nujno potrebno upoštevati, saj predstavljajo enega izmed ključnih elementov vrednotenja.

V drugem delu diplomskega dela sta zaradi aplikacije na praktičnem primeru bolj podrobno obravnavani metoda diskontiranih denarnih tokov in metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi. Drugi del diplomskega dela se zaključuje s pregledom glavnih prednosti in slabosti obeh izbranih metod.

V tretjem, praktičnem delu, je na kratko predstavljeno izbrano podjetje, sledi krajša analiza makroekonomskega okolja, ki lahko pomembno vpliva na končno oceno vrednosti podjetja. V nadaljevanju je prikazana finančna analiza preteklega poslovanja preučevanega podjetja za obdobje 31. 12.

2002–30. 06. 2007, ki zajema analizo izkaza poslovnega izida in bilance stanja. Nato sledi praktičen prikaz ocenjevanja vrednosti Skupine Gorenje z uporabo izbranih dveh metod ter vsemi specifikami, ki so zanj značilne. Zadnji del pa se zaključuje s predstavitvijo končne ocene vrednosti izbranega podjetja ter s ključnimi ugotovitvami diplomskega dela.

2 IZHODIŠČA VREDNOTENJA

Ob začetku ocenjevanja vrednosti podjetja je potrebno natančno opredeliti vse ključne elemente projekta. Ti elementi so sledeči (Praznik, 2004, str. 25):

- naziv naročnika in izvajalca projekta,
- datum začetka opravljanja ocenjevanja vrednosti (običajno je to datum podpisa pogodbe),
- predmet ocenjevanja vrednosti,
- standard (vrsta) vrednosti (običajno uporabljene vrste vrednosti so: poštena tržna vrednost, poštena vrednost, vrednost za naložbenika, notranja vrednost in tržna vrednost),
- datum ocenjevanja vrednosti (ocena vrednosti velja izključno za opredeljeni datum),
- namen ocenjevanja vrednosti (namen ocenjevanja vrednosti običajno določa, kateri standard vrednosti bo ocenjevalec uporabil),
- pooblastila in obveznosti ocenjevalca,
- predpostavke in omejevalne okoliščine,
- obseg aktivnosti,
- časovni potek aktivnosti,
- cena izvedbe ocenjevanja vrednosti,
- zavarovanja,
- reševanje sporov.

Analitiki pri ocenjevanju vrednosti podjetja, med drugim tudi zaradi različnih namenov vrednotenja podjetja, uporabljajo več različnih modelov vrednotenja. V splošnem se je metodologija ocenjevanja vrednosti podjetij uveljavila na treh hierarhičnih ravneh (Praznik, 2004, str. 39):

- načini ocenjevanja vrednosti (predstavljajo najširšo kategorijo metodologije ocenjevanja vrednosti),
- metode ocenjevanja vrednosti (to so različni postopki ocenjevanja vrednosti v okviru posameznega načina ocenjevanja vrednosti),
- postopki ocenjevanja vrednosti (zajemajo tehnike ocenjevanja vrednosti v okviru posameznih metod ocenjevanja vrednosti).

V teoriji in praksi so poznani predvsem trije načini ocenjevanja vrednosti (Pratt, 2000, str. 45):

- na sredstvih zasnovan način (*ang. Asset-based approach*),
- na donosu zasnovan način (*ang. Income approach*),
- način tržnih primerjav (*ang. Market approach*).

Za kateri način, metodo in postopek se analitik odloči, je odvisno predvsem od namena vrednotenja. Obstaja namreč veliko namenov vrednotenja, ki se med seboj razlikujejo. Vrednotenje se lahko izvede za namen prodaje podjetja ali deleža v podjetju, za namen nakupa podjetja oz. deleža v podjetju, združevanje podjetij, izdaje delnic, vstop podjetja na borzo, likvidacije podjetja, privatizacije podjetja, za najem kredita, za zavarovanje kredita, za zavarovanje premoženja, za namen dokapitalizacije podjetja in drugi.

3 METODOLOGIJA IN NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

3.1 Na sredstvih zasnovani način

Na sredstvih zasnovani način se pri ocenjevanju vrednosti podjetij, lastniških deležev ali posameznih vrednostnih papirjev osredotoča na posamezna (obstoječa) sredstva podjetja, njegovo premoženje in na njegove posamezne poslovne enote.

Najpogosteje se na sredstvih zasnovani način ocenjevanja vrednosti uporablja v primeru ocenjevanja vrednosti podjetij, ki imajo značaj holdingov, za podjetja, kjer se ocenjuje obvladujoč delež v njegovem lastniškem kapitalu, ali za podjetja, za katera je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja (Marjanovič, 2007, str. 8). Vendar pa se v določenih primerih po tem načinu ocenjuje tudi manjšinske deleže v podjetjih.

Pri na sredstvih zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti se predpostavlja, da je vrednost sredstva določena s stroškom reprodukcije ali nadomestitve sredstva, zmanjšanim za vrednost fizičnega, funkcionalnega ali ekonomskega zastaranja oziroma poslabšanja. Pri ocenjevanju lahko uporabimo dve različni predpostavki:

- predpostavka likvidacije podjetja in
- predpostavka delujočega podjetja (*ang. Going concern*).

Pri predpostavki delujočega podjetja je potrebno pri ocenjevanju vrednosti sredstev izhajati iz njihove najbolj ekonomične uporabe. Ker pa so ocenjevalci vrednosti podjetij specializirani za vrednotenje podjetij, po navadi ob uporabi na sredstvih temelječega načina vrednotenja sodelujejo tudi z ocenjevalci vrednosti sredstev, kot so na primer ocenjevalci vrednosti nepremičnin, strojev, opreme in drugi. Pri ocenjevanju vrednosti sredstev se uporabljajo trije osnovni načini ocenjevanja, in sicer na donosu zasnovan način, način tržnih primerjav in nabavno-vrednostni (imenovan tudi stroškovni) način.

V okviru na sredstvih zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti poznamo dve osnovni metode ocenjevanja vrednosti, in sicer:

- **metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti** (oziroma metoda čiste vrednosti sredstev; *ang. Asset Accumulation Method*), ki se uporablja bodisi ob predpostavki poslujočega podjetja bodisi ob predpostavki likvidacije podjetja, če ocenjujemo obvladujoči delež v lastniškem kapitalu in je vprašljiva predpostavka poslujočega podjetja;
- **metoda presežnih donosov** (*ang. The Capitalized Excess Earnings Method*).

3.1.1 Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti

Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti se lahko za delujoča podjetja uporablja le v primerih, ko so za to izpolnjeni sledeči pogoji:

- podjetje ima pomemben delež opredmetenih sredstev v celotnih sredstvih,
- obstaja nič ali zelo malo dodane vrednosti proizvodom ali storitvam s strani faktorja delo (podjetja v delovno intenzivnih dejavnostih običajno niso primerna za uporabo te metode),
- delež neopredmetenih osnovnih sredstev je nepomemben (za nekatera podjetja je ta metoda primerna, kljub pomembnemu deležu neopredmetenih osnovnih sredstev (to so npr. podjetja, ki izkoriščajo naravne vire in imajo pravice do uporabe teh virov),
- bilanca stanja odraža vsa opredmetena osnovna sredstva podjetja.

Podjetja, za katera je uporaba metode prilagojenih knjigovodskih vrednosti primerna, so holdingi in druge investicijske družbe, družbe, ki trgujejo z nepremičninami, podjetja, ki izkoriščajo naravne vire, kot so olje, plin, les, itd. in za novoustanovljena podjetja.

Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki likvidacije podjetja se lahko uporabi le pri ocenjevanju obvladujočega deleža, torej kadar ima obvladujoči lastnik možnost odločanja o likvidaciji podjetja in razprodaji premoženja. Za ocenjevanje manjšinskega lastniškega deleža predpostavke likvidacije ne moremo uporabiti.

3.1.2 Metoda presežnih donosov

Ta metoda se uporablja le v primerih, ko ni mogoče uporabiti nobene druge metode. Podobna je metodi neto sredstev. Vrednost se razlikuje le v dodani vrednosti neopredmetenih osnovnih sredstev, ki so osnova za presežne donose. Metodo presežnih donosov lahko uporabimo v naslednjih primerih:

- podjetje ima zgodovino poslovanja in večina njegove vrednosti izvira iz donosov,
- tekoči donosi predstavljajo osnovo za oceno bodočih donosov,
- na razpolago so zadostni, zanesljivi in primerni podatki, da je moč sprejemljivo oceniti pričakovane normalne donose.

3.2 Na donosu zasnovan način

Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti podjetja v ekonomski teoriji velja za najprimernejši način določanja vrednosti podjetja, določenega lastniškega deleža ali posameznega vrednostnega papirja. V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti se uporabljata metoda diskontiranih prihodnjih denarnih tokov (*ang. Discounted cash flow method*; v nadaljevanju DCF–metoda) in metoda kapitalizacije oziroma uglavnitvenja (*ang. Capitalization method*). Obe se lahko uporabljata za ocenjevanje vrednosti večinskega ali manjšinskega deleža. Pri tem je, seveda, glede na izbrano stališče, potrebno upoštevati tudi pribitek oziroma odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

3.2.1 Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF–metoda)

Metoda diskontiranega denarnega toka temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih ta naložba prinaša lastniku. Pri tem se vsak prihodnji donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, ki pa je povezana z verjetnostjo uresničitve pričakovanega donosa določene naložbe. DCF–metoda predpostavlja neprekinjeno poslovanje podjetja v prihodnosti, kljub temu da je dejanska prihodnost negotova. Prihodnje obdobje analitiki razdelijo na dva dela, in sicer na omejeno časovno obdobje v prihodnosti (tudi obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov), ki v praksi znaša od 5 do 10 let, in na obdobje do konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost to obdobje se označi s t.i. preostalim obdobjem (Pratt, 2000, str. 153–159).

Pri tej metodi je potrebno narediti projekcijo zneskov pričakovanih donosov v določenem časovnem obdobju in določiti diskontno stopnjo, ki bo izražala strošek kapitala. Prosti denarni tok, ki pripada lastnikom in dolžniškim upnikom podjetja, je diskontiran s tehtanim povprečjem stroškov kapitala (WACC). Takšna opredelitev diskontne stopnje zahteva ločen izračun stroška lastniškega kapitala in stroška dolga.

Izračun stroška lastniškega kapitala temelji na modelu dograjevanja (prilagojen CAPM-model), ki najprej predpostavlja, da je podjetje, ki je predmet vrednotenja, veliko in tržno podjetje, uvrščeno na borzi na razvitem trgu kapitala, nato pa se tako prvotno opredeljenemu osnovnemu modelu doda še prilagoditev za državno tveganje in tveganja, ki so specifična podjetju (npr.: velikost, produktna/storitvena diverzifikacija, geografska diverzifikacija).

3.2.2 Metoda kapitalizacije (uglavničenja)

Metoda kapitalizacije (v nadaljevanju tudi metoda uglavničenja) je po svojem bistvu krajša različica metode diskontiranega denarnega toka. Ocenjevanje vrednosti podjetja po tej metodi temelji na normaliziranem donosu, za katerega se predpostavlja, da raste po neki povprečni stopnji v neskončnost.

V okviru metode kapitalizacije se za potrebe vrednotenja podjetja lahko uporabita dva postopka, in sicer postopek kapitalizacije normaliziranega donosa ob upoštevanju celotnega kapitala in postopek kapitalizacije normaliziranega donosa ob upoštevanju lastniškega kapitala. Pri uporabi metode kapitalizacije za ocenjevanje vrednosti lastniškega kapitala so tako osnova za njeno uporabo le donosi, ki so razpoložljivi za imetnike navadnih delnic. Možno pa je postopek vrednotenja izvesti tudi s kapitalizacijo donosa, ki je razpoložljiv za vse naložbenike, od katerega se potem odšteje delež imetnikov prednostnih delnic in vrednost dolga. Mera kapitalizacije mora pri tem izvirati iz stroška lastniškega kapitala. Pri uporabi metode kapitalizacije za ocenjevanje vrednosti celotnega kapitala so osnova za njeno uporabo donosi, ki so na voljo za vse naložbenike. Mera kapitalizacije mora izražati tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC¹) (Pratt, 2000, str. 204–222). Z metodo kapitalizacije dobimo vrednost tako, da donos delimo s stopnjo kapitalizacije. Slednjo izračunamo na sledeč način:

$$c = d - g \tag{2.1}$$

Pri čemer je:

- c stopnja kapitalizacije (uglavničenja),
- d diskontna stopnja,
- g pričakovana konstantna stopnja rasti v neskončnost.

V nadaljevanju je prikazana formula za izračun sedanje vrednosti z metodo kapitalizacije, to je formula Gordonovega modela rasti (Damodaran, 2002, str. 305–317):

$$PV = \frac{NDT_0(1 + g)}{d - g} \tag{2.2}$$

Pri čemer je:

- PV sedanja vrednost,
- NDT_0 čisti denarni tok v obdobju, ki je neposredno pred datumom ocenjevanja vrednosti²,
- d diskontna stopnja,

¹ Ang. *Weighted Average Costs of Capital*; formula za izračun je prikazana v nadaljevanju diplomskega dela.

² NDT_0 mora pri tem predstavljati normaliziran denarni tok obdobja, ki je pred datumom ocenjevanja vrednosti podjetja.

g pričakovana dolgoročna konstantna stopnja rasti čistega denarnega toka.

3.3 Način tržnih primerjav

Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti primerja preučevano podjetje z drugimi podobnimi podjetji, z lastniškim kapitalom drugih podjetij in z nepremičninami, ki so bile prodane na (odprtem) trgu kapitala. Trije največkrat uporabljeni viri podatkov pri tržnem pristopu so (Pratt, 2000, str. 260–278):

- podatki o prodaji delnic podobnih podjetij,
- podatki o kupo–prodaji celotnih podjetij in
- podatki o cenah preteklih prodaj delnic/deležev vrednotenega podjetja.

Pri tržnem pristopu morajo biti razpoložljivi vsi potrebni podatki o podobnih podjetjih, da se lahko zanesemo na kvalitetno primerjavo. Takšno podjetje mora obstajati v isti panogi kot vrednoteno podjetje ali pa v panogi, ki ima enake ekonomske kazalnike. Primerjava mora biti izdelana na osnovi pomembnih podatkov in ne sme biti zavajajoča. Analitiki ta način ocenjevanja vrednosti uporabljajo tudi kot dopolnilni način k na donosu zasnovanem načinu vrednotenja podjetja. Vendar tudi kot samostojen način ocenjevanja vrednosti podjetja velja za zelo priljubljenega.

Najpomembnejši korak pri načinu tržnih primerjav je izbira primerljivih podjetij. Pri tem je potrebno upoštevati, da imajo primerljiva podjetja podobne značilnosti, ki so povezane s stopnjo tveganja. Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti zahteva od analitika iskanje primerljivih prodaj ter skrbno analizo in prilagoditve primerljivih podatkov (podatke je potrebno poiskati, analizirati, ustrezno prilagoditi ter izračunati mnogokratnike, s katerimi se pomnoži ustrezno spremenljivko ocenjevanja vrednosti). V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti so se razvile naslednje metode ocenjevanja vrednosti:

- **metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo**, kjer se za postopek privzame uporaba različnih tržnih mnogokratnikov in
- **metoda primerljivih kupo–prodaj podjetij**, kjer se za postopek prav tako privzame uporaba različnih tržnih mnogokratnikov.

3.3.1 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Pri uporabi načina tržnih primerjav dobimo podatke, ki dajejo empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega podjetja. Pri tem je pomembno to, da gre za kupo–prodaje med nepovezanimi osebami. Najpomembnejši korak pri načinu tržnih primerjav je, kot rečeno, izbira primerljivih podjetij. Analitiki izbirajo primerljiva podjetja med tistimi, ki se nahajajo v isti panogi, torej, da imajo podobne proizvode. Izrednega pomena je, da se izberejo tista podjetja, ki imajo podobne dejavnike tveganja, kot so na primer podobne prodajne poti, podoben način distribucije ipd., saj so potem takem podvržena enakemu tveganju, ki v končni fazi vpliva tudi na njihove poslovne rezultate.

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.

Pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, pomnožimo temeljne finančne spremenljivke podjetja, kot so čisti dobiček, dobiček pred obdavčitvijo, bruto denarni tok, EBIT, prodaja ipd., z mnogokratniki, ki jih dobimo iz borznih kotacij. 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.

Uporaba metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzo zahteva naslednje korake:

- izbor primerljivih podjetij, katerih vrednosti mnogokratnikov se bodo uporabile pri oceni vrednosti preučevanega podjetja,
- izbor tržnih mnogokratnikov in postopek njihovega izračuna,
- določitev podatkov za izračun prvotnih tržnih mnogokratnikov,
- določitev odbitka za tržljivost, ker na podlagi prejšnjih korakov dobimo oceno vrednosti popolnoma prodajnega manjšinskega deleža podjetja, preučevano podjetje pa je lastniško zaprto podjetje.

3.3.2 Metoda primerljivih kupo–prodaj podjetij

Metoda primerljivih kupo–prodaj podjetij temelji na enakih predpostavkah kot metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, vendar za razliko od prve običajno obravnava kupo–prodaje obvladujočih deležev. Pomembno pri tem je, da kupo–prodaje ne smejo biti izvedene med povezanimi osebami, saj jih v tem primeru analitik ne sme uporabiti pri ocenjevanju tržne vrednosti. Razlog je v tem, da imajo vlagatelji, ki posedujejo obvladujoče deleže podjetij, tudi nekatere koristi, ki jih velikost deleža prinaša, zato so v nekaterih primerih pripravljene plačati tudi višjo ceno, kar pa opredelitev tržne vrednosti ne upošteva. Zato takšne kupo–prodaje niso primerne za ocenjevanje tržne vrednosti. Ker je podatkov o primerljivih kupo–prodajah podjetij zelo malo oziroma manj kot podatkov o kupo–prodajah podjetij, ki so uvrščena na borzi, ta metoda ni prav pogosto uporabljena.

Postopek izbire primerljivih kupo–prodaj podjetij in koncept mnogokratnikov je enak kot pri metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi. Ugotoviti je potrebno tudi, ali je šlo v primeru izbranih primerljivih kupo–prodaj za kupo–prodajo sredstev ali kapitala, ter kaj vse je bilo vključeno v ceno kupo–prodaje, kar za konkretno ocenjevanje ni relevantno, in to tudi izključiti. Analitiki morajo opraviti tudi prilagoditve zaradi časovnih razlik med nastankom kupo–prodaj.

3.4 Pribitki in odbitki

Pribitki in odbitki predstavljajo pri ocenjevanju vrednosti pomembno kategorijo, saj se z njimi korigira osnovna vrednost, ki jo ocenjevalci dobijo pri uporabi zgoraj opredeljenih načinov ocenjevanja vrednosti. Odbitke in pribitke razvrščamo v dve osnovni skupini, in sicer (Praznik, 2004, str. 101):

- odbitke oziroma pribitke, povezane s samim bistvom podjetja, ki je predmet ocenjevanja, in
- odbitke oziroma pribitke, povezane z značilnostmi lastništva v podjetju, ki je predmet ocenjevanja.

Odbitki in pribitki iz prve alineje se nanašajo na podjetje kot celoto in ne izražajo značilnosti posameznih lastnikov. Veljajo za vse lastnike enako, ne glede na njihov delež in upravljalvske pristojnosti. Uporabimo jih pred odbitki in pribitki iz druge alineje, tako da jih vgradimo že v dele uporabljanih metod ocenjevanja. Ti odbitki in pribitki veljajo za nekatera posebna dodatna tveganja, ki jih pripisujemo ocenjevanemu podjetju, kot so:

- odbitek zaradi vpliva ključne osebe,
- odbitek zaradi nerešenih ekoloških problemov,

- odbitek zaradi grozečih sodnih sporov,
- odbitek zaradi posebnih tržnih tveganj ipd.

Te odbitke vgradimo že kot dodatne odstotne točke pri diskontni meri oziroma meri uglavničenja, kadar uporabljamo na donosu zasnovan način, ali kot ustrezno zmanjšanje tržnih mnogokratnikov, kadar uporabljamo način tržnih primerjav.

Druga skupina odbitkov in pribitkov zajema tiste, ki jih pripisujemo značilnostim lastništva v podjetju. Te značilnosti se izražajo ali z vplivom lastnika na upravljanje podjetja ali z možnostjo lastnika, da unovči svoj lastniški delež v podjetju. S tega vidika obstajata dve skupini odbitkov oziroma pribitkov:

- pribitek za obvladovanje oziroma odbitek za neobvladljivost in
- odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Skupna značilnost teh pribitkov in odbitkov je, da njihova uporaba zahteva jasno opredeljeno osnovno vrednost, ki jo nato korigiramo s pribitkom ali odbitkom.

Osnovna vrednost

Preden se določi kakršenkoli odbitek ali pribitek, ki je povezan z odnosom lastnika do ocenjevanega podjetja, je potrebno zelo jasno opredeliti osnovo, oziroma izhodišče za določanje odbitkov in/ali pribitkov. Če se izvzamejo vsi drugi dejavniki, se lahko ob upoštevanju vidika obvladovanja in tržljivosti lastniškega deleža opredelijo različne ravni vrednosti, ki analitiku dajo osnovno vrednost, na kateri nadalje temelji uporaba odbitka oziroma pribitka. Te osnovne štiri ravni vrednosti so sledeče (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/delnice se prosto prodajajo na aktivnem trgu kapitala,
4. raven: vrednost deleža za manjšinskega lastnika v lastniško zaprtem podjetju.

Razen prve, vse zgoraj naštetih ravni vrednosti, veljajo za tržno vrednost ob predpostavki poslujočega podjetja. Prva raven se nanaša na vrednost za naložbenika, ko si ta z nekaterimi posebnimi znanji in ukrepi zagotovi dodatne sinergijske učinke in s tem tudi višjo vrednost od tiste, ki si jo lahko zagotovi hipotetični voljan naložbenik, kakor ga predvideva standard tržne vrednosti, četudi se pri tem predvideva njegov obvladujoči lastniški delež. Ta primer pokaže, da na raven vrednosti in s tem na osnovno vrednost med drugim vpliva tudi izbira standarda vrednosti.

Z različnimi metodami ocenjevanja se dobijo različne osnovne vrednosti. Če je cilj opredeliti vrednost, ki se po svojem odnosu do lastnika razlikuje od dobljene osnovne vrednosti, je potrebno uporabiti odbitek ali pribitek. Glede na uporabljeno metodo ocenjevanja vrednosti torej dobimo različne osnovne vrednosti:

Na sredstvih zasnovani način vrednotenja

Običajno ta način ocenjevanja vrednosti podjetja predpostavlja **obvladujoče lastništvo**, saj lahko le lastnik podjetja odloča o razprodaji sredstev ob likvidaciji podjetja oziroma o tem, da se bodo sredstva v poslujočem podjetju najgospodarneje izkoriščala. Z uporabo tega načina kot osnovno vrednost, dobimo vrednost za obvladujočega lastnika. Ta način se najpogosteje uporablja za oceno obvladujočih deležev, vendar pa ga analitiki uporabljajo tudi pri ocenjevanju manjšinskega deleža, in sicer v primerih ocenjevanja, kjer je možen zgolj ta način ocenjevanja vrednosti (primer takih podjetij so finančni holdingi). V tem

primeru mora ocenjevalec uporabiti odbitek za neobvladovanje in po potrebi tudi odbitek za pomanjkanje tržljivosti. V primeru ocenjevanja vrednosti obvladujočega lastniškega deleža se uporabi samo odbitek za pomanjkanje tržljivosti, če je to potrebno (npr. če je podjetje lastniško zaprto).

Na donosu zasnovani način vrednotenja

Pri uporabi na donosu zasnovanega načina vrednotenja lahko z uporabo različnih denarnih tokov dobimo vrednost za obvladujoči ali za manjšinski delež ob predpostavki popolne tržljivosti. Če ocenjevalec razpolaga z **denarnimi tokovi, ki so razpoložljivi manjšinskim lastnikom** dobi kot osnovno vrednost, vrednost za manjšinskega lastnika. Če pa so pri ocenjevanju vrednosti uporabljeni **denarni tokovi, ki so na voljo obvladujočemu lastniku**, kot osnovno vrednost dobimo vrednost za obvladujočega lastnika. Uporaba odbitkov in pribitkov ob uporabi na donosu zasnovanega načina vrednotenja je torej odvisna tudi od značilnosti lastništva. Če ocenjevalec želi dobiti vrednost za obvladujočega lastnika v lastniško zaprti družbi, izhaja iz napovedi razpoložljivega denarnega toka za obvladujočega lastnika, in na koncu uporabi odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Odbitek za pomanjkanje tržljivosti se uporabi tudi v primeru ocenjevanja vrednosti za manjšinskega lastnika, vendar je v tem primeru večji kot v primeru obvladujočega lastnika.

Na tržnih primerjavah zasnovani način vrednotenja

Ob uporabi na tržnih primerjavah zasnovanega načina vrednotenja je dobljena osnovna vrednost odvisna od tega, katero metodo se uporabi za ocenjevanje vrednosti. **Metoda primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij**, predpostavlja manjšinsko lastništvo, saj se na borzi trguje z manjšinskimi deleži. Po tej metodi kot osnovno vrednost dobimo vrednost za manjšinskega lastnika. Pri določanju vrednosti za manjšinskega lastnika v lastniško zaprti družbi je potrebno uporabiti odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Če se ocenjuje vrednost za obvladujočega lastnika v lastniško zaprti družbi, je potrebno uporabiti pribitek za obvladljivost in odbitek za pomanjkanje tržljivosti (ta je manjši kot v primeru manjšinskega lastnika). Z uporabo **metode primerljivih kupo-prodaj podjetij** običajno kot osnovno vrednost dobimo vrednost za obvladujočega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti, lahko pa tudi sinergijsko vrednost, ki je značilna za vrednost za naložbenika, ne dobimo pa tržne vrednosti. Pri ocenjevanju tržne vrednosti je v tem primeru potrebno uporabiti odbitek za sinergijo. Pri ocenjevanju vrednosti manjšinskega deleža v lastniško zaprti družbi je potrebno uporabiti še odbitek za neobvladljivost in odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Pri ocenjevanju vrednosti obvladujočega deleža v lastniško zaprti družbi pa je potrebno uporabiti odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ki je manjši kot v primeru manjšinskega deleža.

V pričujočem diplomskem delu je osnovna vrednost definirana z vidika neobvladujočega manjšinskega lastništva. V prilogi 10 je prikazana uporaba pribitkov in odbitkov glede na način, metodo, vrsto lastništva in delež lastništva, ki se ocenjuje.

Pribitek za obvladovanje in odbitek za neobvladljivost

Raven tržljivosti lastniškega deleža v podjetju je pogosto določena z ravnijo obvladovanja v podjetju. Lastniki, ki obvladujejo oziroma kontrolirajo poslovanje podjetja, imajo v primerjavi z manjšinskimi lastniki določene pravice (npr. imenovanje uprave, imenovanje članov nadzornega sveta, določanje nadomestil članov uprave in posloводства, določanje poslovne politike in strategije podjetja, nakup, prodaja ali najem poslovnih prostorov, izbor zunanjih partnerjev, prevzem drugega podjetja, likvidacija, prodaja ali dokapitalizacija podjetja, pridobitev ali prodaja lastnih delnic, izdaja novih delnic, izdaja dolžniških vrednostnih papirjev, določanje in izplačevanje dividend in drugih izplačil, sprememba statuta ali družbene pogodbe in tudi preprečitev zgoraj navedenih odločitev).

Pri strateških vlagateljih se pojavlja tudi možnost sinergijskih učinkov med vlagateljem in podjetjem (večja prodaja, nižji stroški, nižje tveganje, ipd.), ki je predmet nakupa. Zato so strateški vlagatelji pripravljene plačati tudi večjo premijo (t.i. prevzemna premija), ki pa vpliva tudi na velikost pribitka za obvladovanje (Pratt, 2000, str. 364–388).

Trg priznava obvladujočemu lastništvu višjo vrednost kot neobvladujočemu (manjšinskemu). Razlika med obema se imenuje premija za kontrolo. Pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala podjetja se lahko učinek zgoraj naštetih dejavnikov oziroma pravic, ki so v rokah obvladujočih lastnikov, upošteva na dva načina, in sicer (Pratt, 2000, str. 346–360):

- **Neposredni pristop:** preko napovedi denarnih tokov, kar pomeni, da projekcije poslovanja oziroma razpoložljivi denarni tok, ki predstavlja osnovo izračunu ocene vrednosti, že vključuje vidik kontrolnega lastništva.
- **Posredni pristop:** preko posrednega povečanja (z uporabo pribitka za obvladovanje³) že izračunane ocene vrednosti, ki temelji na drugačni osnovi izračuna ocene vrednosti podjetja (npr. na osnovi za manjšinskega lastnika).

Raziskave pribitkov za obvladovanje na ameriškem trgu kapitala dajejo zaenkrat edine empirične podatke, ki so lahko merilo za opredelitev in kvantifikacijo pribitkov za obvladljivost. Običajno se izražajo v odstotku od vrednosti za manjšinskega lastnika. Pribitek za obvladovanje lahko analitik določi na podlagi podatkov, ki so predstavljeni v Tabeli 1. Upoštevati pa mora potrebno različno višino pribitka v odvisnosti od lastniškega kontrolnega deleža.

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: Shannon P. Pratt. 2001, str. 52

³ Tradicionalni viri podatkov za določanje pribitka za obvladovanje so študije Mergerstat/Shannon Pratt's Control Premium Study.

Odbitki za pomanjkanje tržljivosti

Pri oceni končne vrednosti predmeta vrednotenja moramo upoštevati tudi stopnjo tržljivosti predmeta vrednotenja. Tržljivost je v splošnem opredeljena kot zmožnost takojšnjega konvertiranja lastniškega deleža v denar z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in z veliko verjetnostjo, da bo vlagatelj denar od prodaje pridobil v najkrajšem možnem času. Vlagatelji so praviloma bolj naklonjeni likvidnim (lahko prodajljivim) lastniškimi deležem oziroma delnicam pred nelikvidnimi, zato ima ocenjevani lastniški delež v primeru pomanjkanja likvidnosti manjšo vrednost.

Višino odbitka za pomanjkanje tržljivosti ocenjevalec določi na podlagi empiričnih študij s tega področja ter na podlagi analize specifičnih dejavnikov preučevanega podjetja, ki vplivajo na stopnjo tržljivosti lastniških deležev. Višina odbitkov za pomanjkanje tržljivosti se največkrat določi na podlagi dveh skupin empiričnih raziskav, in sicer raziskave restriktivnih delnic in raziskave začetnih javnih ponudb.

Pri **restriktivnih delnicah** gre za to, da z njimi ni moč trgovati na odprtem trgu kapitala, medtem ko se s prosto prenosljivimi delnicami tam lahko trguje. Pri metodi restriktivnih delnic se v splošnem primerja cena delnic podjetij, ki imajo omejeno trgovanje (restriktivne delnice) s cenami delnic istih podjetij, ki kotirajo na borzi in nimajo omejitev trgovanja (prosto prenosljive delnice), kar posledično omogoča ocenitev odbitkov za pomanjkanje tržljivost. Obe vrsti delnic se namreč ne razlikujeta glede pravic do dividende, glasovanja in drugih pravic, ki jih nosijo prosto prenosljive delnice (Pratt, 2000, str. 392–418).

Tabela 2: Empirične študije odbitkov za tržljivost na podlagi metode 'Restricted Stock Discount'

Obdobje preučevanja	Študija	Število podjetij	Mediana	Povprečje
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	Silber 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 Investory Study	398	24%	26%
Povprečje			29%	27%

Vir: Shannon P.Pratt. 2001, str. 81

Raziskave **začetnih javnih ponudb** pa temeljijo na primerjavi cen transakcij z delnicami, ki so se izvedle pred začetno javno ponudbo podjetij (*ang. IPO – Initial Public Offering*), s cenami delnic istih podjetij, ko so bile te uvrščene na borzo.

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

Obdobje	Št. prospektov*	Št. 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: Praznik Bojan, 2004, str. 109.

V praksi ocenjevanja vrednosti podjetij se je v zadnjih letih izoblikovalo mnenje, da so rezultati raziskav začetnih javnih ponudb bolj primerni za določanje višine odbitkov za pomanjkanje tržljivosti kot rezultati raziskav restriktivnih delnic. To izvira predvsem iz dejstva, da je bila večina študij izdelanih na ameriškem trgu kapitala, kjer zakonodaja določa, da značaj restriktivnosti preneha v enem letu. To ne daje dobre osnove za določitev višine odbitka za pomanjkanje tržljivosti, ker so v teh odbitkih vgrajena pričakovanja netržljivosti samo za eno leto, kar pa se bistveno razlikuje od pričakovanj za netržljivost v lastniško zaprtih družbah, kjer nimamo nobenega indica o potencialni tržljivosti lastniških deležev. Na drugi strani, pri raziskavah začetnih javnih ponudb, pa so se cene transakcij pred začetno javno ponudbo oblikovale na podlagi nejasnih pričakovanj glede potencialne tržljivosti lastniških deležev, kar bolj realno odraža situacijo, v kateri se nahajajo vlagatelji, ko kupujejo/prodajajo lastniške deleže v lastniško zaprtih podjetjih (Praznik, 2004, str. 107-111).

Zgoraj predstavljene študije se uporabljajo za določanje diskontov za pomanjkanje tržljivosti v primeru manjšinskega lastništva. Dejanska višina odbitka za pomanjkanje tržljivosti je odvisna od dejavnikov, ki so specifični za vsako podjetje posebej ter za značilnosti vsakega lastniškega deleža posebej. Pri presoji o končni višini odbitka za tržljivost si lahko analitiki pomagajo z naslednjimi dejavniki:

- **Pravica prodaje** (*ang. Put rights*); Pravica prodaje je pogodbeno pravica, ki omogoča lastniku, da v prihodnosti proda lastniški delež po pogodbeno določeni ceni pod določenimi pogoji. Pravica prodaje kot taka 'zagotavlja' tržljivost lastniškega deleža, zato lahko v primeru njene odsotnosti govorimo o pomanjkanju tržljivosti lastniškega deleža.
- **Izplačila dividend**; Lastniški deleži, ki zagotavljajo dividende imajo praviloma manjše odbitke za tržljivost, zato ker vlagatelju daje nek sprotni donos. V primeru, da podjetje ne izplačuje dividend oziroma so le-te relativno (na dobiček) zelo nizke, je potem edini vir denarnega toka za lastnika kapitalski dobiček, ki se realizira ob prodaji deleža. Izplačevanje dividend torej lastniku 'zagotavlja' nek denarni tok (donos), ne da bi bil primoran prodati svoj lastniški delež.
- **Potencialni kupci**; Število resnih potencialnih kupcev povečuje potencialno tržljivost lastniških deležev, zato so v tem primeru odbitki za tržljivost nižji. Bolj kot število potencialnih kupcev je pomembna njihova pripravljenost oziroma resnost za nakup. Tako lahko že en sam resen potencialni kupec vpliva na drastično znižanje odbitka za tržljivost.

- **Relativna velikost lastniškega deleža**, Striktno z vidika tržnosti lastniških deležev imajo večji svežnji delnic večje odbitke za tržljivost, ker je v primeru večjih svežnjev relativno manj potencialnih kupcev, hkrati pa je tovrstne transakcije težje financirati.
- **Pričakovana kotacija na borzi**, V primeru, da se pričakuje, da se bo podjetje uvrstilo na organiziran trg z vrednostnimi papirji, potem se odbitki za tržljivost nižji. Višina odbitkov je odvisna od časovne oddaljenosti začetka kotacije ter od stopnje verjetnosti, da se bo to resnično zgodilo. Nenazadnje je pomembna tudi ocena, kakšno stopnjo tržljivosti lahko prinese začetek kotacije trenutnim lastnikom podjetja.
- **Dostop in zanesljivost informacij**, Stopnja dostopnosti in zanesljivosti podatkov o preteklem, tekočem in prihodnjem poslovanju podjetja malim delničarjem, določa višino odbitka za tržljivost. Bolj kot so informacije o poslovanju podjetja dostopne in zanesljive, se praviloma takšnemu podjetju pripisuje nižje odbitke za tržljivost.
- **Omejen prenos lastništva**, V primeru, da v podjetju obstajajo omejitve (predvsem statutarne) glede prenosa lastniških deležev, bolj bo to vplivalo na pomanjkanje tržljivosti ter s tem na večje odbitke za tržljivost.

4 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

4.1 Čisti denarni tok

Za ocenjevanje vrednosti lastniškega kapitala je v splošnem najpomembnejša donosnost podjetja. Donos predstavlja proste denarne tokove, ki so na voljo lastnikom po tem, ko se izloči tisti denarni tok, ki je na voljo za reinvestiranje v podjetju in je potreben za njegovo nadaljnjo rast in razvoj.

Večina finančnih analitikov se pri ocenjevanju vrednosti podjetja osredotoča na čisti denarni tok. V teoriji namreč obstaja več definicij denarnega toka. V nadaljevanju je predstavljen čisti denarni tok za lastniški kapital in celotni kapital, kot ju opredeljuje Praznik (2004, str. 70–71):

Čisti dobiček (po davku na dobiček)

+ Nedenarni stroški (npr. amortizacija)

- Naložbe v osnovna sredstva

+ Denar, pridobljen z dezinvestiranjem

- Vlaganja v obratni kapital

+ Denar iz novo najetih posojil

- Odplačila anuitet iz najetih posojil

= **Čisti denarni tok za lastniški kapital (prosti denarni tok)**

Dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo na dobiček

+ Nedenarni stroški

- Naložbe v osnovna sredstva

+ Denar, pridobljen z dezinvestiranjem

- Vlaganja v obratni kapital

= **Čisti denarni tok za celotni kapital (prosti denarni tok)**

Prosti denarni tok izračunamo tako, da začnemo z dobičkom iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT - *ang. Earnings before interest and taxes*), ki ga zmanjšamo za prilagojeni davek na dobiček⁴, in prištejemo vse odložene davke. Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je čisti dobiček iz poslovanja po davkih (v nadaljevanju NOPLAT - *ang. Net operating profit less adjusted taxes*). Od NOPLAT-a sedaj odštejemo vse investicije podjetja in tako dobimo prosti denarni tok podjetja.

Napoved denarnega toka je izdelana iz dveh delov, in sicer iz napovedi denarnega toka v eksplicitnem časovnem obdobju in napovedi 'normaliziranega' denarnega toka, ki ga na podlagi Gordonovega modela rasti projiciramo v neskončnost. Obdobje napovedi eksplicitnega denarnega toka se po navadi nanaša na obdobje 5 do 10 let.

Ključne predpostavke za napoved denarnega toka se nanašajo na:

- napoved poslovnih prihodkov in stroškov,
- napoved investicij v obratni kapital in osnovna sredstva,
- izračun preostale vrednosti podjetja.

4.2 Sedanja vrednost

Vrednost kakršnihkoli sredstev ali tudi podjetja je sedanja vrednost pričakujočih prihodnjih denarnih tokov v nekem obdobju. Sedanja vrednost se izračuna kot vsoto čistih denarnih tokov v nekem določenem obdobju, ki jih diskontiramo z zahtevano stopnjo donosa. Osnovna formula za izračun sedanje vrednosti je sledeča (Brigham et al., 2004, str. 4):

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

(3. 1)

Pri čemer je:

PV sedanja vrednost,

NDT_n čisti denarni tok v obdobju od 1 do n ,

d diskontna stopnja,

n število let napovedi.

4.3 Preostala vrednost

Pri vrednotenju podjetja se običajno predpostavi, da bo le-to poslovalo tudi v prihodnosti. Zaradi tega je proste denarne tokove smiselno napovedovati za neko določeno obdobje⁵, v katerem se še lahko realno predvideva. Ker pa podjetje deluje tudi po preteku eksplicitnega obdobja, je tudi za naslednja obdobja potrebno izračunati sedanjo vrednost, ki pa jo določimo z izračunom preostale (rezidualne) vrednosti. Slednja je diskontirana ob upoštevanju števila let konkretne (eksplicitne) napovedi in prišteta diskontiranim vrednostim letnih denarnih tokov iz začetnega obdobja vrednotenja. Za določanje preostale vrednosti obstaja več metod:

- metoda likvidacije (preostala vrednost je enaka likvidacijski vrednosti ob koncu dobe trajanja),

⁴ Prilagojeni davek na dobiček je davek, ki bi moral biti plačan, če bi bil osnovna za plačilo tega davka dobiček iz poslovanja.

⁵ V praksi ocenjevalci vrednosti po navadi denarne tokove napovedujejo za obdobje od 5 do 10 let.

- metoda tržnih mnogokratnikov,
- metoda kapitalizacije (z uporabo Gordonovega modela rasti).

Za potrebe ocenjevanja vrednosti družbe Gorenje, d.d. je preostala vrednost izračunana na podlagi metode uglavničenja z uporabo Gordonovega modela rasti, in sicer po sledeči formuli:

$$RV = \frac{NDT_0(1+g)}{d-g}$$

(3.2)

Pri čemer je:

RV preostala vrednost,

NDT_0 normalizirani denarni tok na koncu obdobja napovedi,

d diskontna stopnja,

g povprečna letna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka.

4.4 Vrednost lastniškega kapitala

Seštevek diskontirane vrednosti letnih prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju projekcije in diskontirane preostale vrednosti predstavlja osnovo za izračun vrednosti lastniškega kapitala. Slednji se izračuna tako, da se od ocenjene vrednosti celotnega kapitala odšteje znesek dolga podjetja na datum ocenjevanja vrednosti in potencialni primanjkljaj v obratnem kapitalu ter se prišteje ocenjeno vrednost premoženja, ki ni neposredno prispevalo k ustvarjanju načrtovanega denarnega toka iz poslovanja. Med slednje se prištevajo potencialni presežki obratnega kapitala, poslovno nepotrebno premoženje, dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe...).

4.5 Diskontna stopnja

Diskontna stopnja oziroma zahtevana stopnja donosa je stopnja donosa, s katero se pretvori prihodnje denarne tokove na sedanjo vrednost in predstavlja celotni strošek kapitala⁶, ki je imenovan tehtano aritmetično povprečje stroškov lastniškega kapitala (v nadaljevanju WACC; ang. *Weighted average cost of capital*).

Copeland opozarja na nujnost konsistentnosti pri izračunavanju WACC-a. Upoštevati je namreč potrebno naslednje (Copeland et al., 2000, str. 201–202):

- celotni kapital,
- vplive inflacije, saj je denarni tok običajno izražen v nominalnih kategorijah,
- opraviti prilagoditve za sistematično tveganje posameznih virov kapitala,
- zahtevana stopnja donosa mora upoštevati tudi potencialne spremembe v napovedih pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, ki so lahko posledica predvsem sprememb v pričakovani stopnji inflacije, sistematičnemu tveganju in strukturi kapitala.

⁶ Dolžniškega in lastniškega kapitala, in sicer glede na delež, ki ga imata v celotnem kapitalu. Če ima podjetje izdane tudi prednostne delnice, je potrebno pri izračunu WACC le-te upoštevati.

WACC izračunamo po naslednji formuli (Copeland et al; 2000, str. 248):

$$WACC = k_D(1-t)\frac{D}{V} + k_S\frac{E}{V} \quad (3.3)$$

Pri čemer je:

- k_D strošek dolga,
- k_S strošek lastniškega kapitala,
- t davčna stopnja podjetja,
- V vrednost celotnega kapitala podjetja,
- D vrednost dolga podjetja,
- E vrednost lastniškega kapitala podjetja.

Pri vrednotenju se prosti denarni tok, ki pripada lastnikom in dolžniškim-upnikom podjetja, diskontira s tehtanim povprečjem stroškov kapitala (WACC). Takšna opredelitev diskontne stopnje pa zahteva ločen izračun stroška lastniškega kapitala in stroška dolga.

Strošek dolga je izračunan na sledeč način:

$$k_D = r_{povp} \times (1-t) \quad (3.4)$$

Pri čemer je:

- k_D strošek dolga podjetja,
- r_{povp} povprečna obrestna mera podjetja,
- t efektivna davčna stopnja podjetja.

Strošek lastniškega kapitala je po modelu CAPM (*ang. Capital asset pricing model*) izračunan na sledeč način (Brigham, et al, 2004, str. 84):

$$k_S = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (3.5)$$

Pri čemer je:

- k_S ocena zahtevane stopnje donosa lastniške naložbe,
- r_f pričakovana realna dolgoročna stopnja donosa v netvegano naložbo (netvegana stopnja donosa),
- r_m stopnja donosa lastniškega kapitala (pričakovana donosnost tržnega premoženja),
- β mera za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja (beta).

CAPM-model je del teorije trga kapitala. Pri njegovi uporabi je nujno upoštevati donosnost in tveganje. 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. CAPM-model je sestavljen iz netvegane stopnje donosa, kateri prištejemo mero za splošno (oz. sistematično) tveganje, ki je pomnožena s splošnim kapitalskim tveganjem. Vlagatelji se lahko z razpršitvijo

svojih naložb izognejo samo nesistematičnemu tveganju, ki je specifično za posamezno podjetje ali panogo, posebnemu oz. sistematičnemu tveganju pa se ne morejo. Model CAPM vsebuje več predpostavk⁷, ki morajo biti v večini izpolnjene, da bi model vsaj zadovoljivo deloval.

Netvegana stopnja donosa (r_f) običajno temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic. Ti vrednostni papirji se uporabljajo predvsem zato, ker imajo nizko tveganje izostanka plačil, so visoko likvidni in vključujejo premijo za časovni horizont (to je razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Dolgoročne državne obveznice, kot osnova za določanje netvegane stopnje donosa, se uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v okviru katerega vlagatelji posedujejo svoje naložbe.

Izraz $(r_m - r_f)$ pomeni tržno premijo za tveganje, ki jo zahtevajo vlagatelji za vlaganje v lastniški kapital. Ta premija se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med stopnjo donosa določene standardne košare navadnih delnic ter netvegane stopnje donosa. Pri tem je treba upoštevati tudi dejstvo, da se tržna premija za tveganje nanaša na manjšinske lastniške deleže (lastnik navadne delnice nima vpliva na poslovno politiko delniškega podjetja) in da je delnico, ki kotira na borzi, v normalnih razmerah mogoče takoj prodati. Trg priznava določeno premijo za likvidnost oziroma zahteva odbitek za pomanjkanje tržnosti lastniških deležev v zaprtih podjetjih v primerjavi z delnicami podjetij, ki kotirajo na borzi.

Koeficient beta v CAPM-modelu izraža mero sistematičnega tveganja. Sistematično tveganje predstavlja negotovost realizacije bodočih donosov, izhajajočih iz dejavnikov, ki učinkujejo na vsa podjetja v gospodarstvu enako. Ti ukrepi so na primer makroekonomska politika, ciklično gibanje gospodarstva, zunanji šoki in podobno. Posamezni vlagatelj se tej vrsti tveganja ne more izogniti z razpršitvijo svojih naložb oz. portfelja. Koeficient beta izraža odnos med variabilnostjo stopnje donosnosti lastniškega kapitala posameznega podjetja in stopnje donosnosti lastniškega kapitala celotnega trga, izračunan pa je kot količnik kovariance med obema spremenljivkama in variance stopnje donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja. Če je njegova vrednost večja od 1, je naložba v lastniški kapital določenega podjetja bolj tvegana kot v povprečno podjetje, in obratno, če je koeficient beta manjši od 1. Večina mer za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital, ki so objavljene v javnih virih, kaže tudi zadolženost podjetja oz. panoge (beta z zadolženostjo, *ang. Levered beta*). Koeficient beta, ki ne vsebuje ocene vpliva na zadolženost, je možno izračunati po sledeči formuli:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1 - t)(W_d / W_e)}$$

(3. 6)

Pri čemer je:

β_u beta brez zadolženosti (*ang. Unlevered beta* – neutružena beta),

β_l beta z zadolženostjo (utežena beta),

t davčna stopnja,

W_d odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala,

W_e odstotek lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala.

Podjetja so, kot rečeno, poleg sistematičnih tveganj izpostavljena tudi nesistematičnim tveganjem, ki so specifična posameznim podjetjem oziroma panogam. Nesistematično tveganje v diskontni stopnji

⁷ Več o tem Brigham, Daves, *Intermediate Financial Management*, 2004, str. 84 ali Pratt et al., *Valuing a Business*, 2000, str. 168.

upoštevamo tako, da zahtevani stopnji donosa, določeni po modelu CAPM, dodamo premijo za tveganje majhnega podjetja (dodatek za velikost), deželno in ostala nesistematična tveganja (to je prilagojeni CAPM-model).

5 METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ, UVRŠČENIH NA BORZI

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, temelji na predpostavki, da je vrednost podjetja določena z zneskom, ki bi ga bil pripravljen plačati racionalni vlagatelj za nakup delnic nekega podjetja. Ocenjevalec vrednosti podjetja, ki podjetje ocenjuje po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, mora vrednoteno podjetje primerjati s primerljivimi podjetji s kapitalnega trga. Pri tem ima izbira primerljivih podjetij zelo velik pomen.

5.1 Izbor primerljivih podjetij

Ključna merila pri izbiri primerljivih podjetij so naslednja:

- primerljivo podjetje mora kotirati na borzi,
- mora se v pretežni meri ukvarjati z isto dejavnostjo kot ocenjevano podjetje, kar pomeni, da je izpostavljeno podobnim poslovnim tveganjem,
- za primerljivo podjetje morajo biti razpoložljivi vsi finančni podatki, ki se zahtevajo za izračun različnih tržnih mnogokratnikov,
- pomembno je tudi to, da ima primerljivo podjetje tudi podobne možnosti za prihodnjo rast, saj stopnja rasti bistveno vpliva na tržne mnogokratnike.

Običajno se kot merilo izbora v okviru metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, privzame tudi velikost podjetja, vendar v pričujočem diplomskem delu merilo velikosti ni upoštevano, ker so podjetja, ki ustrezajo zgornjim merilom, po obsegu poslovanja precej večja od preučevanega podjetja, zato bi upoštevanje merila velikosti izločilo vsa potencialno razpoložljiva podjetja. To je tudi razlog, da je pri izračunu končne ocene vrednosti preučevanega podjetja tej metodi določen manjši ponder.

5.2 Časovno obdobje

Pri določanju časovnega obdobja finančnih spremenljivk, pomnoženih z mnogokratnikom, mora biti upoštevano enako obdobje pri primerljivih in ocenjevanem podjetju. Pri izračunu mnogokratnikov lahko ocenjevalec uporabi različna časovna obdobja, najpogosteje pa so uporabljena naslednja obdobja:

- povprečje, doseženo v določenem obdobju (običajno se vzame obdobje 3–5 let),
- zadnje obračunsko leto,
- projekcije za prihodnje obdobje (običajno se mnogokratniki izračunavajo za 3 prihodnja leta),
- obdobje zadnjih 12 mesecev (*ang. 12 trailing months*).

5.3 Mnogokratniki

V splošnem sta poznani dve skupini mnogokratnikov, in sicer ***mnogokratniki lastniškega kapitala***, ki temeljijo samo na borznih cenah oziroma tržnih kapitalizacijah podjetij, ter ***mnogokratniki celotnega kapitala*** (*ang. EV-enterprise value*), ki poleg borznih cen oziroma tržne kapitalizacije podjetij upoštevajo še neto dolg podjetja (finančni dolg, zmanjšan za denarna sredstva in njegove nadomestke). Znotraj posamezne skupine mnogokratnikov poznamo več vrst mnogokratnikov, ki se med seboj razlikujejo po

tem, katera finančna spremenljivka (npr. čisti dobiček, dobiček pred davki, čisti dobiček, povečan za amortizacijo, dobiček iz poslovanja, EBITDA, prihodki od prodaje, knjigovodska vrednost lastniškega kapitala) tvori imenovalac oziroma osnovo mnogokratnika.

Mnogokratnikov, ki jih ocenjevalec lahko uporabi, je veliko, med najpogosteje uporabljanimi pa so naslednji:

- **P/E**-kazalec – mnogokratnik čistega dobička je najpogosteje uporabljeni kazalnik; pokaže razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico oziroma razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja in dobičkom podjetja. Ta mnogokratnik je lahko neustrezen oziroma njegova vrednost ne da relevantnega podatka, če ima podjetje, za katerega se računa, čisti dobiček enak nič oziroma ima podjetje celo izgubo. Kazalnik P/E se uvršča med mnogokratnike lastniškega kapitala.

Ta mnogokratnik dosega različne vrednosti za različne panoge. Če se na primer podjetje nahaja v tradicionalni gospodarski panogi, bo ta kazalec dosegal nižje vrednosti. Razlog je v nizki pričakovani stopnji rasti in v pričakovani konstantnosti dobičkov. Ravno nasprotno velja za kazalec podjetij, ki se nahajajo v novih, hitro razvijajočih se panogah. Pomembno je tudi poudariti, da na vrednost kazalca posredno vplivajo še nekatere spremenljivke, kot so pričakovana stopnja rasti (nižja kot je, nižja bo vrednost mnogokratnika), tveganje (bolj kot je naložba v določeno podjetje tvegana, nižji bo kazalec P/E) in sposobnost ustvarjanja denarnih tokov v prihodnosti. Visoka vrednost kazalca P/E je za podjetje pozitivna, saj je visoka vrednost lahko posledica visokega dobička, nizkega stroška kapitala ali pa nizkega tveganja posamezne delnice ali države (Karner, 2006, str. 9). Izračuna se po naslednji formuli:

$$P/E = \text{tržna cena delnice} / \text{čisti dobiček na delnico}$$

(4. 1)

- **P/S**-kazalec – mnogokratnik prodaje nam pokaže razmerje med tržno kapitalizacijo⁸ in čistimi prihodki od prodaje, uvršča pa se med mnogokratnike lastniškega kapitala. Za razliko od kazalnika P/E je uporaben tudi za podjetja, ki so v težavah. Ta kazalec je primeren tudi zaradi tega, ker vsa podjetja, ki se jih primerja, pri sestavljanju svojih izkazov ne uporabljajo istih računovodskih standardov. Kazalec lahko pokaže napačno sliko v primeru podjetja z visoko rastjo prihodkov, saj ne upošteva denarnih tokov podjetja. Slednji se lahko pri visoki rasti prihodkov močno zmanjšajo, če podjetje svojo rast ustvarja s povečevanjem zadolženosti, saj tega kazalec ne pokaže. Njegova pomanjkljivost je tudi, da ne pokaže podrobne slike o gibanju stroškov primerjanih podjetij. Izračun tega kazalca je mogoč na dva načina:

$$P/S = \text{tržna cena delnice} / \text{prihodki na delnico} = \text{tržna kapitalizacija} / \text{prihodki podjetja}$$

(4. 2)

- **P/CF**-kazalec – mnogokratnik denarnega toka (*CF* – ang. *Cash Flow*) pove, kakšen denarni tok je podjetje realiziralo v nekem obdobju na delnico podjetja. Ta mnogokratnik se uvršča med mnogokratnike lastniškega kapitala in ga je primerno uporabiti za podjetja, ki se nahajajo v isti panogi in imajo podobno sestavo sredstev, ker je glavna sestavina denarnega toka iz poslovanja amortizacija. Ta mnogokratnik izračunamo po naslednji formuli:

⁸ Tržna kapitalizacija = število delnic (brez lastnih delnic) × vrednost delnice.

$$P/CF = \text{tržna cena delnice} / \text{denarni tok na delnico}^9$$

(4.3)

- **P/B**–kazalec – mnogokratnik knjigovodske vrednosti (*B – ang. Book Value*) pokaže razmerje med ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice oziroma med tržno kapitalizacijo podjetja in kapitalom podjetja. Ta kazalec je za potrebe ocenjevanja vrednosti podjetja primeren kadar knjigovodske vrednosti sredstev podjetja temeljijo na tržnih vrednostih, najpogosteje se namreč uporablja pri ocenjevanju vrednosti finančnih institucij in podjetij s področja trgovine na drobno, ki imajo v sestavi sredstev velik delež zalog blaga (Praznik, 2004, str. 87). Uvršča se med mnogokratnike lastniškega kapitala. Formula za izračun mnogokratnika knjigovodske vrednosti je naslednja:

$$P/B = \text{tržna cena delnice} / \text{knjigovodska vrednost delnice}^{10}$$

(4.4)

Razmerje med tržno ceno delnic in knjigovodsko vrednostjo delnice, je običajno večje pri delnicah podjetij z dokaj visokimi stopnjami donosa na lastniški kapital (Karner, 2006, str. 10). Kazalnik ima vrednost enako ena, kadar je neto sedanja vrednost investicij enaka nič. Če ima, torej podjetje, investicije s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, bo vrednost kazalnika P/B večja od ena, in obratno, če ima podjetje investicije z negativno neto sedanjo vrednostjo.

- **EV/EBITDA**–kazalec – tržna vrednost podjetja (EV – celotni kapital) glede na dobiček iz poslovanja povečan, za amortizacijo (EBITDA). Za razliko od zgoraj razloženih kazalnikov, ki sodijo med mnogokratnike lastniškega kapitala, sodi mnogokratnik EV/EBITDA med mnogokratnike celotnega kapitala. Ta kazalec izračunamo na naslednji način:

$$EV/EBITDA = \frac{(\text{tržna kapitalizacija} + \text{tržna vrednost dolga} - \text{likvidna finančna sredstva})}{(\text{dobiček iz poslovanja} + \text{amortizacija})}$$

(4.5)

Pri izračunu je potrebno likvidna finančna sredstva¹¹ odšteti od tržne kapitalizacije in tržne vrednosti dolga¹², saj se stanje denarnih sredstev na računu hitro spreminja, kratkoročne finančne naložbe pa imajo ročnost do enega leta in tako v trenutku ocenjevanja vrednosti ne vplivajo na vrednost podjetja.

- **EV/Sales**–kazalec – pokaže razmerje med vrednostjo podjetja in vrednostjo prodaje podjetja. Kazalec se uvršča med mnogokratnike celotnega kapitala. Ta kazalec je v bistvu razširitev kazalca P/S, ki v nasprotju s kazalcem EV/Sales, v števcu uporablja tržno kapitalizacijo. Kazalec EV/Sales velja za natančnejšega, saj tržna kapitalizacija ne upošteva vrednosti dolga podjetja, ki pa ga je potrebno v nekem trenutku odplačati. V splošnem velja, da naj bi bila podjetja z nižjo vrednostjo tega kazalca podcenjena in posledično bolj privlačna za vlagatelje.

⁹ Denarni tok = dobiček obračunskega obdobja + amortizacija.

¹⁰ Knjigovodska vrednost delnice = lastniški kapital / število navadnih delnic.

¹¹ Likvidna finančna sredstva = kratkoročne finančne naložbe + denarna sredstva na računu.

¹² Tržna vrednost dolga = dolgoročne finančne obveznosti + kratkoročne finančne obveznosti.

$$EV/Sales = \frac{(tržna\ kapitalizacija + tržna\ vrednost\ dolga - likvidna\ finančna\ sredstva)}{prihodki}$$

(4.6)

5.4 Izbor mnogokratnikov iz vzorca primerljivih podjetij

Ko analitik izračuna mnogokratnike za primerljiva podjetja, jih mora pomnožiti z ustreznimi finančnimi spremenljivkami ocenjevanega podjetja. Pri izboru mnogokratnikov iz vzorca primerljivih podjetij si lahko pomaga z različnimi možnostmi. Nekatere izmed možnosti, ki so ocenjevalcu na voljo, so: mediana, aritmetično povprečje, najvišji ali najnižji mnogokratnik v vzorcu, mnogokratnik podjetja, ki je najbolj primerljiv z ocenjevanim podjetjem, zgornji ali spodnji kvartal ipd.

Izbira mnogokratnikov mora temeljiti na analizi bistvenih značilnosti primerljivih in ocenjevanega podjetja. Med te bistvene značilnosti se uvrščajo primerljivi kazalniki tveganja in primerljiva pričakovana rast.

Izbira srednje vrednosti

Mediana je ena izmed mer srednje vrednosti. Imenovana je tudi razpoloviščnica in da vrednost spremenljivke y , od katere ima polovica enot v populaciji manjše, polovica pa večje vrednosti. Mediana je enaka, ne glede na porazdelitev polovice enot, ki imajo vrednosti večje oziroma manjše od nje. To je tudi razlog, da je mediana ustrezna srednja vrednost za spremenljivko y , če ima ta ekstremne vrednosti. Ker so določena izbrana primerljiva podjetja veliko večja od ocenjevanega, sem se odločila, da za izbor mnogokratnikov iz vzorca primerljivih podjetij kot srednjo vrednost uporabim mediano.

6 GLAVNE PREDNOSTI IZ SLABOSTI IZBRANIH METOD

6.1 Prednosti

Metoda diskontiranih denarnih tokov

Metoda diskontiranih denarnih tokov je teoretično najbolj pravilna, saj zajema sedanjo vrednost vseh v prihodnosti realiziranih denarnih tokov. To je tudi razlog za njeno pogosto uporabo med ocenjevalci vrednosti za različne namene. Ker je pogosto uporabljana, jo tudi naročniki vrednotenja vse bolj sprejemajo kot temeljno metodo ocenjevanja vrednosti.

Pri metodi DCF so upoštevani vsi ključni dejavniki (denarni tokovi, čas in tveganje), zato v teoriji kot v praksi velja za eno izmed najprimernejših metod. Je tudi edina metoda vrednotenja, ki od analitika zahteva popolno razumevanje vseh vidikov analiziranega podjetja. DCF–metoda je bila testirana tudi v več študijah, kjer se je izkazala za eno izmed najprimernejših metod ocenjevanja vrednosti.

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi upošteva trg kot najboljšega in nevtralnega razsodnika za določanje vrednosti. Izvedba vrednotenja, ob uporabi te metode, je možna veliko hitreje in z mnogo manj predpostavkami kot izvedba vrednotenja z metodo diskontiranih denarnih tokov (DCF–metoda). V primerjavi z metodo DCF je tudi lažje razumljiva. Odraža trenutno stanje na trgu. Posebno primerna je za ocenjevanje manjšinskega deleža podjetja, saj cena na borzi odraža, koliko so vlagatelji na trgu pripravljeni plačati za podobno naložbo.

6.2 Slabosti

Metoda diskontiranih denarnih tokov

Metoda diskontiranih denarnih tokov je lahko problematična zaradi tega, ker zahteva napoved oziroma projekcijo prihodnjih denarnih tokov, kar je lahko zavajajoče, saj je prihodnost v svojem bistvu negotova. Problematična je lahko tudi zato, ker zahteva oceno ustrezne diskontne stopnje, kar je po navadi odvisno od subjektivne ocene ocenjevalca vrednosti. Zaradi svoje zahtevnosti pa je tudi težko razumljiva za naročnike vrednotenja, saj imajo v večini primerov premalo znanja o podjetniških financah.

Metoda diskontiranja sicer velja za najprimernejši način ocenjevanja vrednosti vsake naložbe, vendar pa se v praksi pojavljajo določeni problemi zaradi nezanesljivosti napovedanih donosov, zaradi izbire diskontne stopnje, pomembno pa je tudi, kako dolgo obdobje se izbere za napovedi, in sicer pred določitvijo preostale vrednosti. To je samo nekaj razlogov, zakaj se metoda diskontiranega denarnega toka v praksi lahko izkaže za problematično.

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Glede na to, da vrednotenje po tej metodi odraža trenutno stanje na trgu, obstaja možnost, da precenjuje vrednost podjetja, kadar so primerljiva podjetja na trgu precenjena, in podcenjuje vrednost podjetja, kadar so primerljiva podjetja na trgu podcenjena. Problematično je tudi to, da je izredno težko najti primerljiva podjetja na trgu kapitala. To se izraža predvsem v državah v razvoju, saj še nimajo zadostno razvitega trga kapitala, da bi lahko pridobili kvalitetne osnove za primerjavo. Pomembno pa je tudi to, da po navadi uporabljena podjetja pri sestavljanju svojih finančnih izkazov uporabljajo različne računovodske standarde in ker po navadi niso iz istih držav, je težava tudi v različnih davčnih zakonodajah med posameznimi državami, kar ocenjevalcem otežuje primerljivost.

7 PREDSTAVITEV PODJETJA IN FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA

7.1 Predstavitev Skupine Gorenje

Osnovni podatki matičnega podjetja

<i>Firma:</i>	Gorenje, gospodinjski aparati, d.d.
<i>Skrajšana firma:</i>	Gorenje, d.d.
<i>Sedež:</i>	Partizanska cesta 12, 3503 Velenje
<i>Matična številka:</i>	5163676
<i>Davčna številka:</i>	SI72615320
<i>Osnovni kapital:</i>	50.910 tEUR
<i>Dejavnost:</i>	DK 29.710 Proiz. elek. gospod. aparatov in naprav
<i>Organizacijska oblika:</i>	Delniška družba (d.d.)

Vir: Gorenje, 2007 (URL: http://www.gorenjegroup.com/krovna_druzba).

Dejavnost in organizacijska struktura Skupine Gorenje

Dejavnost Skupine Gorenje sodi v standardni klasifikaciji dejavnosti pod številko 29.710 – proizvodnja elektronskih gospodinjskih aparatov in naprav, in je razdeljena na tri poslovna področja:

- gospodinjski aparati (proizvodnja in prodaja gospodinjskih aparatov, proizvodnja in prodaja grelnikov vode, orodij ter industrijske opreme),
- notranja oprema (proizvodnja in prodaja kuhinjskega in kopalniškega pohištva, sanitarne opreme ter keramičnih ploščic),
- trgovine in storitve (trgovina, inženiring, zastopstva, gostinstvo, turizem, upravljanje z nepremičninami, ravnanje s posebnimi odpadki, odvoz in predelava mulja ter izdelava in prodaja opeke, stropnih nosilcev in preklad).

Skupino Gorenje poleg krovne družbe Gorenje gospodinjski aparati, d.d., sestavlja še 63 odvisnih družb, od tega 17 družb delujočih v Sloveniji, ter 46 delujočih v tujini (EU, BiH, Črna Gora, Hrvaška, Makedonija, Srbija, Turčija), ki so prikazane v prilogi 12. Poleg tega pa ima v tujini organizirana tudi svoja predstavništva, in sicer v Ruski Federaciji, Ukrajini, Grčiji, Kitajski in Srbiji.

Prodaja in tržni položaj

Največji delež čistih prihodkov od prodaje je realiziran v diviziji gospodinjskih aparatov, kar je razumljivo, saj je proizvodnja elektronskih gospodinjskih aparatov in naprav osnovna dejavnost Skupine Gorenje. Prodaja v diviziji trgovine in storitve je v analiziranem obdobju v povprečju predstavljala 11%, divizija notranje opreme pa 6,7% čistih prihodkov od prodaje.

Program Kuhalnih aparatov je v strukturi divizije gospodinjskih aparatov najmočnejši program. Zanj je poleg kakovostne rasti značilna tako hitrejša vrednostna kot količinska rast prodaje, predvsem zaradi uspešne prodaje višje cenovno umeščenih izdelkov na trgih. V letu 2006 je bila v okviru tega programa narejena tudi oblikovna prenova aparatov. Na trg so uspešno uvedli indukcijski štedilnik ter različne dodatke ostalim kuhalnim aparatom.

Tabela 4: Gibanje in struktura čistih prihodkov od prodaje po divizijah v obdobju 2002–30. 06. 2007

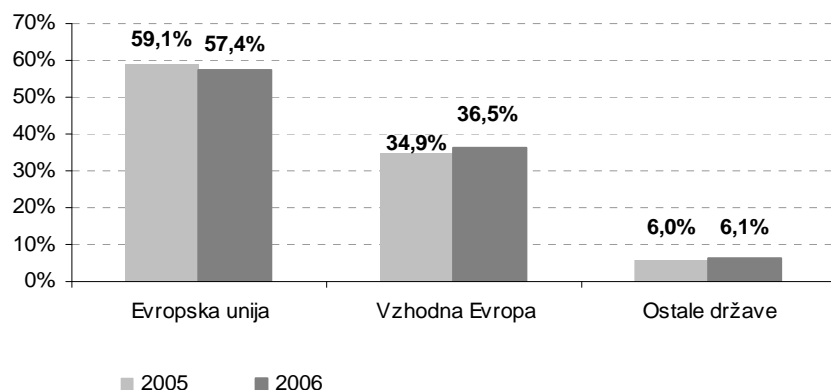
V mio EUR	2002	2003	2004	2005	2006	1-6 2007
Divizija gospodinjskih aparatov	655	656	780	884	928	474
Divizija notranje opreme	50	66	68	64	63	31
Divizija trgovine in storitev	96	116	89	94	121	116
Čisti prihodki od prodaje	802	839	937	1.042	1.111	620
Divizija gospodinjskih aparatov	81,7%	78,2%	83,3%	84,8%	83,5%	76,4%
Divizija notranje opreme	6,3%	7,9%	7,3%	6,2%	5,6%	5,0%
Divizija trgovine in storitev	12,0%	13,9%	9,4%	9,0%	10,9%	18,6%
Skupaj	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Vir: Gorenje, 2007 (URL: <http://www.gorenjegroup.com/investitorji>). Lastni izračuni.

V Skupini Gorenje so v letu 2006 zabeležili rast prodaje tudi v ostalih programih znotraj najpomembnejše divizije. Ti programi so: program Hladilno-zamrzovalnih aparatov, program Pralno-sušilnih aparatov, dopolnilni program, dokupni program in program toplotne in ogrevalne tehnike.

Skupina Gorenje večino svojih proizvodov izvozi. Največji delež prodaje je realiziran v Evropski uniji, in sicer je ta delež v letu 2006 znašal 57,4%. Podjetje je s svojimi proizvodi prisotno v sedemdesetih državah na vseh celinah sveta. V letu 2006 je rast prodaje gospodinjskih aparatov preseгла rast trga, kar pa je pripomoglo k povečanju in utrditvi tržnega položaja Skupine Gorenje.

Slika 1: Prikaz geografske strukture prodaje divizije gospodinjskih aparatov v letih 2005 in 2006



Vir: Gorenje, 2007. Lastni izračuni.

Lastniška struktura in podatki o delnici

Dne 30. 06. 2007 je bila največji delničar preučevane družbe Kapitalska družba, d.d., ki je imela v lasti 25,2% delnic. Lastnih delnic je družba dne 30. 06. 2007 imela 1.183.342 oziroma 9,7%. Deset največjih delničarjev je v prvi polovici leta 2007 imelo v lasti 58,4% družbe.

Tabela 5: Lastniška struktura družbe Gorenje d.d. z dne 30. 06. 2007

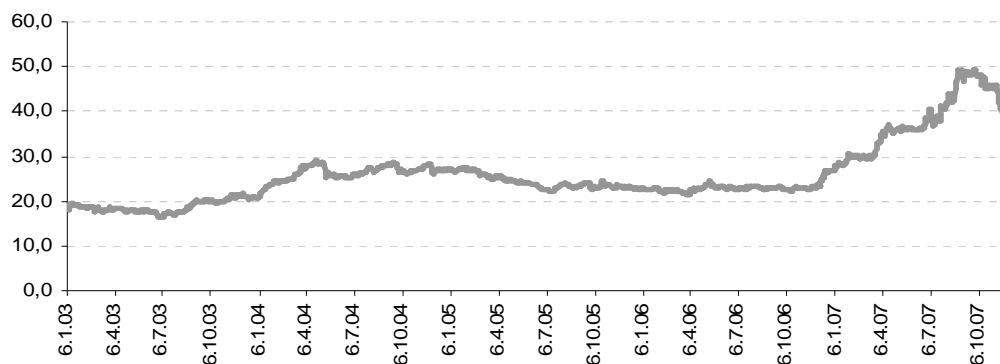
Lastnik	30.6.2007	
	št. delnic	delež v %
Kapitalska družba, d.d.	3.073.579	25,2%
Gorenje, d.d. – Lastne delnice	1.183.342	9,7%
Raiffeisen Zentralbank Oesterreich	620.899	5,1%
KD Galileo, Vzajemni sklad	506.963	4,2%
Probanka, d.d.	413.346	3,4%
VS Triglav Steber I	365.114	3,0%
KD Rastko, Delniški Vzajemni Sklad	360.447	3,0%
Unicredit Bank	227.377	1,9%
Krona Senior ID, d.d.	202.060	1,7%
KD ID, Delniška ID, d.d.	169.020	1,4%
Ostali delničarji	5.077.853	41,6%
SKUPAJ	12.200.000	100,0%

Vir: Gorenje, Polletno poročilo 2007 (http://www.gorenjegroup.com/medletna_porocila).

Z delnicami družbe se trguje v borzni kotaciji Ljubljanske borze od 10. 11. 2000 dalje, uvrščene so v borzno kotacijo A. Vse izdane delnice so navadne imenske delnice, ki dajejo imetnikom:

- sorazmerno pravico do upravljanja tako, da daje upravičenemu imetniku vsaka delnica en glas,
- glede na udeležbo v osnovnem kapitalu sorazmerno pravico do dividende;
- ob stečaju ali likvidaciji pa pravico do poplačila sorazmernega deleža iz preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju.

Slika 2: Gibanje enotnega tečaja delnice družbe Gorenje, d.d. v obdobju 01. 01. 2003—26. 11. 2007 v EUR



Vir: Ljubljanska borza 2007 (URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&SecurityID=GRVG&sid=AbjhEJRClqAQ4GbG>). Lastni prikaz.

Vodstvo

Družba ima dvotirni sistem upravljanja, in sicer 6-člansko upravo, ki je mandat nastopila dne 18. 07. 2003, ter nadzorni svet, sestavljen iz 10 članov, ki je nastopil mandat za dobo štirih let dne 18. 07. 2006.

Upravo družbe so na 30. 06. 2007 sestavljali:

- Franjo Bobinac, predsednik uprave,
- Franc Košec, član uprave,
- Mirjana Dimc Perko, članica uprave,
- Drago Bahun, član uprave,
- Branko Apat, član uprave,
- Uroš Marolt, član uprave.

Nadzorni svet ima v svoji sestavi pet predstavnikov kapitala in pet predstavnikov zaposlenih. Predsednik nadzornega sveta je dr. Jože Zagožen, njegov namestnik pa je Ivan Atelšek.

Zaposleni

Konec leta 2006 je bilo v Skupini Gorenje 10.816 zaposlenih, kar je za 2,9% več kot v predhodnem letu. To povečanje je predvsem posledica pričetka poslovanja družbe Gorenje aparati za domačinstvo, d.o.o., Srbija.

Tabela 6: Število zaposlenih po divizijah na 31. 12.

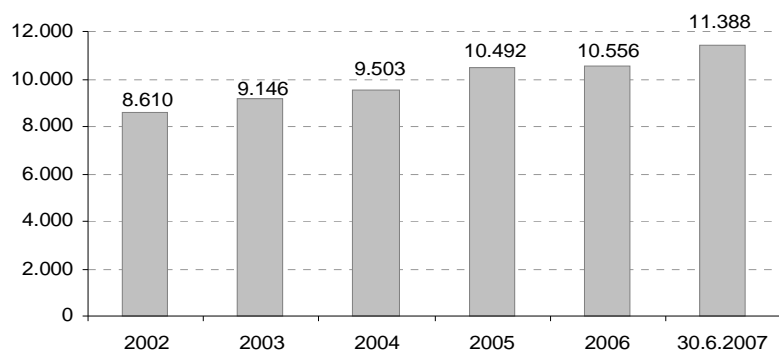
	2002	2003	2004	2005	2006	30.06.2007*
Divizija gospodinskih aparatov	7.388	7.758	7.900	8.921	9.298	9.455
Divizija notranje opreme	1.073	1.228	1.215	1.166	1.127	1.154
Divizija trgovine in storitev	311	441	453	422	391	779
Skupaj zaposleni	8.772	9.427	9.568	10.509	10.816	11.388
Rast v %	7,2%	7,5%	1,5%	9,8%	2,9%	5,3%

* V prvi polovici leta 2007 gre za povprečno število zaposlenih.

Vir: Gorenje, 2007 (URL: <http://www.gorenjegroup.com/investorji>). Lastni izračuni.

Število zaposlenih je v obdobju od leta 2002 do leta 2006 konstantno raslo. V letu 2006 je povprečno število zaposlenih znašalo 10.556 ljudi, kar je za 23% več kot v letu 2002. V prvi polovici leta 2007 se je število zaposlenih prav tako povečalo, in sicer najbolj v diviziji trgovina in storitve. V prihodnosti pa namerava družba zaradi optimizacije stroškov znižati število zaposlenih, in sicer predvsem v režijskih službah.

Slika 3: Prikaz povprečnega števila zaposlenih v Skupini Gorenje v obdobju 2002–30. 06. 2007



Vir: Gorenje, 2007 (URL: <http://www.gorenjegroup.com/investitorji>).

Izobrazbena struktura zaposlenih se je v proučevanem obdobju izboljšala. Največ zaposlenih je imelo v analiziranem obdobju I. stopnjo izobrazbe. Po velikosti deleža v skupnem številu zaposlenih so jim sledili zaposleni z dokončano IV. in V. stopnjo izobrazbe. Najvišjo, osmo stopnjo izobrazbe je v proučevanem obdobju imelo v povprečju 46 zaposlenih. Podatki o izobrazbeni strukturi za obdobje prve polovice leta 2007 niso bili dostopni iz javnih virov.

Tabela 7: Izobrazbena struktura zaposlenih v Skupini Gorenje v obdobju 2002–2006

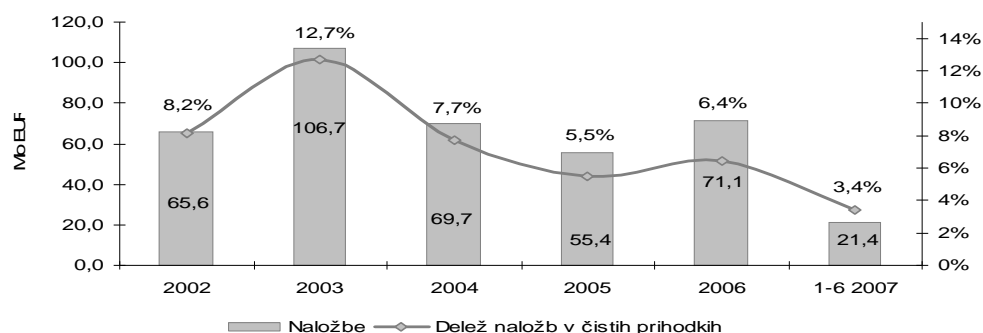
Stopnja izobrazbe	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
I.	2.950	3.093	3.028	3.243	3.081	33,6%	32,8%	31,8%	30,9%	29,2%
II.	511	537	558	541	633	5,8%	5,7%	5,9%	5,1%	6,0%
III.	316	315	316	538	618	3,6%	3,3%	3,3%	5,1%	5,9%
IV.	2.328	2.529	2.551	2.792	2.845	26,5%	26,8%	26,8%	26,6%	27,0%
V.	1.881	2.008	2.053	2.275	2.183	21,4%	21,3%	21,6%	21,6%	20,7%
VI.	304	376	384	411	466	3,5%	4,0%	4,0%	3,9%	4,4%
VII.	453	531	573	651	676	5,2%	5,6%	6,0%	6,2%	6,4%
VIII.	29	38	51	58	54	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%
Skupaj	8.772	9.427	9.514	10.509	10.556	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Vir: Gorenje, 2007 (URL: <http://www.gorenjegroup.com/investitorji>). Lastni izračuni.

Naložbe

V Skupini Gorenje so v obdobju 2002–30. 06. 2007 za naložbe namenili približno 369 mio EUR. V letu 2006 so bile izvedene naložbe v višini 71,1 mio EUR, in sicer 67,4 mio EUR za opredmetena osnovna sredstva in 3,7 mio EUR za neopredmetena osnovna sredstva. V prvi polovici leta 2007 so v Skupini Gorenje za naložbe namenili 21,4 mio EUR, od tega je bil največji delež (11 mio EUR) namenjen naložbam v tehnično opremo.

Slika 4: Prikaz naložb (vrednostno in v deležih od čistih prihodkov) v obdobju od 2002 – 30. 06. 2007



Vir: Gorenje, 2007 (URL: <http://www.gorenjegroup.com/investitorji>). Lastni izračuni.

Največ naložb je bilo izvedenih v diviziji gospodinjski aparati. V letu 2006 je bilo v tej diviziji realiziranih 93,4% vseh naložb v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva, v prvi polovici leta 2007 pa 82,0%.

Tabela 8: Struktura naložb v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva v Skupini Gorenje po divizijah v obdobju 2002–30.06.2007

v mio EUR	2002	2003	2004	2005	2006	1-6 2007
Divizija gospodinjskih aparatov	54,0	99,1	64,9	52,0	66,4	17,5
Divizija notranje opreme	1,6	1,8	1,8	1,7	1,6	1,8
Divizija trgovine in storitev	10,1	5,8	3,0	1,7	3,2	2,0
Skupaj	65,6	106,7	69,7	55,4	71,1	21,4
Divizija gospodinjskih aparatov	82,3%	92,9%	93,1%	93,9%	93,4%	82,0%
Divizija notranje opreme	2,4%	1,7%	2,6%	3,1%	2,2%	8,6%
Divizija trgovine in storitev	15,3%	5,5%	4,3%	3,0%	4,4%	9,4%
Skupaj	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Vir: Gorenje, 2007 (URL: <http://www.gorenjegroup.com/investitorji>). Lastni izračuni.

Panoga

Panoga gospodinjskih aparatov sodi med zrele panoge. Tako kot v preteklih letih se je tudi v letu 2005 v Evropi nadaljevala nizka rast prodaje gospodinjskih aparatov. Nizka rast in tudi zniževanje obsega prodaje na nekaterih največjih trgih je bila, v primerjavi z rezultati iz leta 2004, predvsem posledica nizke gospodarske rasti in nizkega zaupanja potrošnikov.

Po podatkih nekaterih raziskovalnih agencij (Datamonitor, GfK Group) trendi tržne vrednosti trga gospodinjskih aparatov v Evropi kažejo vztrajno večanje tržne vrednosti trga gospodinjskih aparatov, rast pa naj bi se v letih 2008 do 2009 ustalila na ravni 2,5%.

Proizvajalci gospodinjskih aparatov so v letih 2005 in 2006 zelo aktivno izvajali ukrepe za racionalizacijo poslovanja. Eden izmed najpomembnejših ukrepov racionalizacije je selitev proizvodnje v države Vzhodne Evrope in Azije. Posledica zaostrenih razmer poslovanja pa so: prilagajanje delovanja novim in konstantno spreminjajočim se razmeram v okolju, pospeševanje tržnih aktivnosti in osredotočanje na Vzhodno Evropo.

7.2 Analiza makroekonomskega okolja

7.2.1 Gospodarska gibanja v Evropi in v svetu

Globalna rast kljub umirjanju ostaja na nadpovprečni ravni, kar ugodno vpliva na ohranjanje inflacije na sprejemljivi ravni. Svetovna trgovina pa kljub vsemu še naprej raste hitreje kot proizvodnja. Zaradi konstantne rasti stopnje zaposlenosti in zaradi zmanjšanja cen nafte in naftnih derivatov v avgustu, je tudi potrošnja vztrajno rasla. Med državami v razvoju sta Kitajska in Indija zopet dosegli najvišjo rast. Kitajska je predvsem zaradi investicij in večanja izvoza v lanskem letu dosegla 10,7 odstotno rast. Intenzivno je rasla tudi Indija, ki je med letom dosegla 9,2 odstotno rast. Obe državi sta zaradi strahu pred prehitro rastjo gospodarstva zaostri monetarne razmere.

Gospodarska rast v svetu je v letu 2006 znašala 5,4%, kar pomeni, da je bila lani že četrto leto zapored blizu 5%. Rast se je pospešila predvsem v EU in na Japonskem, v Rusiji in v Aziji pa se je še naprej ohranjala na visoki ravni. Gospodarska rast na evroobmočju je bila v letu 2006 nad pričakovanji in je bila v zadnjih šestih letih najhitrejša. Domače povpraševanje na evroobmočju je naraslo predvsem zaradi izboljšanja

podjetniškega zaupanja in izboljšanja stanja na trgu dela. Napovedi za leto 2007 še vedno predvidevajo upočasnitev gospodarske rasti glede na leto 2006, rahlo višja rast kot prihodnje leto pa se pričakuje v letih 2008 in 2009. Gospodarska rast se na evroobmočju pospešuje že od druge polovice leta 2005, v prvi polovici leta 2006 pa je bila celo najvišja v zadnjih šestih letih. Do dviga v stopnji gospodarske rasti je prišlo predvsem zaradi višje rasti domačega povpraševanja, saj se je najprej pospešila rast zasebne potrošnje, nato pa tudi rast investicij.

Napovedi gospodarske rasti so izboljšane za vse najpomembnejše trgovinske partnerice, vključno z Italijo, kjer je leta 2005 gospodarska rast stagnirala. Za glavne trgovinske partnerice iz evrskega območja za letošnje in prihodnje leto veljajo ugodnejše napovedi od jesenskih. V Nemčiji, Italiji in Avstriji bo gospodarska rast še naprej temeljila predvsem na rasti investicij. Občutnejše rasti zasebne potrošnje ni pričakovati v Nemčiji. Nasprotno pa v Franciji rast zasebne potrošnje še vedno temelji ravno na zasebni potrošnji. Leta 2009 se na evroobmočju pričakuje nadaljnja rahla upočasnitev gospodarske rasti.

Tabela 9: Napoved realne gospodarske rasti najpomembnejših zunanjetrговinskih partneric Slovenije (v %)

Država	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Evroobmočje	1,4	2,6	2,4	2,2	2,0
Nemčija	0,9	2,7	1,9	2,0	1,8
Italija	0,1	1,9	1,8	1,5	1,5
Avstrija	2,0	3,1	2,5	2,3	2,1
Francija	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0
V. Britanija	1,9	2,7	2,6	2,4	2,2
Češka	6,1	5,9	5,0	5,0	4,5
Madžarska	4,2	3,9	2,7	3,0	3,5
Poljska	3,5	5,8	5,5	5,0	4,8
Hrvaška	4,3	4,7	4,5	4,3	4,0
BIH	6,0	5,3	5,5	5,5	5,5
Srbija	6,2	5,8	5,2	5,2	5,2
Makedonija	3,8	3,5	4,0	4,0	4,0
ZDA	3,2	3,4	2,4	3,0	3,0
Rusija	6,4	6,7	5,6	5,2	5,2

Vir: UMAR, Pomladansko poročilo 2007, str. 15

7.2.2 Gospodarska gibanja v Sloveniji

V letu 2006 je realna rast slovenskega gospodarstva dosegla 5,2% in je bila najvišja v zadnjem desetletju. Glavni razlog za pospešitev rasti bruto domačega proizvoda v letu 2006 je bila rast investicij v osnovna sredstva, ki je lani znašala 11,9%, kar je dobrih 10 o.t. več kot leta 2005.

Tabela 10: Izbrani makroekonomski kazalci in njihove napovedi za Slovenijo

Makroekonomski kazalci	2005	2006	2007(n)	2008 (n)	2009(n)
BDP* (rast v%)	4,0	5,2	4,7	4,4	4,1
Rast cen življenjskih potrebščin (rast v%)	2,3	2,5	2,2	2,5	2,5
Saldo tekočega dela plačilne bilance (v mio EUR)	-547	-773	-629	-273	-64
Zaposlenost po SNA (v %)	0,3	1,2	0,9	0,8	0,7
Stopnja brezposelnosti po ILO (v %)	6,5	6,0	5,7	5,4	5,4
Produktivnost (rast v %)	3,7	4,0	3,8	3,6	3,4
Bruto plače na zaposlenega (rast v %)	2,2	2,2	2,9	2,9	2,8
Izvoz proizvodov in storitev	10,5	10,0	9,7	9,2	8,8
Uvoz proizvodov in storitev	7,0	10,4	8,7	8,6	7,9
Investicije v osnovna sredstva (rast v %)	1,5	11,9	5,9	6,6	4,4

* realna rast; (n) napoved.

Vir: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2007, str. 5

Razpoložljivi podatki kažejo, da se v začetku letošnjega leta nadaljujejo spodbudna gibanja. Optimizem potrošnikov se je krepil tudi v prvih treh mesecih letos, saj je kazalec zaupanja dosegel najvišjo četrletno raven sploh. Visoka pa ostaja tudi vrednost kazalnika gospodarske klime, ki se ohranja na najvišjih vrednostih po letu 1996. Prispevki ostalih komponent domače potrošnje niso pomembneje odstopali od doseženih v predhodnem letu. Na okrepljeno realno rast državne potrošnje, ki je v letu 2006 znašala 3,8%, pa je vplivala hitrejša realna rast izdatkov za blago in storitve, predvsem tistih, ki se zagotavljajo iz občinskih proračunov. Tudi izboljšanje mednarodne konjunkturo, ki je ohranjala visoko realno rast izvoza, je pomembno prispevalo k visoki gospodarski rasti.

Napoved gospodarske rasti za Slovenijo za leto 2007 znaša 4,7%. Banka Slovenije za naslednji dve leti napoveduje padec gospodarske rasti, in sicer na 4,4% v letu 2008 oziroma na 4% v letu 2009. Napovedi Banke Slovenije se sicer razlikujejo od napovedi Urada RS za makroekonomske analize in razvoj, ki napoveduje, da se bo gospodarska rast v letu 2007 ustalila nekje med 4% in 4,5%. Sicer pa bo gospodarska rast tudi v prihodnjih letih v veliki meri odvisna od nadaljnjega izvajanja reformnih ukrepov in predvidenih infrastrukturnih projektov.

Pričakovana konjunktorna upočasnitev v mednarodnem okolju se bo po ocenah sicer odrazila na nižji rasti izvoza proizvodov in storitev kot lani, vendar pa bo zaradi pozitivnega prenosa lanskoletnih pozitivnih gibanj v izvozu tudi rast v letošnjem letu nekoliko višja od pričakovane (9,7%). Ob ocenjeni 8,7-odstotni realni rasti uvoza proizvodov in storitev bo prispevek menjave s tujino pozitiven in na podobni ravni kot lani. Na strani domačega povpraševanja, katerega prispevek h gospodarski rasti se ocenjuje na ravni 3,8 odstotne točke, se pričakuje višja rast zasebne potrošnje. Napoved rasti državne potrošnje pa je v letu 2007 3,1%. Realna rast BDP v letu 2008 (4,4%) se bo ohranila na podobni ravni kot v letu 2007 (4,7%).

Gibanja na trgu dela v začetku letošnjega leta kažejo, da se ob nekaterih sezonskih nihanjih še vedno ohranjajo možnosti za nadaljnjo rast zaposlenosti. Rast produktivnosti dela je v lanskem letu znašala 4%. V prihodnjih letih pa naj bi rahlo upadala, in sicer na 3,8% v letu 2007 in na 3,6% v letu 2008 ter na 3,4% v letu 2009. V letu 2007 je napovedana višja rast realne bruto plače na zaposlenega kot v letu 2006. To je posledica višje rasti plač v javnem sektorju, na kar bo vplival začetek odpravljanja nesorazmerij med plačami v tem sektorju ter povečan obseg dela, povezan s predsedovanjem Slovenije EU, in z odpravo sodnih zaostankov. Ocenjena bruto plača na zaposlenega v letu 2007 naj bi nominalno porasla za 5,2% in realno za 2,9%. V letu 2008 je ocenjen nominalen porast bruto plače na zaposlenega 5,5%, realen porast pa 2,9%. Napovedi za leto 2009 znašajo 5,4 odstotno povečanje nominalne bruto plače na zaposlenega in 2,8 odstotno povečanje realne bruto plače na zaposlenega.

Letna stopnja inflacije je v letu 2006 znašala 2,8%, povprečna letna stopnja inflacije pa 2,5%. Napovedane ocene rasti življenjskih potrebščin za leta 2007–2009 še naprej znašajo okoli 2,5%. Pomladanska napoved povprečne inflacije za letošnje leto znaša 2,2%, medletna pa 2,5% in odraža ohranjanje protiinflacijske naravnosti makroekonomskih politik.

7.3 Finančna analiza preteklega poslovanja

Finančna analiza preteklega poslovanja preučevanega podjetja se nanaša na obdobje 2002–30. 06. 2007 (v nadaljevanju preučevano ali analizirano obdobje). Za obdobje 2002–2006 analiza temelji na revidiranih konsolidiranih računovodskih izkazih Skupine Gorenje, pri čemer je bilo s strani revizorjev za vsako leto posebej izdano pozitivno revizijsko mnenje. Podatki za obdobje prve polovice leta 2007 niso revidirani. Pri

finančni analizi preteklega poslovanja sem uporabila konsolidirane računovodske izkaze, ki so bili pripravljene v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP).

Pri preračunu računovodskih izkazov v valuto evro sem uporabila tečaje SIT / EUR, ki so prikazani v spodnji tabeli:

Tabela 11: Uporabljeni tečaji SIT / EUR

Leto	2002	2003	2004	2005	2006
Povprečje	226,417	233,821	238,933	239,618	239,591
Konec leta	230,525	236,791	239,744	239,544	239,640

Vir: Banka Slovenije, 2007 (URL: <http://www.bsi.si/financni-podatki-r.asp?Mapald=141>).

7.3.1 Analiza izkaza uspeha

Analiza prihodkov

Čiste prihodke od prodaje podjetje ustvarja s prodajo proizvodov in storitev. Znotraj podjetja so organizirane v tri divizije: gospodinjski aparati, notranja oprema, trgovina in storitve. Najpomembnejša izmed divizij je divizija gospodinjski aparati, ki je v letu 2006 predstavljala 83% čistih prihodkov od prodaje, divizija notranja oprema je predstavljala 6% ter divizija trgovina in storitve 11%. Prihodki po posameznih divizijah, za preučevano obdobje, so prikazani v prilogi 1.

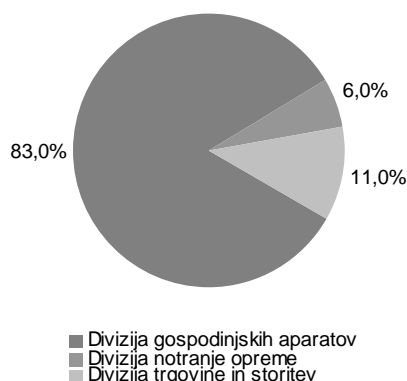
Tabela 12: Gibanje in struktura prihodkov v obdobju 2002–30. 06. 2007

V 1000 EUR	2002	2003	2004	2005	2006	1-6 2007
Skupaj prihodki	842.932	866.578	940.206	1.048.431	1.147.994	637.277
Poslovni prihodki	822.362	855.508	924.610	1.031.442	1.128.140	628.893
Čisti prihodki od prodaje	801.698	839.235	905.053	1.014.750	1.111.262	620.468
Rast v %	8,9%	4,7%	7,8%	12,1%	9,5%	29,9%
Drugi poslovni prihodki	20.664	16.274	19.557	16.691	16.878	8.425
Finančni prihodki	20.570	11.069	15.597	16.990	19.854	8.384
Skupaj prihodki	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Poslovni prihodki	97,6%	98,7%	98,3%	98,4%	98,3%	98,7%
Čisti prihodki od prodaje	95,1%	96,8%	96,3%	96,8%	96,8%	97,4%
Drugi poslovni prihodki	2,5%	1,9%	2,1%	1,6%	1,5%	1,3%
Finančni prihodki	2,4%	1,3%	1,7%	1,6%	1,7%	1,3%

Vir: Izkazi poslovnega izida Skupine Gorenje za leta 2002–2006 in za obdobje 1-6 2007. Lastni izračuni.

V preučevanem obdobju so čisti prihodki od prodaje rasli s povprečno letno stopnjo rasti (*ang. Compound Annual Growth Rate – CAGR*) 6,7%, dejanske letne stopnje rasti pa so bile različne in so prikazane v zgornji tabeli. V prvi polovici leta 2007 je družba ustvarila 620 mio EUR čistih prihodkov od prodaje. V primerjavi z istim obdobjem v letu 2006 je realizirala 29,9 odstotno rast čistih prihodkov od prodaje, vendar podatki niso povsem primerljivi zaradi vključitve družb Istrabenz Gorenje energetski sistemi in družbe Surovina, d.d. v Skupino Gorenje. Z upoštevanjem primerljivih podatkov so doseženi prihodki od prodaje višji za 51,6 mio EUR oziroma 10,8% (Polletno poročilo 2007 družbe Gorenje, d.d., 10. 09. 2007, str. 47).

Slika 5: Struktura prodaje po divizijah v letu 2006



Vir: Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2006. Lastni izračun.

Drugi poslovni prihodki analiziranega podjetja se nanašajo predvsem na subvencije, dotacije in kompenzacije, prihodke od najemnin, porabo in odpravo dolgoročnih rezervacij in na druge poslovne prihodke. V preučevanem obdobju so v povprečju predstavljali 1,8% kosmatega donosa od prodaje, njihova vrednost pa je bila največja v letu 2002, ko so znašali 20,7 mio EUR, oziroma 2,6% kosmatega donosa.

Finančni prihodki so v preučevanem obdobju predstavljali v povprečju 1,7-odstotni delež vseh prihodkov analizirane družbe. Finančni prihodki so se v glavnem nanašali na prihodke od tečajnih razlik, prihodke od obresti in prihodke od dividend in drugih deležev v dobičku. Na datum ocenjevanja vrednosti so finančni prihodki znašali 8,4 mio EUR, kar predstavljala 1,3% celotnih prihodkov družbe. V celotnem preučevanem obdobju so bili finančni prihodki manjši od finančnih odhodkov.

Analiza odhodkov

Tabela 13: Gibanje in struktura odhodkov v obdobju 2002–30. 06. 2007

V %	2002	2003	2004	2005	2006	1-6 2007
Skupaj odhodki	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Poslovni stroški	97,0%	97,5%	97,6%	98,1%	98,0%	98,0%
Nabavna vrednost prodanega blaga	17,8%	16,4%	15,4%	16,1%	19,8%	20,1%
Stroški materiala	42,5%	42,4%	42,8%	43,6%	42,4%	43,2%
Stroški storitev	13,5%	15,0%	15,9%	14,8%	13,4%	13,7%
Stroški dela	16,5%	17,9%	17,6%	17,5%	16,5%	15,4%
Drugi poslovni odhodki	2,3%	1,2%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%
Amortizacija	4,4%	4,6%	4,5%	4,7%	4,4%	4,1%
Finančni odhodki	3,0%	2,5%	2,4%	1,9%	2,0%	2,0%

Vir: Izkaz poslovnega izida Skupine Gorenje za leta 2002–2006, in za obdobje 1-6 2007. Lastni izračuni.

Stroški materiala so v analiziranem obdobju predstavljali največji delež odhodkov, saj so v povprečju predstavljali 42,8% celotnih odhodkov analizirane družbe. Glede na kosmati donos so bili stroški materiala stabilni, in sicer so se gibal na ravni med 42,8% in 44% od kosmatega donosa. Na stroške materiala v največji meri vplivajo cene surovin, predvsem jeklene pločevine in drugih jeklenih izdelkov, neželeznih kovin in nafte. V prilogi 3 je prikazano gibanje cen strateških surovin v obdobju 2005–julij 2007.

Stroški dela so se v preučevanem obdobju glede na kosmati donos gibal na ravni med 15,6% in 18,6%, v povprečju pa so predstavljali 17,3% kosmatega donosa. Povprečno število zaposlenih se je povečalo od

8.610 zaposlenih v letu 2002 na 11.388 zaposlenih v prvi polovici leta 2007. Rast povprečnega števila zaposlenih v prvi polovici leta 2007 je izračunana na podlagi podatka o povprečnem številu zaposlenih v prvi polovici leta 2006 in je 10,1 odstotna, kar je predvsem posledica vključitve družbe Istrabenz Gorenje energetske sistemi in družbe Surovina v Skupino Gorenje. Produktivnost dela na zaposlenega se je v analiziranem obdobju povečala iz 93,1 tEUR v letu 2002 na 105,3 tEUR v letu 2006, v prvi polovici leta 2007 pa je znašala 54,5 tEUR, kar je 17,9% več kot v enakem obdobju leta 2006.

Tabela 14: Gibanje in struktura stroškov dela analizirane družbe v obdobju 2002–30. 06. 2007

V 1000 EUR	2002	2003	2004	2005	2006	1-6 2007
Stroški dela	135.347	153.595	165.772	181.020	186.068	98.698
Stroški plač	94.282	105.106	113.278	126.102	129.965	68.939
Stroški socialnih zavarovanj	21.813	25.240	27.094	30.494	31.327	16.617
Drugi stroški dela	19.252	23.250	25.400	24.424	24.776	13.142
Povprečno št. zaposlenih	8.610	9.146	9.503	10.492	10.556	11.388
Rast števila zaposlenih	4,5%	6,2%	3,9%	10,4%	0,6%	10,1%
Stroški dela na zaposlenega	15,7	16,8	17,4	17,3	17,6	8,7
Rast str. dela na zaposlenega	9,5%	6,8%	3,9%	-1,1%	2,2%	-0,7%
Prihodki na zaposlenega	93,1	91,8	95,2	96,7	105,3	54,5
Rast produktivnosti na zaposlenega	4,2%	-1,5%	3,8%	1,6%	8,8%	17,9%

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje za leta 2002–2006 in polletno poročilo 2007. Lastni izračuni 2007.

Drugi poslovni odhodki so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljali 1,5% celotnih odhodkov družbe. Zajemali so predvsem slabitev terjatev, ki je predstavljala največji delež drugih poslovnih odhodkov, slabitev zalog, dajatve, ki niso odvisne od stroškov dela in drugih vrst stroškov (to so predvsem dajatve za uporabo stavbnega zemljišča, vodarino, okoljske takse, članarine v zakonsko obveznih združenjih in druge obvezne dajatve) ter druge odhodke, ki zajemajo predvsem izdatke za varstvo okolja, štipendije in odškodnine.

Stroški amortizacije so se v analiziranem obdobju glede na kosmati donos gibali na ravni med 4,2% in 4,8%, v povprečju pa so predstavljali 4,5% od kosmatega donosa. Največji delež stroškov amortizacije je v preučevanem obdobju predstavlja amortizacija nepremičnin, naprav in opreme. V letu 2006 je delež amortizacije nepremičnin, naprav in opreme predstavljal 88% vseh stroškov amortizacije.

Finančni odhodki so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljali 2,3% celotnih odhodkov. Glede na kosmati donos so imeli padajoči trend, saj so se zmanjšali iz 3,0% od kosmatega donosa v letu 2002 na 2,0% v letu 2006. Na enaki ravni pa so se obdržali tudi v prvi polovici leta 2007. Največji delež v strukturi finančnih odhodkov so v preučevanem obdobju predstavljali odhodki za obresti in odhodki od negativnih tečajnih razlik.

7.3.2 Analiza bilance stanja

Analiza stalnih sredstev

Neopredmetena dolgoročna sredstva: V preučevanem obdobju se je delež neopredmetenih dolgoročnih sredstev v strukturi celotnih sredstev povečeval, in sicer se je povečal, kar je razvidno iz tabele v prilogi 2. Neopredmetena dolgoročna sredstva so zajemala dolgoročno odložene stroške razvoja, dolgoročne premoženjske pravice, dobro ime, neopredmetena sredstva v izdelavi in predujme za neopredmetena sredstva. Največji delež v strukturi neopredmetenih dolgoročnih sredstev so v

analiziranem obdobju predstavljali dolgoročno odloženi stroški razvoja in dolgoročne premoženjske pravice.

Opredmetena osnovna sredstva so v preučevanem obdobju predstavljala največji delež celotnih sredstev. V povprečju so predstavljala 41,3-odstotni delež celotnih sredstev družbe. Zajemala so predvsem nepremičnine in proizvodjalno ter drugo opremo.

Naložbene nepremičnine zajemajo predvsem zemljišča in zgradbe, ki so namenjena nadaljnji prodaji oziroma povečevanju vrednosti naložb. V strukturi sredstev podjetja so v obdobju 2004–30. 06. 2007 v povprečju predstavljale 0,2-odstotni delež.

Dolgoročne finančne naložbe. Med dolgoročnimi finančnimi naložbami družba izkazuje predvsem naložbe v delnice in deleže, razpoložljive za prodajo, ki predstavljajo največji delež dolgoročnih finančnih naložb, dolgoročno dana posojila (od 1 do 5 let), umetniška dela, dolgoročne depozite in druge dolgoročne finančne naložbe. Delež dolgoročnih finančnih naložb v strukturi celotnih sredstev se je v preučevanem obdobju zmanjšal iz 3,7% na 31. 12. 2002 na 1,9% na datum ocenjevanja vrednosti. V letu 2006 se naložbe v pridružene družbe nanašajo na odkup 27,6-odstotnega deleža družbe Surovina, d.d., Maribor z dne 15. 01. 2006.

Analiza gibljivih sredstev

Zaloge so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 38,6-odstotni delež gibljivih sredstev, na datum ocenjevanja vrednosti pa je njihov delež v strukturi gibljivih sredstev znašal 40%. Zaloge se v glavnem nanašajo na zaloge materiala ter zaloge proizvodov.

Poslovne terjatve so v preučevanem obdobju predstavljale največji delež gibljivih sredstev. V povprečju so v analiziranem obdobju predstavljale 49,7% gibljivih sredstev, na datum ocenjevanja vrednosti pa je njihov delež znašal 47,9%. Poslovne terjatve se v večini nanašajo na terjatve do kupcev.

Kratkoročne finančne naložbe so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 4,4% gibljivih sredstev. Največji delež kratkoročnih finančnih naložb predstavljajo delnice in deleži, namenjeni prodaji. Po pomembnosti jim v strukturi kratkoročnih finančnih naložb sledijo prejete menice in kratkoročno dana posojila.

Analiza dolgoročnih obveznosti

Rezervacije so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 6,1-odstotni delež v strukturi obveznosti do virov sredstev, na datum ocenjevanja vrednosti so tako kot v letu 2006 predstavljale 6,2% obveznosti do virov sredstev. Rezervacije so zajemale predvsem rezervacije za prodajne garancije, ki so v celotnem preučevanem obdobju predstavljale največji delež rezervacij, rezervacije za odpravnine in pokojnine ter druge rezervacije.

Finančne obveznosti so se v celotnem preučevanem obdobju povečevale, in sicer se je njihov delež v strukturi obveznosti do virov sredstev povečal iz 9,4% v letu 2002 na 15,8% na datum ocenjevanja vrednosti. V celotnem preučevanem obdobju so med dolgoročnimi finančnimi obveznostmi največji delež zavzemale obveznosti do bank. Družba ima svoja posojila zavarovana z menicami, garancijami in hipotekami. Nekatera dolgoročna posojila so zavarovana z več oblikami zavarovanj hkrati. Garancije se nanašajo na dane garancije in poroštva, ki sta jih za obveznosti družbe v skupini poslovnim bankam izdali družbi Gorenje, d.d., in Gorenje Beteiligungs GmbH.

Poslovne obveznosti so v preučevanem obdobju predstavljale zanemarljiv delež v strukturi obveznosti do virov sredstev.

Analiza kratkoročnih obveznosti

Finančne obveznosti. V preučevanem obdobju je družba povečala kratkoročni dolg, in sicer se je njegov delež v strukturi obveznosti do virov sredstev povečal iz 16,6% v letu 2002 na 25,0% na datum ocenjevanja vrednosti. Največji delež dolgoročnih poslovnih obveznosti so v preučevanem obdobju predstavljala kratkoročno dobljena posojila od bank.

Poslovne obveznosti so v preučevanem obdobju v povprečju predstavljale 25,7% obveznosti do virov sredstev, na datum ocenjevanja vrednosti pa je ta delež znašal 18,2%. Glede na kosmati donos od prodaje so se kratkoročne poslovne obveznosti v preučevanem obdobju gibale na ravni med 19,5% in 36,7%. V letu 2006 so se kratkoročne poslovne obveznosti v celoti nanašale na obveznosti do dobaviteljev. V ostalih letih preučevanega obdobja so kratkoročne poslovne obveznosti poleg obveznosti do dobaviteljev, ki so predstavljale največji delež kratkoročnih poslovnih obveznosti, zajemale tudi kratkoročne obveznosti do zaposlenih, kratkoročne obveznosti do države in druge kratkoročne obveznosti.

Analiza obratnega kapitala

Obratni kapital sestavlja razlika med vsoto zalog, terjatev, denarnih sredstev, kratkoročnih finančnih naložb in drugih kratkoročnih sredstev na eni strani ter vsoto poslovnih obveznosti in pasivnih časovnih razmejitev na drugi strani. Čisti obratni kapital ne vsebuje denarnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb, saj te postavke v bilanci stanja v večini primerov zajemajo poslovno nepotrebna sredstva ali višek likvidnih sredstev.

Kot je razvidno iz tabele v prilogi 4, se je obratni kapital v obdobju 2002–2006 glede na kosmati donos gibal na ravni med 16,4% in 19,2%, v povprečju pa je znašal 17,6%. V zadnjih treh letih analiziranega obdobja je potreba po obratnem kapitalu naraščala, saj se je le-ta povečal s 16,4% kosmatega donosa v letu 2004 na 17,9% v letu 2006.

Čisti obratni kapital, ki ne upošteva kratkoročnih finančnih naložb in denarnih sredstev, je v preučevanem obdobju v povprečju znašal 14,4% od kosmatega donosa, gibal pa se je na ravni med 14,0% v letu 2004 in 15,1% v letu 2006. Na datum ocenjevanja vrednosti je obratni kapital znašal 315,2 mio EUR, čisti obratni kapital pa 282,4 mio EUR.

8 NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI IZBRANEGA PODJETJA

V okviru na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti preučevanega podjetja sem izbrala metodo diskontiranega denarnega toka s postopkom celotnega kapitala. Temeljno izhodišče izbrane metode je, da je vrednost lastniškega kapitala enaka sedanji vrednosti bodočih prostih denarnih tokov (diskontiranih s tehtanim povprečjem stroškov kapitala - WACC), ki pripadajo celotnemu kapitalu (lastnikom kapitala in finančnega dolga), od katere se odšteje neto dolg podjetja (seštevek kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti, zmanjšan za vrednost denarnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb).

8.1 Napoved denarnega toka

Napoved denarnega toka je izdelana iz dveh delov, in sicer iz napovedi denarnega toka v eksplicitnem časovnem obdobju in napovedi 'normaliziranega' denarnega toka, ki ga na podlagi Gordonovega modela rasti projiciramo v neskončnost. Obdobje napovedi eksplicitnega denarnega toka se nanaša na obdobje 01. 07. 2007–2014. Projekcija prihodnjih denarnih tokov je izdelana na podlagi napovedi ključnih finančnih spremenljivk družbe Gorenje d.d., ki so dostopne na njihovi internetni strani, in na podlagi preteklega poslovanja družbe.

Ključne predpostavke za napoved denarnega toka se nanašajo na napoved poslovnih prihodkov in stroškov, napoved investicij v obratni kapital in osnovna sredstva ter na izračun preostale vrednosti podjetja. Temeljijo na naslednjih predpostavkah:

- Napovedi poslovnih prihodkov in odhodkov ter investicij v obratni kapital in osnovna sredstva so bile pripravljene na podlagi javno dostopnih podatkov preučevane družbe. Projekcije poslovanja predstavljajo kontinuiteto poslovanja v okviru dosedanje strategije poslovanja ciljne družbe in ne vključujejo nobenih strateških povezav kakor tudi ne nobenega strateškega prestrukturiranja poslovanja. Za obdobje 2007–2010 so bile uporabljene napovedi ključnih finančnih spremenljivk, ki so zapisane v strateškem načrtu preučevane družbe za obdobje 2007–2010.
- Napovedi temeljijo na nominalnih kategorijah in so izražene v valuti evro, ki je postala uradna valuta v Republiki Sloveniji s 01. 01. 2007. Prvotne projekcije poslovanja (za obdobje 2007 – 2010) so dopolnjene še s projekcijami za obdobje 2012–2014, kar ustreza dolgoročnejšemu značaju finančnih projekcij za potrebe ocenjevanja vrednosti preučevane družbe.
- Na podlagi zgoraj predstavljenih izhodišč je napoved denarnega toka opredeljena z vidika manjšinskega (neobvladujočega) lastništva.

8.2 Napovedi za obdobje 01.07.2007–2014

Prihodke od prodaje sem, kot je razvidno iz priloge 6, napovedala po posameznih divizijah, kjer je imela največjo težo divizija gospodinjski aparati. Rast prihodkov od prodaje divizije gospodinjski aparati v obdobju prvih štirih let je določena na ravni 6,0%, po letu 2010 pa sem predpostavila 4-odstotno rast. Prihodki divizije notranja oprema bodo v letu 2007 znašali 64,9 mio EUR, v naslednjih treh letih znaša rast prihodkov od prodaje te divizije 5,0% letno do leta 2010. Po letu 2010 pa napovedujem rast prodaje v višini 4,0%. Divizija trgovina in storitve naj bi v letu 2007 ustvarila 152,3 mio EUR prihodkov, v letih 2008–2010 je v primerjavi s predhodnim letom določena rast 6,0% letno. V letih od 2010 do konca eksplicitnega napovednega obdobja naj bi rast znašala 5,0%. Višjo rast prihodkov divizije trgovina in storitve sem povzela po javno dostopnih podatkih družbe.

Nabavna vrednost prodanega blaga je za obdobje druge polovice leta 2007 napovedana glede na napovedi posloводства. Za preostala leta eksplicitne napovedi pa je postavka nabavna vrednost prodanega blaga napovedana v odvisnosti od kosmatega donosa, in sicer v višini 20,0% od kosmatega donosa, saj je v zadnjih treh letih ta postavka glede na kosmati donos imela naraščajoči trend.

Stroški materiala so prav tako napovedani v odvisnosti od kosmatega donosa. Za obdobje druge polovice leta 2007 sem upoštevala napovedi posloводства preučevane družbe, ki predvideva nižji delež stroškov materiala glede na kosmati donos. Glede na gibanje cen ključnih surovin, ki jih podjetje uporablja pri proizvodnji svojih proizvodov, sem za obdobje let 2008–2010 stroške materiala napovedala na ravni 42,8% od kosmatega donosa, za obdobje 2011–2014 pa na ravni 42,5%.

Stroški storitev; Glede na trend iz preteklega obdobja sem stroške storitev za prva štiri leta relativno glede na kosmati donos napovedala na ravni 13,0%, za naslednja štiri leta pa na ravni 12,5% kosmatega donosa.

Stroški dela so napovedani v odvisnosti od števila zaposlenih ter stroškov dela na zaposlenega. V napovednem obdobju bodo rasli skladno z rastjo produktivnosti dela, tako da se njihov relativni delež glede na kosmati donos ne spreminja in je enak 16,5%. Za obdobje druge polovice leta 2007 pa so stroški napovedani glede na napovedi oziroma pričakovanja posloводства.

Drugi poslovni prihodki in odhodki; Za drugo polovico leta 2007 sem v napovedi drugih poslovnih prihodkov in odhodkov prevzela napovedi analizirane družbe, in sicer so drugi poslovni prihodki napovedani na ravni 0,6% kosmatega donosa, drugi poslovni odhodki pa na ravni 0,8% od kosmatega donosa. Za ostala leta napovednega obdobja sem ti dve postavki napovedala v odvisnosti od kosmatega donosa, pri čemer sem privzela malenkost višje deleže, kot jih za leto 2007 pričakuje posloводство preučevane družbe, in sicer sem druge poslovne prihodke napovedala na ravni 1,5% od kosmatega donosa, druge poslovne odhodke pa na ravni 1,3% od kosmatega donosa.

Amortizacijo za obdobje 7-12 2007 napovedujem glede na napovedi posloводства v strateškem načrtu za obdobje 2007–2010 v višini 4,6% kosmatega donosa. Za obdobje 2008–2010 sem amortizacijo glede na kosmati donos napovedala na ravni 4,2% od kosmatega donosa, za obdobje 2011–2014 pa na ravni 4,0% kosmatega donosa.

Efektivna davčna stopnja je določena v višini 20,0%, in je napovedana na ravni efektivne davčne stopnje iz leta 2006.

Investicije v osnovna sredstva; Podjetje je v preteklosti intenzivno vlagalo v osnovna sredstva, saj je investiralo v povprečju 8,1% prihodkov letno, medtem ko se panožno povprečje nahaja med 3,0 in 4,0 odstotki. V napovedih sem v povprečju upoštevala investicije v višini 3,2% od kosmatega donosa.

Investicije v obratna sredstva; Predpostavljam, da bo čisti obratni kapital glede na kosmati donos v obdobju 2007–2010 znašal 17,8%, v naslednjih letih eksplicitnega napovednega obdobja naj bi se malenkost povečal, in sicer na 17,9% kosmatega donosa. Dolgoročna raven potreb analiziranega podjetja po čistem obratnem kapitalu je višja predvsem zato, ker namerava podjetje v prihodnosti usmeriti večji delež svojih prodajnih aktivnosti v države Vzhodne Evrope, kar bo povečalo poslovne terjatve podjetja, hkrati pa se bodo zaradi kompleksnejših proizvodov in širše ponudbe proizvodov povečale njegove zaloge.

8.3 Izračun preostale vrednosti

Eksplicitne projekcije denarnega toka v analizi so narejene za obdobje 01. 07. 2007–2014, vendar predpostavljam, da bo podjetje poslovalo tudi po letu 2014. Preostala vrednost denarnega toka predstavlja sedanjo vrednost vseh tistih denarnih tokov, ki se bodo realizirali po letu 2014. Preostala vrednost lahko določimo z uporabo tržnih mnogokratnikov ali pa z metodo uglavničenja. Za potrebe pričujočega diplomskega dela sem se odločila za metodo uglavničenja iz naslednjih razlogov:

- Ta metoda je med ocenjevalci vrednosti v praksi največkrat privzeta za izračunavanje preostale vrednosti, hkrati pa pomeni kontinuiteto na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti.
- Slabost uporabe tržnih mnogokratnikov se kaže v tem, da dejansko meša na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti z načinom tržnih primerjav; ker preostala vrednost običajno predstavlja relativno

velik del končne vrednosti, na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti dejansko preide v način tržnih primerjav.

Metoda uglavničenja temelji na normaliziranem letnem denarnem toku, ki bo naraščal oziroma padal po neki povprečni stopnji v prihodnost, ter na meri uglavničenja, ki jo določata diskontna stopnja in stopnja rasti normaliziranega letnega denarnega toka. Pri določanju preostale vrednosti denarnih tokov sem upoštevala naslednje predpostavke:

- **Normalizirani denarni tok** je enak prilagojenemu prostemu neto denarnemu toku iz napovednega leta 2014 (zadnjega leta eksplicitne napovedi). Prilagoditev se nanaša na višino investicij v obratni kapital, ki je enaka 0,0 EUR, kar je v skladu z 0,0% pričakovano dolgoročno stopnjo rasti normaliziranega denarnega toka, ter na višino investicij v opredmetena sredstva, ki se izenačijo z amortizacijo v zadnjem letu napovedi.
- **Dolgoročna rast normaliziranega denarnega toka** znaša 0,0%, ker gre za rast v neskončnost, pri tem pa je potrebno upoštevati, da gredo podjetja in industrije skozi faze razvoja rasti, umirjanja in upadanja. 0,0% stopnja rasti normaliziranega toka je v praksi tudi največkrat privzeta stopnja rasti pri določanju preostale vrednosti, ker višja stopnja rasti zahteva jasen indic, da lahko tudi v prihodnosti pričakujemo relativno visoke stopnje rasti, kar pa v primeru, ki ga obravnava pričujoče diplomsko delo, ni moč predpostavljati.
- **Mera uglavničenja** je razlika med diskontno stopnjo in stopnjo rasti normaliziranega denarnega toka. Za diskontno stopnjo sem privzela diskontno stopnjo iz zadnjega leta eksplicitnega dela napovedovanja, in sicer za leto 2014. Enačba (3. 2) prikazuje način izračunavanja preostale vrednosti.

8.4 Določitev diskontne stopnje

Stopnja zadolženosti je izražena s kazalnikom D/E (razmerje med finančnim dolgom in lastniškim kapitalom). Kazalnik D/E izraža razmerje med vrednostjo finančnega dolga, ki se nanaša na osnovno dejavnost podjetja, ter ocenjeno vrednostjo osnovne dejavnosti podjetja na datum ocenjevanja vrednosti. Ker je vrednost podjetja odvisna od kazalca D/E in ker je posledično kazalec D/E odvisen od vrednosti podjetja, sem problem cirkularnosti rešila s postopkom približevanja oziroma poskušanja. Kazalec D/E znaša 100,0%, kar je tudi dolgoročni cilj preučevanega podjetja. Izračun diskontne stopnje je prikazan v prilogi 5.

Strošek dolga

Strošek dolga: 3,6%

Strošek dolga je izračunan po davkih. Pri tem je privzeta efektivna davčna stopnja 20,0%.

Obrestna mera: 4,5%

Pri določanju obrestne mere preučevanega podjetja sem upoštevala povprečno obrestno mero za kratkoročne kredite preučevanega podjetja, ki je znašala 4,33%. Ker pa so kratkoročni krediti vezani na EURIBOR, sem zaradi trenutnega trenda rasti EURIBOR-ja privzela malenkost višjo obrestno mero.

Strošek lastniškega kapitala

Beta brez zadolženosti: 0,75

Beto brez zadolženosti sem prevzela po podatkih na internetni strani Damodaran Online. Gre za beto brez zadolženosti za evropska podjetja, ki se ukvarjajo s podobno dejavnostjo, pri čemer sem za primerljiva podjetja privzela sektor „Appliances“.

Beta z zadolženostjo: 1,36

Beto brez zadolženosti sem prilagodila za stopnjo zadolženosti ocenjevanega podjetja s pomočjo Hamadove formule¹³ (3. 6), ki upošteva sestavo celotnega kapitala, upoštevajoč njegove sestavine na datum ocenjevanja vrednosti. Pri izračunu sem upoštevala efektivno davčno stopnjo v višini 20,0%, medtem ko kazalec D/E znaša 103,0%.

Netvegana obrestna mera: 4,89%

Za referenčno obrestno mero sem izbrala donosnost dolgoročne evropske obveznice (Nominalni 30-y yield, popravljen za razliko v LT pričakovani stopnji inflacije med SLO in EURO območjem), ki je na datum ocenjevanja vrednosti (30. 06. 2007) znašala 4,89%. Razlog za izbor dolgoročne evropske obveznice za referenčno netvegano obrestno mero je, da dolgoročna državna obveznica ustreza dolgoročnejšemu značaju naložb v lastniški kapital, da so obrestne mere dolgoročnih obveznic podvržene manjšim nihanjem kot obrestne mere kratkoročnih obveznic ter da je pribitek za kapitalsko tveganje določen na podlagi izbrane obveznice.

Pribitek za kapitalsko tveganje: 4,91%

Tržno premijo za tveganje sem privzela po Damodaranu, in sicer za razvite kapitalske trge. Pribitek za kapitalsko tveganje je določen na podlagi geometrijskega povprečja razlik med letno povprečno stopnjo donosa delnic (S&P 500) in dolgoročnih državnih obveznic v ZDA za obdobje 1928-2006. V tem obdobju je znašalo geometrijsko povprečje stopenj donosa delnic 9,86%, medtem ko je geometrijsko povprečje dolgoročnih obveznic znašalo 4,91%.

Dodatna premija za deželno tveganje: 0,75-odstotne točke

Ker podjetje ustvari večino prihodkov z izvozom svojih proizvodov na tuje trge, je potrebno pri izračunu stroškov kapitala upoštevati tudi premijo za deželno tveganje držav, v katere preučevano podjetje izvaža. Tovrstno tveganje je upoštevano, ker sta tako netvegana donosnost kot tudi tržna premija za tveganje privzeti iz razvitih trgov kapitala z nično stopnjo za deželno tveganje (ZDA), med katera pa se Slovenija in predvsem države iz Vzhodne Evrope, v katere preučevano podjetje izvaža, ne uvrščajo. Prilagoditev za deželno tveganje temelji na podatkih iz Damodaranove baze na datum ocenjevanja vrednosti.

Dodatna premija za velikost podjetja: 2-odstotni točki

V primerjavi s podjetji, na podlagi katerih je določena tržna premija za tveganje, je ocenjevano podjetje 'mikromajhno'. Ker so majhna podjetja izpostavljena večjim poslovnim in finančnim tveganjem, kot je to značilno za velika podjetja, vlagatelji zahtevajo višje stopnje donosa za vlaganja v manjša podjetja. Premijo za velikost podjetja sem določila s pomočjo premij za mikromajhna podjetja, ki so bile izračunane za ta podjetja na New York Stock Exchange za obdobje 1926–2005.

Tabela 15: Premije za velikost (majhnost) podjetja

Decilni razredi	Tržna kapitalizacija najmanjšega podjetja (v mio \$)	Tržna kapitalizacija največjega podjetja (v mio \$)	Premija za velikost ('return in excess of CAPM')
Mid-Cap (3-5)	1.729	7.187	1,02%
Low-Cap (6-8)	587	1.729	1,81%
Micro-Cap (9-10)	1	586	3,95%

Vir: Ibbotson: SBBI, Valuation Edition, 2006 Yearbook, str. 73.

¹³ Hamadovo formulo sem preoblikovala tako, da sem iz bete brez zadolženosti dobila beto z zadolženostjo, saj sem razpolagala s podatkom za beto brez zadolženosti.

8.5 Izračun ocene vrednosti

Na podlagi analize preteklega poslovanja in zgoraj predstavljenih predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov ocenjujem vrednost lastniškega kapitala na delnico družbe Gorenje, d.d. na dan 30. 06. 2007 na 35,3 EUR. Izračun ocene vrednosti Skupine Gorenje je prikazan v prilogi 7.

Glede na to, da so bili poslovni načrti, iz katerih sem izhajala pri napovedovanju prihodnjih denarnih tokov, narejeni v začetku leta 2006 in glede na razvoj družbe v prvi polovici leta sem mnenja, da bi rast družbe lahko bila večja. Ker pa je rast ena izmed ključnih spremenljivk pri ocenjevanju vrednosti podjetja, sem v prilogi 13 prikazala tudi napoved izkaza uspeha preučevane družbe, ob upoštevanju višje stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje, in sicer sem za leti 2008 in 2009 upoštevala 9,1-odstotno stopnjo rasti čistih prihodkov od prodaje, ki pa se do leta 2011 zmanjša na 8,0% in se kasneje zopet poveča. Ocena vrednosti Skupine Gorenje, dobljena z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov, ob upoštevanju predpostavke višje rasti čistih prihodkov od prodaje, je prikazana v prilogi 14, in sicer znaša 42,7 EUR na delnico.

9 NA TRŽNIH PRIMERJAVAH ZASNOVAN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI

V analizo so vključeni mnogokratniki, ki temeljijo tako na lastniškem kapitalu (tržni kapitalizaciji), kot tudi mnogokratniki, ki temeljijo na celotnem kapitalu (*EV-enterprise value*). Razlogi za izbiro mnogokratnikov iz točke 9.2 so naslednji:

- Mnogokratniki lastniškega kapitala se pri ocenah vrednosti podjetja največkrat uporabljajo, ker so po svoji vsebini najbližje tistim finančnim kategorijam, ki pripadajo izključno lastnikom podjetja. Kazalec P/E je v praksi največkrat privzet mnogokratnik.
- Ker se primerljiva podjetja med drugim razlikujejo tudi po stopnji zadolženosti, sem v analizo vključila tudi mnogokratnike celotnega kapitala, ki razlike v zadolženosti (neto dolg) tudi upoštevajo.

Pri izračunu posameznih mnogokratnikov je upoštevana konsistentnost med števcem in imenovalcem mnogokratnika. Pri kazalcih celotnega kapitala pa je upoštevana finančna spremenljivka dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA), ker le-ta pripada tako lastniškemu kot dolžniškemu kapitalu.

9.1 Predstavitev primerljivih podjetij

Panoga bele tehnike sodi med zrele in zasičene panoge, v katerih vlada izjemna konkurenčnost. Po raziskavi svetovalne hiše AT Kearney, se bo panoga gospodinjskih aparatov soočila s popolno konsolidacijo v roku 15 let. V tem času naj bi se vrstili prevzemi in strateška združevanja, kar bo vodilo v to, da bodo tri največja podjetja zasedala tričetrtinski delež globalnega trga gospodinjskih aparatov. V preostalem deležu globalnega trga bodo ostali tisti proizvajalci, ki bodo preživeli. Trenutno se vsa podjetja v tej panogi ubadajo z naraščajočimi stroški osnovnih surovin, ki jih potrebujejo za proizvodnjo svojih izdelkov in predvsem intenzivno vlagajo v raziskave in razvoj.

Electrolux

Electrolux je eno izmed vodilnih družb, ki se ukvarjajo s proizvodnjo in prodajo gospodinjskih aparatov in aparatov za profesionalno rabo. Delnice družbe Electrolux kotirajo na Stockholmski borzi. Na datum 30. 06.

2007 je cena ene delnice obravnavane družbe znašala 17,62 EUR. Na leto Electrolux proda več kot 40 mio svojih proizvodov. Prisoten je v več kot 150-ih državah. V letu 2006 je Electrolux ustvaril 11,3 mrd EUR prihodkov od prodaje. Med najbolj znanimi blagovnimi znamkami Electroluxa so naslednje: Electrolux, AEG-Electrolux, Zanussi, Eureka in Frigidaire. Sedež podjetja se nahaja na Švedskem. V letu 2006 je bilo v Electroluxu zaposlenih več kot 55.500 ljudi. Družba se v zadnjih letih sooča z velikimi spremembami, saj del svoje proizvodnje seli v države z nižjimi stroški dela (Poljska, Madžarska, Mehika, Kitajska in Tajsko). Eden izmed razlogov za ta korak je tudi trend naraščanje cen osnovnih surovin, ki jih potrebuje za proizvodnjo svojih izdelkov. Načrtovana prihodnja rast prihodkov od prodaje družbe Electrolux je nekje med 1,0% in 8,0%, pričakovana marža pa naj bi bila v prihodnosti malenkost višja kot v letu 2006.

Vestel

Skupino Vestel sestavlja 18 podjetij. Proizvaja hladilnike, zamrzovalnike, pralne stroje, klime in kuhalne aparate. Ciljni kupci so predvsem gospodinjstva. Družba izvaša v več kot 100 držav. Tržni delež družbe v razvitih državah Evrope je okrog 20,0%, globalno pa ima približno 5-odstotni tržni delež. Delnice družbe kotirajo na borzi v Istanbulu. V letu 2006 je Skupina Vestel ustvarila 2,9 mrd EUR prihodkov od prodaje, od tega 595,2 mio EUR družba Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret AS. V naslednjih treh letih je pričakovana povprečna stopnja rasti prihodkov od prodaje enaka 12,2%.

Arcelik

Družba Arcelik poleg gospodinjskih aparatov proizvaja tudi druge izdelke. V proizvodnji in prodaji gospodinjskih aparatov se uvršča na tretje mesto v Evropi. S svojimi izdelki je prisotna v več kot 100 državah sveta, največji delež pa ima v Turčiji, kjer je tudi sedež podjetja. Na turškem trgu zavzema 50-odstotni tržni delež in tako zavzema prvo mesto med ponudniki gospodinjskih aparatov. Delnice družbe kotirajo na Istanbulske borzi. Na datum 30. 06. 2007 je tečaj delnice družbe Arcelik znašal 6,37 EUR. V letu 2006 je družba realizirala prihodke od prodaje v višini 3,2 mrd EUR. Na trgu je prisotna z različnimi blagovnimi znamkami, kot so Arcelik, Beko in Altus. Družba je v letu 2006 zaposlovala približno 16.700 ljudi. Pričakovana prihodnja stopnja rasti prihodkov od prodaje v naslednjih letih se giblje med 6,0% in 13,0%.

De Longhi

Skupina De Longhi proizvaja izdelke za štiri različne sektorje, med katerimi so tudi gospodinjski aparati. Sedež družbe je v Italiji. Delnice družbe kotirajo na borzi v Milanu. Cena delnice je na datum 30. 06. 2007 znašala 4,97 EUR. V letu 2006 je družba realizirala prihodke od prodaje v višini 1,3 mrd EUR. V letu 2006 je družba zaposlovala skoraj 7.000 ljudi. Napovedi agencije Citigroup Global Markets za družbo De Longhi za naslednja tri leta so pozitivne. Povprečna pričakovana rast prihodkov naj bi znašala 5,5%, EBITDA marža naj bi se do leta 2009 povečala na 11,7%, dolg družbe glede na kapital pa naj bi se zmanjšal.

Indesit

Italijanska družba Merloni Elettrodomestici se je leta 2005 preimenovala v družbo Indesit. Uvršča se med prve tri vodilne proizvajalce in prodajalce gospodinjskih aparatov v Evropi. Delnice družbe kotirajo na borzi v Milanu. Na datum 30. 06. 2007 je cena delnice znašala 17,30 EUR. Letno v družbi Indesit proizvedejo in prodajo več kot 15 mio svojih proizvodov. Družba je prisotna v različnih državah na vseh kontinentih sveta. Blagovne znamke družbe, s katerimi je prisotna na trgu, so sledeče: Indesit, Ariston, Hotpoint in Scholtès. V letu 2006 je družba dosegla prodajo več kot 3 mrd EUR in zaposlovala več kot 17.000 ljudi. Pričakovana prihodnja rast prihodkov od prodaje je 3,6-odstotna, pričakovana EBITDA marža pa znaša 5,5%.

9.2 Izbor mnogokratnikov

Pri ocenjevanju vrednosti preučevanega podjetja sem upoštevala naslednje tržne mnogokratnike:

- **P/E** prikazuje razmerje med:
 - **P** – tržno kapitalizacijo podjetja oziroma borzno ceno za delnico (tečaj delnice),
 - **E** – čisti dobiček podjetja oziroma čisti dobiček na delnico.

- **P/S**, ki prikazuje razmerje med:
 - **P** – tržno ceno delnice in
 - **S** – prihodki od prodaje na delnico.

- **EV/EBITDA**, ki prikazuje razmerje med:
 - **EV (Enterprise value)**; to je celotna vrednost podjetja, ki jo predstavlja seštevek med tržno kapitalizacijo podjetja ter neto dolgom (neto dolg = finančni dolg – kratkoročne finančne naložbe – denarna sredstva),
 - **EBITDA** – dobiček iz poslovanja pred amortizacijo.

- **EV/Sales**, ki prikazuje razmerje med:
 - **EV** – celotno vrednostjo podjetja in
 - **Sales** – prihodki od prodaje.

Izračun izbranih mnogokratnikov temelji na naslednjih podatkih:

- Podlago za izračun mnogokratnikov ter posledično oceno vrednosti predstavljajo konsolidirani izkazi primerljivih podjetij in ocenjevanega podjetja;
- Izračun tržne kapitalizacije primerljivih podjetij se nanaša na datum 26. 11. 2007. Z vidika opredeljenega datuma ocene vrednosti bi morali v skladu s konsistentnostjo z izhodišči ocenjevanja vrednosti pri izračunu tržne kapitalizacije upoštevati borzne cene in število delnic z dne 30. 06. 2006, vendar sem se s kasnejšim datumom bolj približala sedanjemu stanju, hkrati pa so na ta datum v borznih cenah že vključeni učinki uspešnosti poslovanja za obdobje prvih devetih mesecev leta 2007.
- Finančne spremenljivke, ki tvorijo osnovo za izračun posameznih tržnih mnogokratnikov, se nanašajo na obdobje 2006. Časovno obdobje je enako za primerljiva podjetja in za preučevano podjetje.

9.3 Izračun ocene vrednosti podjetja

Na podlagi analize preteklega poslovanja in zgoraj predstavljenih predpostavk na tržnih primerjavah zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti z uporabo metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, kot je prikazano v prilogi 9, ocenjujem vrednost lastniškega kapitala na delnico družbe Gorenje, d.d. na dan 30. 06. 2007 na 34,7 EUR.

Ob upoštevanju višje rasti čistih prihodkov od prodaje se spremeni tudi vrednost podjetja, izračunana z uporabo metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo. Razlog je v tem, da so v tem primeru upoštevane nove napovedi finančnih izkazov, kar pa vpliva na končni izračun tržnih mnogokratnikov. Izračun ocene vrednosti preučevanega podjetja z uporabo metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, ob upoštevanju višje rasti čistih prihodkov od prodaje, je prikazan v prilogi 15.

10 KONČNA OCENA VREDNOSTI

10.1 Odbitki in pribitki

Izhodišče za določanje kakršnegakoli odbitka ali pribitka, ki je povezan z odnosom lastnika do ocenjevanega podjetja, je zelo jasno opredeljena osnova. V pričujočem diplomskem delu je osnovna vrednost opredeljena kot vrednost za manjšinskega lastnika, katerega lastniški deleži/delnice se prosto prodajajo na aktivnem trgu kapitala. Pri uporabi metode diskontiranih denarnih tokov sem izhajala iz napovedi denarnih tokov, razpoložljivih za manjšinskega lastnika. Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, pa v sami osnovi daje vrednost za manjšinskega lastnika.

Odbitek za pomanjkanje tržljivosti sem upoštevala v višini nič odstotkov. In sicer zato, ker je ocenjevano podjetje eno največjih na Ljubljanski borzi, ker je družba zelo transparentna, velja delnica družbe za dobro likviden vrednostni papir, in lahko manjšinski delničar svoje delnice te družbe proda v vsakem trenutku.

10.2 Izračun ocene vrednosti podjetja

Ocenjevanje vrednosti lastniškega kapitala na delnico družbe Gorenje, d.d. je potekalo na podlagi naslednjih načinov ocenjevanja vrednosti:

- na donosu zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti in
- na tržnih primerjavah zasnovan način ocenjevanja vrednosti (postopek primerljivih podjetij).

Na podlagi obeh izbranih načinov oziroma metod ocenjevanja vrednosti, od katerih ima večji ponder metoda diskontiranih denarnih tokov, sem izračunala vrednost, ki predstavlja vrednost za manjšinskega lastnika, katerega lastniški deleži se prosto prodajajo na aktivnem kapitalskem trgu.

Pri določanju končne ocene vrednosti Skupine Gorenje sem torej dala večji ponder na donosu zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti pred načinom tržnih primerjav (60/40), saj prvi način oziroma metoda v večji meri upošteva vse specifičnosti podjetja, predvsem z vidika rasti, velikosti, dobičkonosnosti, poslovnih in finančnih tveganj ter investicij. Na drugi strani pa način tržnih primerjav z uporabo mnogokratnikov v večji meri temelji na tem, kako trg kapitala v času vrednotenja ocenjuje primerljiva podjetja.

Tabela 16: Izračun končne ocene vrednosti analizarne družbe na datum 30. 06. 2007 (v EUR)

Uporabljena metoda	Ocena vrednosti	Ponder	Vrednost
Metoda diskontiranih denarnih tokov	35,3	0,6	21,2
Metoda primerljivih podjetij s kapitalskega trga	34,7	0,4	13,9
Skupaj vrednost delnice podjetja v EUR			35,0
Dejanski tečaj dne 30. 06. 2007 (v EUR)			37,8
Odstopanje			-7,2%

Vir: Lastni izračuni.

Ob predpostavki učinkovitega trga kapitala in ob predpostavki, da pri izračunu ni bilo storjenih nobenih večjih napak, ocenjujem, da je bila delnica preučevane družbe na datum ocenjevanja vrednosti precenjena. Ocenjena vrednost ene delnice ocenjevanega družbe je na datum ocenjevanja vrednosti od dejanske cene delnice manjša za 7,2%.

Ob upoštevanju višje stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje (razlogi so navedeni pod točko 8.5, na strani 38), pri čemer so vse ostale spremenljivke ostale nespremenjene, je končna ocenjena vrednost preučevane družbe, na datum 30. 06. 2007, višja, in sicer znaša 39,6 EUR na delnico. To pomeni, da je dobljena ocena vrednosti na delnico preučevane družbe 4,8% višja kot tržna cena delnice na datum ocenjevanja vrednosti.

Tabela 17: Izračun končne ocene vrednosti analizarne družbe na datum 30. 06. 2007, ob upoštevanju višje rasti čistih prihodkov od prodaje (v EUR)

Uporabljena metoda	Ocena vrednosti	Ponder	Vrednost
Metoda diskontiranih denarnih tokov	42,7	0,6	25,6
Metoda primerljivih podjetij s kapitalskega trga	35,0	0,4	14,0
Skupaj vrednost podjetja v EUR			39,6
Dejanski tečaj dne 30.06.2007 (v EUR)			37,8
Odstopanje			4,8%

Vir: Lastni izračuni.

11 SKLEP

Vrednotenje podjetij je izredno zahtevno in kompleksno in od ocenjevalca zahteva ogromno znanja iz različnih področij. Namen diplomskega dela je bil preučiti in predstaviti načine, metode in postopke vrednotenja podjetij ter prikazati izbrane metode na konkretnem primeru Skupine Gorenje.

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja uporabljajo finančni analitiki več metod, med katerimi sta najpogosteje uporabljeni metoda diskontiranja denarnih tokov ('Discounted Cash-flow Models' oziroma 'DCF Model') in metoda tržnih mnogokratnikov ('Valuation/Relative Multiples'). Izbor metode in postopkov je v precejšnji meri odvisen od namena vrednotenja, podatkov, s katerimi ocenjevalec razpolaga, in ne nazadnje tudi od časa, ki ga ima na razpolago za pripravo poročila. Poleg opravljenih analiz in izračunov pa so za določanje natančne vrednosti podjetja zelo pomembni pogovori z vodstvom ocenjevanega podjetja.

Metoda diskontiranih denarnih tokov je osrednja metoda vrednotenja, ker upošteva tako specifičnost podjetja kot tudi industrijo in širše makroekonomsko okolje, v katerem deluje podjetje, predvsem z vidika dobičkonosnosti, možnosti rasti in tveganja poslovanja. Metoda diskontiranih denarnih tokov naj bi torej definirala notranjo vrednost podjetja. Metoda diskontiranih denarnih tokov temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih denarnih donosov, diskontiranih na sedanjo vrednost, ki jih naložba prinaša lastniku. V okviru te metode je ključna napoved prihodnjih denarnih tokov. Prihodnje obdobje, za katero se napovedujejo denarni tokovi, je razdeljeno na dva dela, in sicer na eksplicitno napovedno obdobje in na preostalo obdobje. Najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja, so pričakovani denarni donosi in njihova časovna razporeditev ter tveganje, ki je povezano z zahtevano stopnjo donosa naložbe.

Metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, ki temelji na predpostavki, da je trg najboljši arbiter za določanje vrednosti podjetij, finančni analitiki največkrat uporabljajo v kombinaciji z metodo diskontiranih denarnih tokov. Pri uporabi te metode je najbolj pomemben izbor primerljivih podjetij, ki jih ocenjevalci običajno iščejo med podjetji, ki so nahajajo v isti panogi in imajo podobne proizvode, rast, tveganja, ki so jim izpostavljeni in tudi podobne finančne kazalnike, kot je npr. marža, pri čemer pa morajo podjetja tudi kotirati na borzi, saj le tako lahko analitik iz javnih virov pridobi vse podatke, potrebne za vrednotenje z

metodo primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij. Ko ocenjevalec izbere primerljiva podjetja, pridobi vse potrebne podatke in analizira njihove finančne izkaze, lahko izračuna tržne mnogokratnike. Pomembno pri uporabi tržnih mnogokratnikov pa je, da se uporabi enako obdobje za primerljiva in za ocenjevano podjetje. Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, v nasprotju z metodo diskontiranih denarnih tokov definira relativno vrednost podjetja.

V diplomskem delu sem se zaradi aplikacije teoretičnega dela na konkretnem primeru Skupine Gorenje, ki kotira na borzi, bolj osredotočila na zgoraj omenjeni metodi. V končni oceni vrednosti Skupine Gorenje sem upoštevala tako vrednost, dobljeno po metodi diskontiranih denarnih tokov, kot vrednost, dobljeno z metodo tržnih mnogokratnikov, pri čemer sem vsaki izmed metod določila ponder. Vrednost delnice, preučevane družbe, izračunana po metodi diskontiranih denarnih tokov je znašala 35,3 EUR, po metodi primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi pa sem dobila vrednost 34,7 EUR na delnico. Pri izračunu končne ocene vrednosti sem večji ponder pripisala metodi diskontiranih denarnih tokov, saj ta metoda upošteva vse ključne dejavnike vrednotenja. Končna ocena vrednosti ene delnice Skupine Gorenje znaša 35,0 EUR. Izračunana vrednost se razlikuje od tržne vrednosti, na datum ocenjevanja vrednosti, za 7,2%, ki je bila po mojih ocenah na datum vrednotenja precenjena.

Ker sem mnenja, da je ocenjena rast čistih prihodkov od prodaje, ki sem jo uporabila v prvotnih projekcijah prihodnjih denarnih tokov, prenizka, in ker je rast ena izmed ključnih spremenljivk pri ocenjevanju vrednosti podjetij, sem naredila še projekcije, ki upoštevajo višjo stopnjo rasti. Sprememba rasti je vplivala na oceno vrednosti dobljeno po obeh metodah, saj v primeru ocenjevanja vrednosti z uporabo metode DCF višja rast vpliva na višje prihodnje denarne tokove v primeru ocenjevanja vrednosti z uporabo metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, pa zaradi tega, ker se zaradi spremembe rasti čistih prihodkov od prodaje spremenijo tudi spremenljivke, uporabljene za izračun tržnih mnogokratnikov. Ob upoštevanju predpostavke višje rasti čistih prihodkov od prodaje je torej končna ocena vrednosti na delnico preučevane družbe enaka 39,6 EUR, kar je 4,8% več, kot je na datum vrednotenja znašala cena delnice na trgu.

Dejavnikov za razlikovanje dobljene vrednosti od cene na kapitalskem trgu je več, eden izmed njih pa je gotovo tudi dejstvo, da je vrednotenje temeljilo na javno dostopnih podatkih brez dodatnih pogovorov z vodstvom družbe, ki bi lahko vplivali na rezultat vrednotenja.

LITERATURA

1. Brigham E.F. et al.: Intermediate Financial Management. 8th Edition. Thomson : South-Western, 2004. 1038 str.
2. Copeland Tom et al.: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2000. 490 str.
3. Damodaran Ashwath: Damodaran on Valuation. 2nd Edition. 1–9 poglavje. John Wiley and Sons, Inc., [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/damodaran2ed/ch1.pdf~ch9.pdf>], 15.8.2007.
4. Damodaran Ashwath: Dark Side of Valuation. [URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/darkside/darkside.htm], 15.8.2007.
5. Damodaran Ashwath: Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2002. 992 str.
6. Karner Mateja: Modeli vrednotenja podjetij na primeru podjetja Krka, d.d. in Pliva, d.d. Diplomsko delo. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2006. 50 str., 9 pril.
7. Marjanović Dejan: Vrednotenje proizvodnega podjetja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2007. 38 str., 8 pril.
8. Nemeč Valter: Sodobni finančni modeli za vrednotenje podjetij – primer podjetja Hit. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 101 str., 6 tbl.
9. Pratt S.P., et al.: Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 4th Edition. New York : McGraw-Hill, 2000. 924 str.
10. Pratt S.P.: Business Valuation Discounts and Premiums, 1th Edition. New York : John Willey & Sons, Inc., 2001. 432 str.
11. Praznik Bojan: Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij. Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo. 3. zvezek. 1. izdaja. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 151 str.
12. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.
13. Turk Ivan et al.: Finančno računovodstvo. Zbirka Standardni učbeniki. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 780 str.

VIRI

1. Baza finančnih informacij Bloomberg. [URL: <http://www.bloomberg.com>], 20. 09. 2007.
2. Baza podatkov Eurostat. [URL: <http://www.eurostat.si>], 25. 09. 2007.
3. Daily Treasury Real Long-Term Rates. [URL: http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/ltcompositeindex_historical.shtml], 15. 10. 2007.
4. Damodaran home page. [URL: <http://www.damodaran.com>], 15. 10. 2007.
5. Finančni podatki za družbo Arcelik in De Longhi. Italijanska borza. [URL: <http://www.borsaitaliana.it>], 28. 09. 2007.
6. Finančni podatki družbe Electrolux [URL: <http://www.electrolux.com/node28.aspx>], 28. 09. 2007.

7. Gibanje tečaja delnice družbe Gorenje, d.d., Ljubljanska borza. [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&SecurityID=GRVG&sid=AbjhEJRClqAQ4GbG>], 23. 09. 2007.
8. Letno poročilo 2006 za družbo Arcelik [URL: <http://www.arcelik.com>], 28. 09. 2007.
9. Letno poročilo 2006 za družbo De Longhi [URL: <http://www.delonghi.com>], 28. 09. 2007.
10. Letno poročilo 2006 za družbo Electrolux [URL: <http://www.electrolux.com>], 28. 09. 2007.
11. Letno poročilo 2006 za družbo Indesit [URL: <http://www.indesitcompany.com>], 28. 09. 2007.
12. Letno poročilo 2006 za družbo Vestel [URL: <http://www.vestel.com.tr>], 28. 09. 2007.
13. Letna in polletna poročila Skupine Gorenje [URL: <http://www.gorenje.si>], 01. 10. 2007.
14. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti, 7. izdaja, 2005. International Valuation Standards Committee. [URL: <http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/dokumenti/MSOV-2005-SLO.pdf>], 30. 08. 2007.
15. Podatkovna baza GVIN. [URL: <http://www.gvin.com>], 26. 08. 2007.
16. Polletno poročilo družbe Arcelik A.S. [URL: <http://www.arcelikas.com.tr/NR/rdonlyres/E5A4C938-FCEE-442B-B5A8-A9ED648D3C37/21364/20071stHalfFinancialStatements.pdf>], 28. 09. 2007
17. Polletno poročilo družbe De Longhi. [URL: <http://www.delonghi.com/english/menu.html>], 28. 09. 2007
18. Polletno poročilo družbe Indesit, 28. 09. 2007.
[URL: <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/viewpdf.bit?location=/media/borsa/db/pdf/new/31619.pdf>].
19. Polletno poročilo družbe Vestel A.S., 28. 09. 2007.
[URL: http://www.vestelinvestorrelations.com/bonds_ratings/pdf/VESTEL300607IFRS.pdf].
20. Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2007, 06. 10. 2007.
[URL: <http://www.umar.gov.si/public/analiza/jesen07/Jesenska%20napoved%202007.pdf>]
21. Schweser Study Notes. Študijsko gradivo. Kaplan, 2007, 292 str.
22. Slapničar Sergeja: Analiza računovodskih izkazov. Študijsko gradivo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003, 23 str.
23. Slovenski inštitut za revizijo. [URL: <http://www.si-revizija.si>], 20. 08. 2007
24. Slovenski računovodski standardi, 2006 [URL: http://www.si-revizija.si/racunovodje/SRS_2006.php], 20. 08. 2007
25. Stocks, Bonds, Bills and Inflation, Yearbook 2003, Ibbotson Associates.
26. Tečaji SIT/EUR. Banka Slovenije. [URL: <http://www.bsi.si/financni-podatki-r.asp?Mapald=141>], 10. 09. 2007.

PRILOGE

Priloga 1: Konsolidirani izkaz poslovnega izida Skupine Gorenje za obdobje 31. 12. 2002–30. 06. 2007

Priloga 2: Konsolidirana bilanca stanja Skupine Gorenje za obdobje 31. 12. 2002–30. 06. 2007

Priloga 3: Gibanje cen strateških surovin v obdobju 2005–Julij 2007

Priloga 4: Analiza obratnega kapitala za obdobje 31. 12. 2002–30. 06. 2007

Priloga 5: Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala(WACC)

Priloga 6: Napoved izkaza uspeha Skupine Gorenje

Priloga 7: Izračun ocene vrednosti na tržni osnovi na dan 30. 06. 2007 po metodi DCF

Priloga 8: Prikaz nekaterih kazalnikov primerljivih in preučevanega podjetja

Priloga 9: Izračun ocene vrednosti preučevanega podjetja na tržni osnovi po metodi primerljivih podjetij s kapitalskega trga

Priloga 10: Uporaba pribitkov in odbitkov

Priloga 11: Slovar tujih izrazov

Priloga 12: Družbe vključene v Skupino Gorenje

Priloga 13: Napoved izkaza uspeha ob upoštevanju predpostavke višje rasti čistih prihodkov od prodaje

Priloga 14: Izračun ocene vrednosti preučevane družbe na tržni osnovi na dan 30. 06. 2007 po metodi–DCF, ob upoštevanju predpostavke višje rasti čistih prihodkov od prodaje

Priloga 15: Izračun ocene vrednosti preučevane družbe na tržni osnovi po metodi primerljivih podjetij s kapitalskega trga ob upoštevanju predpostavke višje rasti čistih prihodkov od prodaje

PRILOGA 1

Tabela 1: Konsolidirani izkaz poslovnega izida Skupine Gorenje za obdobje 31. 12. 2002–30. 06. 2007

V 1000 EUR	2002	2003	2004	2005	2006	1-6 2007	2002	2003	2004	2005	2006	1-6 2007
Čisti prihodki od prodaje	801.698	839.235	905.053	1.014.750	1.111.262	620.468	99,7%	98,8%	97,4%	99,2%	99,4%	98,2%
Rast v %	8,9%	4,7%	7,8%	12,1%	9,5%	29,9%						
Divizija gospodinjiski aparati	654.915	656.494	751.725	864.831	927.986	473.762	81,5%	77,3%	80,9%	84,6%	83,0%	74,9%
Divizija notranje opreme	50.372	66.354	68.333	62.302	62.614	30.995	6,3%	7,8%	7,4%	6,1%	5,6%	4,9%
Divizija trgovine in storitev	96.411	116.388	84.995	87.618	120.662	115.711	12,0%	13,7%	9,2%	8,6%	10,8%	18,3%
Sprememba vrednosti zalog	2.247	9.817	23.700	8.052	6.168	11.660	0,3%	1,2%	2,6%	0,8%	0,6%	1,8%
Usredstveni lastni proizvodi	0	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kosmati donos iz poslovanja	803.945	849.052	928.753	1.022.803	1.117.431	632.128	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rast v %	8,9%	5,6%	9,4%	10,1%	9,3%	30,1%						
NVPB, str. materiala in str. storitev	606.074	631.446	696.462	768.552	851.752	492.703	75,4%	74,4%	75,0%	75,1%	76,2%	77,9%
Nabavna vrednost prodanega blaga	146.111	139.999	144.515	166.125	222.468	128.688	18,2%	16,5%	15,6%	16,2%	19,9%	20,4%
Stroški materiala	348.831	362.989	402.688	449.969	478.117	276.571	43,4%	42,8%	43,4%	44,0%	42,8%	43,8%
Stroški storitev	111.132	128.458	149.259	152.458	151.167	87.444	13,8%	15,1%	16,1%	14,9%	13,5%	13,8%
Stroški dela	135.347	153.595	165.772	181.020	186.068	98.698	16,8%	18,1%	17,8%	17,7%	16,7%	15,6%
Stroški plač	94.282	105.106	113.278	126.102	129.965	68.939	11,7%	12,4%	12,2%	12,3%	11,6%	10,9%
Stroški socialnih zavarovanj	21.813	25.240	27.094	30.494	31.327	16.617	2,7%	3,0%	2,9%	3,0%	2,8%	2,6%
Drugi stroški dela	19.252	23.250	25.400	24.424	24.776	13.142	2,4%	2,7%	2,7%	2,4%	2,2%	2,1%
EBITDAR*	62.524	64.011	66.520	73.230	79.611	40.727	7,8%	7,5%	7,2%	7,2%	7,1%	6,4%
Drugi poslovni prihodki	20.664	16.274	19.557	16.691	16.878	8.425	2,6%	1,9%	2,1%	1,6%	1,5%	1,3%
Drugi poslovni odhodki*	18.575	10.000	14.719	14.167	16.068	8.533	2,3%	1,2%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%
EBITDA**	64.613	70.284	71.358	75.755	80.420	40.619	8,0%	8,3%	7,7%	7,4%	7,2%	6,4%
Amortizacija	36.198	39.653	42.257	48.797	49.592	26.468	4,5%	4,7%	4,5%	4,8%	4,4%	4,2%
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	28.415	30.632	29.101	26.958	30.829	14.151	3,5%	3,6%	3,1%	2,6%	2,8%	2,2%
Neto finančni izid	-4.446	-10.132	-6.637	-3.141	-2.979	-4.725	-0,6%	-1,2%	-0,7%	-0,3%	-0,3%	-0,7%
Dobiček pred davki	23.969	20.500	22.464	23.817	27.849	9.426	3,0%	2,4%	2,4%	2,3%	2,5%	1,5%
Skupaj davki	3.477	-452	1.208	2.447	5.528	2.923	0,4%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,5%	0,5%
Efektivna davčna stopnja	14,5%	-2,2%	5,4%	10,3%	19,9%	31,0%						
Čisti poslovni izid obračun. obdobja	20.492	20.951	21.256	21.370	22.321	6.503	2,5%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,0%

* Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo in drugimi poslovnimi prihodki in odhodki.

** Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo.

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje za obdobje 2002–30.6.2007; Lastni izračuni.

PRILOGA 2

Tabela 2: Konsolidirana bilanca stanja Skupine Gorenje za obdobje 31. 12. 2002–30. 06. 2007

V 1000 EUR	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007
Sredstva	594.404	674.680	747.599	816.175	904.610	982.591	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Stalna sredstva	275.116	339.967	361.259	381.136	408.971	416.934	46,3%	50,4%	48,3%	46,7%	45,2%	42,4%
Neopredmetena sredstva	3.912	10.223	13.876	23.452	22.833	24.039	0,7%	1,5%	1,9%	2,9%	2,5%	2,4%
Opredmetena osnovna sredstva	247.912	311.412	326.287	329.120	352.636	363.710	41,7%	46,2%	43,6%	40,3%	39,0%	37,0%
Naložbene nepremičnine	0	0	2.455	889	984	2.015	0,0%	0,0%	0,3%	0,1%	0,1%	0,2%
Dolgoročne finančne naložbe	22.239	18.055	18.351	20.087	23.509	18.738	3,7%	2,7%	2,5%	2,5%	2,6%	1,9%
Odložene terjatve za davek	1.053	277	289	7.589	9.009	8.432	0,2%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	0,9%
Gibljava sredstva	319.288	334.713	386.340	435.039	495.639	565.657	53,7%	49,6%	51,7%	53,3%	54,8%	57,6%
Sredstva za prodajo	0	0	0	0	423	125	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,05%	0,01%
Zaloge	113.201	123.925	158.373	170.104	192.702	226.196	19,0%	18,4%	21,2%	20,8%	21,3%	23,0%
Poslovne terjatve	155.785	173.928	199.271	212.494	242.866	271.160	26,2%	25,8%	26,7%	26,0%	26,8%	27,6%
Kratkoročne finančne naložbe	17.488	9.124	17.883	22.840	21.621	22.339	2,9%	1,4%	2,4%	2,8%	2,4%	2,3%
Denarna sredstva	13.405	11.199	7.682	10.640	9.046	10.466	2,3%	1,7%	1,0%	1,3%	1,0%	1,1%
Druga kratkoročna sredstva	19.409	16.537	3.131	18.961	28.982	35.371	3,3%	2,5%	0,4%	2,3%	3,2%	3,6%
Obveznosti do virov sredstev	594.404	674.680	747.599	816.175	904.610	982.591	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kapital	227.088	241.951	253.913	245.133	254.433	267.742	38,2%	35,9%	34,0%	30,0%	28,1%	27,2%
Dolgoročne obveznosti	103.387	115.659	146.103	178.853	200.247	222.224	17,4%	17,1%	19,5%	21,9%	22,1%	22,6%
Rezervacije	42.437	33.228	37.962	57.343	56.361	61.286	7,1%	4,9%	5,1%	7,0%	6,2%	6,2%
Odložene obveznosti za davek	5.165	2.506	1.379	1.018	2.471	1.961	0,9%	0,4%	0,2%	0,1%	0,3%	0,2%
Finančne obveznosti	55.691	79.900	106.737	120.269	141.122	155.639	9,4%	11,8%	14,3%	14,7%	15,6%	15,8%
Poslovne obveznosti	94	26	26	223	293	3.338	0,02%	0,004%	0,003%	0,03%	0,03%	0,3%
Kratkoročne obveznosti	263.929	317.070	347.583	392.189	449.930	492.625	44,4%	47,0%	46,5%	48,1%	49,7%	50,1%
Finančne obveznosti	98.537	118.611	130.376	139.455	173.561	245.676	16,6%	17,6%	17,4%	17,1%	19,2%	25,0%
Poslovne obveznosti	157.075	190.364	206.769	235.020	227.526	178.570	26,4%	28,2%	27,7%	24,1%	25,2%	18,2%
Pasivne časovne razmejitev	8.317	8.095	10.438	17.714	48.843	68.379	1,4%	1,2%	1,4%	6,9%	5,4%	7,0%

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje za obdobje 2002–30.6.2007; Lastni izračuni.

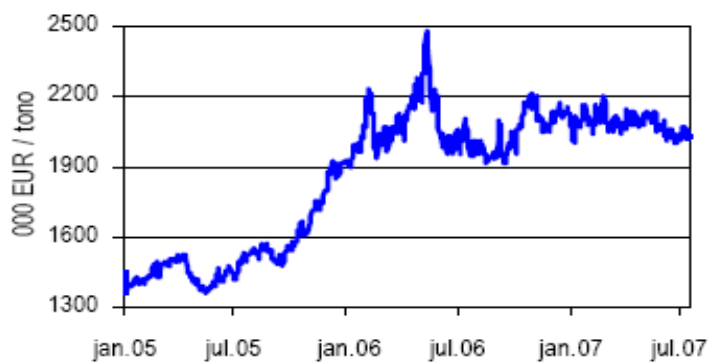
PRILOGA 3

Slika 1: Gibanje 3-mesečnih terminskih cen bakra na London Metal Exchange



Vir: Baza finančnih informacija Bloomberg, 2007.

Slika 2: Gibanje 3-mesečnih terminskih cen aluminija na London Metal Exchange



Vir: Baza finančnih informacija Bloomberg, 2007.

Slika 3: Gibanje cen jeklene pločevine na kitajskem trgu



Vir: Baza finančnih informacija Bloomberg, 2007.

PRILOGA 4

Tabela 3: Analiza obratnega kapitala za obdobje 31. 12. 2002–30. 06. 2007

V 1000 EUR	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30.6.2007*
Zaloge	95.996	113.201	123.925	158.373	170.104	192.702	226.196
Poslovne terjatve	143.353	155.785	173.928	199.271	212.494	242.866	271.160
Kratkoročne finančne naložbe	27.791	17.488	9.124	17.883	22.840	21.621	22.339
Denarna sredstva	12.088	13.405	11.199	7.682	10.640	9.046	10.466
Druga kratkoročna sredstva	17.799	19.409	16.537	3.131	18.961	28.982	35.371
Poslovne obveznosti	133.831	157.169	190.390	206.794	196.646	227.819	181.908
Pasivne časovne razmejitve	7.573	8.317	8.095	10.438	56.310	48.843	68.379
Obratni kapital	155.623	153.802	136.229	169.108	182.082	218.554	315.245
Čisti obratni kapital	115.744	122.908	115.905	143.542	148.603	187.888	282.440
Kosmati donos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zaloge	13,0%	13,0%	14,0%	15,2%	16,1%	16,2%	16,6%
Poslovne terjatve	19,4%	18,6%	19,4%	20,1%	20,1%	20,4%	20,3%
Kratkoročne finančne naložbe	3,8%	2,8%	1,6%	1,5%	2,0%	2,0%	1,7%
Denarna sredstva	1,6%	1,6%	1,4%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%
Druga kratkoročna sredstva	2,4%	2,3%	2,1%	1,1%	1,1%	2,1%	2,5%
Poslovne obveznosti	18,1%	18,1%	20,5%	21,4%	19,7%	19,0%	16,2%
Pasivne časovne razmejitve	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	3,3%	4,7%	4,6%
Obratni kapital	21,1%	19,2%	17,1%	16,4%	17,2%	17,9%	21,1%
Čisti obratni kapital	15,7%	14,8%	14,1%	14,0%	14,3%	15,1%	18,6%

* Za izračun deležev posameznih komponent obratnega kapitala, glede na kosmati donos, na datum 30. 06. 2007 sem privzela predpostavko, da bo Skupina Gorenje v vseh mesecih leta 2007 ustvarila takšen kosmati donos, kot ga je v povprečju na mesec, v prvih šestih mesecih leta 2007. Uporabila sem torej prilagojeni kosmati donos (polletni kosmati donos sem razdelila na šest mesecev in potem pomnožila z 12).

Vir: Letna poročila Skupine Gorenje za obdobje 2002–30.06.2007; Lastni izračuni.

PRILOGA 5

Tabela 4: Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala(WACC)

	Vrednost	Vir:
WACC	8,9%	
Strošek dolga	3,6%	
Nominalna obrestna mera	4,5%	Preučevano podjetje
Efektivna davčna stopnja	20,0%	Preučevano podjetje
Strošek lastniškega kapitala	14,3%	
Netvegana stopnja donosa	4,89%	http://www.ecb.int
Tržna premija za tveganje	4,91%	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Neutežena beta	0,75	Damodaran (Sektor: 'Appliances')
Utežena beta	1,36	Izračun s Hamadovo formulo
Premija za državno tveganje	0,75%	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Premija za majhno podjetje	2,0%	lbbotson
Uteži		
D / E	103%	Preučevano podjetje
Lastniški kapital (E)	0,5	
Finančni dolg (D)	0,5	

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 6

Tabela 5: Napoved izkaza uspeha

V 1000 EUR	7-12 2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Čisti prihodki od prodaje	580.702	1.272.865	1.348.846	1.429.369	1.487.606	1.548.241	1.611.373	1.677.107
Rast v %		6,0%	6,0%	6,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Divizija gospodinjiski aparati	510.162	1.043.233	1.106.118	1.172.793	1.219.705	1.268.493	1.319.232	1.372.002
Rast v %		6,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Divizija notranje opreme	33.927	68.168	71.577	75.155	77.410	79.732	82.124	84.588
Rast v %		5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Divizija trgovine in storitev	36.613	161.463	171.151	181.420	190.491	200.016	210.017	220.518
Rast v %		6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Sprememba vrednosti zalog	-1.320	10.340	10.840	11.340	11.840	12.340	12.340	12.340
Kosmati donos iz poslovanja	579.382	1.283.205	1.359.686	1.440.709	1.499.446	1.560.581	1.623.713	1.689.447
NVPB, SM in SS	425.467	972.505	1.030.468	1.091.873	1.124.584	1.170.436	1.217.785	1.267.085
% od kosmatega donosa	73,4%	75,8%	75,8%	75,8%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Nabavna vrednost prodanega blaga (NVPB)	113.614	256.641	271.937	288.142	299.889	312.116	324.743	337.889
% od kosmatega donosa	19,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Stroški materiala (SM)	241.800	549.048	581.772	616.439	637.265	663.247	690.078	718.015
% od kosmatega donosa	41,7%	42,8%	42,8%	42,8%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%
Stroški storitev (SS)	70.053	166.817	176.759	187.292	187.431	195.073	202.964	211.181
% od kosmatega donosa	12,1%	13,0%	13,0%	13,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Stroški dela	100.715	211.316	223.930	237.298	246.966	257.033	267.514	278.427
% od kosmatega donosa	17,4%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
EBITDAR*	53.200	99.384	105.288	111.538	127.895	133.112	138.415	143.935
% od kosmatega donosa	1,3%	7,7%	7,7%	7,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Drugi poslovni prihodki	3.480	19.248	20.395	21.611	22.492	23.409	24.356	25.342
% od kosmatega donosa	0,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Drugi poslovni odhodki	4.635	16.682	17.676	18.729	19.493	20.288	21.108	21.963
% od kosmatega donosa	0,8%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
EBITDA	52.045	101.950	108.007	114.419	130.894	136.234	141.662	147.314
% od kosmatega donosa	9,0%	7,9%	7,9%	7,9%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Amortizacija	26.654	53.895	57.107	60.510	59.978	62.423	64.949	67.578
% od kosmatega donosa	4,6%	4,2%	4,2%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	25.391	48.056	50.900	53.909	70.916	73.810	76.713	79.736
% od kosmatega donosa	4,4%	3,7%	3,7%	3,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 7

Tabela 6: Izračun ocene vrednosti preučevane družbe na tržni osnovi na dan 30. 06. 2007 po metodi DCF

V 1000 EUR	7-12 2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Normalizirani denarni tok
Dobiček iz posl. pred amortizacijo	52.045	101.950	108.007	114.419	130.894	136.234	141.662	147.314	
- Amortizacija	26.654	53.895	57.107	60.510	59.978	62.423	64.949	67.578	
= Dobiček iz poslovanja	25.391	48.056	50.900	53.909	70.916	73.810	76.713	79.736	
- Davek na dobiček iz poslovanja	5.078	9.611	10.180	10.782	14.183	14.762	15.343	15.947	
Efektivna davčna stopnja	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
= Dobiček iz poslovanja po davkih	20.313	38.444	40.720	43.127	56.733	59.048	61.371	63.789	
+ Amortizacija	26.654	53.895	57.107	60.510	59.978	62.423	64.949	67.578	
= Bruto denarni tok	46.967	92.339	97.827	103.637	116.711	121.472	126.319	131.367	131.367
- Investicije v obratna sredstva	0	-13.120	-13.996	-14.827	-10.749	-11.188	-11.553	-12.029	0
- Investicije v osnovna sredstva	-47.836	-47.479	-47.589	-47.543	-46.483	-46.817	-48.711	-50.683	-67.578
= Prosti denarni tok	-869	31.740	36.242	41.267	59.479	63.466	66.055	68.654	63.789
x Diskontni faktor	0,96	0,88	0,81	0,74	0,68	0,63	0,57	0,53	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	
= Diskontirani denarni tok	-832	27.913	29.274	30.614	40.528	39.719	37.968	36.245	33.676
+ SV denarnih tokov 6-12 2007 - 2014	241.429								
+ Sedanja vrednost preostale vrednosti									515.438
= Ocenjena vrednost celotnega kapitala	756.867								
+ Neto dolg	-368.510								
= Ocenjena vrednost lastniškega kapitala za polno tržni manjšinski lastniški delež	388.357								
/ Število delnic (brez lastnih delnic)	11.016.658								
= Ocenjena vrednost lastniškega kapitala za polno tržni manjšinski delež na delnico (v EUR)	35,3								

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 8

Tabela 7: Prikaz nekaterih kazalnikov primerljivih in preučevanega podjetja

	Država	Število zaposlenih	Tržna kapitalizacija (26.11.2007)*	EV*	P/E_06	P/S_06	EV/EBITDA_06	EV/Sales_06
Gorenje	Slovenija	10.816	617	987	28,0	0,6	12,2	0,9
Electrolux	Švedska	59.743	3.581	4.310	11,5	0,3	5,8	0,4
Vestel	Turčija	n.p.	420	457	13,7	0,7	6,1	0,8
Arcelik	Turčija	16.700	1.806	3.404	8,3	0,6	9,9	1,1
De'Longhi	Italija	6.813	678	1.073	17,3	0,5	8,5	0,8
Indesit	Italija	17.284	1.233	1.852	16,5	0,4	6,0	0,6
Povprečje					8,3	0,3	5,8	0,4
Mediana					17,3	0,7	9,9	1,1
Standardni odklon					13,4	0,5	7,3	0,7
Koeficient variacije					13,7	0,5	6,1	0,8

* Podatki so v mio EUR.

Vir: Baza finančnih podatkov Bloomberg; Lastni izračuni.

PRILOGA 9

Tabela 8: Izračun ocene vrednosti preučevanega podjetja na tržni osnovi po metodi primerljivih podjetij s kapitalnega trga

V mio EUR	P/E_06	P/E_07	P/E_08	P/S_06	P/S_07	P/S_08	EV/EBITDA_06	EV/EBITDA_07	EV/EBITDA_08	EV/Sales_06	EV/Sales_07	EV/Sales_08
Mediana	13,7	12,3	10,6	0,5	0,5	0,4	6,1	7,2	5,8	0,8	0,7	0,6
× Finančna spremenljivka	Čisti dobiček_06	Čisti dobiček_07	Čisti dobiček_08	Prihodki_06	Prihodki_07	Prihodki_08	EBITDA_06	EBITDA_07	EBITDA_08	Prihodki_06	Prihodki_07	Prihodki_08
	22,3	29,7	36,4	1.111	1.201	1.273	80,4	92,7	102,0	1.111	1.201	1.273
+ Neto dolg							-369	-369	-369	-369	-369	-369
= Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	306,3	364,6	384,3	573,3	549,2	520,2	124,1	295,9	220,3	483,9	431,6	333,4
/ Število delnic (brez lastnih delnic)	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658
Ocena vrednost lastniškega kapitala na delnico z vidika manjšinskega lastnika na tržni osnovi v EUR	27,8	33,1	34,9	52,0	49,9	47,2	11,3	26,9	20,0	43,9	39,2	30,3
Ponderirano povprečje ocen posamezne skupine multiplikatorjev v EUR		30,8			50,4			17,7			39,8	
= Povprečje ocen vseh multiplikatorjev v EUR		34,7										

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 10

Tabela 9: Uporaba pribitkov in odbitkov

Način	Osnovna vrednost	Lastništvo		Delež, ki se ocenjuje	Pribitek za obvladovanje	Odbitek		
		zaprto	odprto			za neobvladljivost	za pomanjkanje tržljivosti	za sinergijo
Na sredstvih zasnovan	za večinskega lastnika	x	x	<i>neobvladujoči</i>		x	x	
		x	x	<i>obvladujoči</i>			x	
Na donosu zasnovan								
Denarni tok razpoložljiv za obvladujočega lastnika	za večinskega lastnika	x	x	<i>obvladujoči</i>			x	
Denarni tok razpoložljiv za manjšinskega lastnika	za manjšinskega	x	x	<i>neobvladujoči</i>			x	
Tržnih primerjav:								
Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij	za manjšinskega lastnika	x		<i>neobvladujoči</i>			x	
				<i>obvladujoči</i>	x		x	
Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij	za manjšinskega lastnika		x	<i>neobvladujoči</i>				
				<i>obvladujoči</i>	x			
Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij	za večinskega lastnika	x		<i>neobvladujoči</i>		x	x	x
				<i>obvladujoči</i>				x
Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij	za večinskega lastnika		x	<i>neobvladujoči</i>		x	x	x
				<i>obvladujoči</i>				x

Vir: Lastni prikaz.

PRILOGA 11

Tabela 10: Slovar tujih izrazov

Okrajšava	Angleški izraz	Slovenski prevod
1.	Asset Based Approach	Na sredstvih zasnovani način vrednotenja podjetij
2. CAPM	Capital Asset Pricing Model	Model za določanje zahtevane donosnosti naložbe (kapitala)
3. EBIT	Earnings before interest and taxes	Dobiček iz poslovanja
4. EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization	Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo opredmetenih osnovnih sredstev in neopredmetenih dolgoročnih sredstev
5. EBITDAR	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent	Dobiček iz poslovanja pred odpisi vrednosti in drugimi poslovnimi prihodki in poslovnimi odhodki (v tem dokumentu definiran kot: dobiček iz poslovanja + odpisi vrednosti + drugi poslovni odhodki – drugi poslovni prihodki)
6. EV	Enterprise Value	Prezemna vrednost podjetja (tržna kapitalizacija + neto dolg)
7.	Income Approach	Na donosu zasnovani način vrednotenja podjetij
8.	Market Approach	Na tržnih primerjavah zasnovani način vrednotenja podjetij
9. P/E	Price/Earnings ratio	Dobiček na delnico
10. RV	Residual Value (Terminal Value)	Preostala vrednost
11. WACC	Weighted Average Cost of Capital	Tehtano povprečje stroškov kapitala

Vir: Lastni prikaz.

PRILOGA 12

Tabela 11: Družbe v Skupini Gorenje, ki delujejo v Sloveniji, na datum 30. 06. 2007

	Družbe, delujoče v Sloveniji	Lastniški delež v %	Divizija*
1.	Gorenje I.P.C., d.o.o., Velenje	100,0	GA
2.	Gorenje Tiki, d.o.o., Ljubljana	99,98	GA
3.	Gorenje GTI, d.o.o., Velenje	100,0	STO
4.	Gorenje Notranja oprema, d.o.o., Velenje	99,60	NO
5.	Gorenje Gostinstvo, d.o.o., Velenje	100,0	STO
6.	LINEA SP, d.o.o., Velenje	100,0	STO
7.	Energygor, d.o.o., Velenje	100,0	STO
8.	Opte Ptuj, d.o.o., Ptuj	100,0	STO
9.	Kemis, d.o.o., Radomlje	100,0	STO
10.	Gorenje Orodjarna, d.o.o., Velenje	100,0	GA
11.	ZEOS, d.o.o., Ljubljana	51,00	STO
12.	Istrabenz Gorenje energetske sistemi, d.o.o., Nova Gorica	49,95	STO
13.	GEN-I, d.o.o., Krško	24,98	STO
14.	BIOTOPLOTA, d.o.o., Nova Gorica	49,95	STO
15.	Surovina, d.d., Maribor	51,00	STO
16.	RVT, d.o.o., Maribor	29,99	STO
17.	INDOP, d.o.o., Velenje	100,0	GA

*GA – divizija gospodinjstvi aparati, STO – divizija trgovine in storitev, NO – divizija notranje opreme.

Vir: Polletno poročilo Skupine Gorenje 2007. Lastni prikaz.

Tabela 12: Družbe v Skupini Gorenje, ki delujejo v tujini, na datum 30. 06. 2007

Zaporedna številka	Družbe, delujoče v tujini	Lastniški delež v %	Divizija
1.	Gorenje Beteiligungsgesellschaft m.b.H., Avstrija	100,0	GA
2.	Gorenje Austria Handelsgesellschaft m.b.H., Avstrija	100,0	GA
3.	Gorenje Vertriebsgesellschaft m.b.H., Nemčija	100,0	GA
4.	Gorenje Körting Italia S.r.l., Italija	100,0	GA
5.	Gorenje France S.A.S., Francija	100,0	GA
6.	Gorenje BELUX S.a.r.l., Belgija	100,0	GA
7.	Gorenje Espana, S.L., Španija	100,0	GA
8.	Gorenje UK Ltd., Velika Britanija	100,0	GA
9.	Gorenje Skandinavien A/S, Danska	100,0	GA
10.	Gorenje AB, Švedska	100,0	GA
11.	Gorenje OY, Finska	100,0	GA
12.	Gorenje AS, Norveška	100,0	GA
13.	OÜ Gorenje, Estonija	100,0	GA
14.	SIA Gorenje, Latvija	100,0	GA
15.	Gorenje spol. s r.o., Češka Republika	100,0	GA
16.	Gorenje real spol. s r.o., Češka Republika	100,0	GA
17.	Gorenje Slovakia s. r.o., Slovaška Republika	100,0	GA
18.	Gorenje Budapest Kft., Madžarska	100,0	GA
19.	Gorenje Polska Sp. z o.o., Poljska	100,0	GA
20.	Gorenje Bulgaria EOOD, Bolgarija	100,0	GA
21.	Gorenje Zagreb, d.o.o., Hrvaška	100,0	GA
22.	Gorenje Skopje, d.o.o., Makedonija	100,0	GA
23.	Gorenje Commerce, d.o.o., Bosna in Hercegovina	100,0	GA
24.	Gorenje, d.o.o., Srbija	100,0	GA
25.	Gorenje Podgorica, d.o.o., Črna gora	100,0	GA
26.	Gorenje Romania S.R.L., Romunija	100,0	GA
27.	Gorenje aparati za domačinstvo, d.o.o., Srbija	100,0	GA
28.	Mora Moravia s r.o., Češka Republika	100,0	GA
29.	Gorenje Küchen GmbH, Avstrija	99,6	NO
30.	Gorenje - kuchyne spol. s r.o., Češka Republika	99,6	NO
31.	Gorenje Imobilia, d.o.o., Srbija	100,0	STO
32.	Gorenje Adria Nekretnine, d.o.o., Hrvaška	100,0	STO
33.	Kemis, d.o.o., Hrvaška	100,0	STO
34.	Kemis BiH, d.o.o., Bosna in Hercegovina	100,0	STO
35.	Kemis Valjevo, d.o.o., Srbija	100,0	STO
36.	Gorenje Invest, d.o.o., Srbija	100,0	GA
37.	Gorenje Gulf FZE, Združeni arabski emirati	100,0	GA
38.	Gorenje Tiki, d.o.o., Srbija	100,0	GA
39.	GEN-I, d.o.o., Hrvaška	24,98	STO
40.	Austrian Power Vertriebs, GmbH, Avstrija	49,95	STO
41.	Intrade energija, d.o.o., Bosna in Hercegovina	25,48	STO
42.	Vitales, d.o.o., Bosna in Hercegovina	49,95	STO
43.	Gorenje Istanbul Ltd., Turčija	100,0	GA
44.	Sirovina, a.d., Srbija	31,47	STO
45.	Termoclean-Zg, d.o.o., Hrvaška	100,0	STO
46.	Gorenje TOV, Kijev	100,0	GA

Vir: Polletno poročilo Skupine Gorenje 2007. Lastni prikaz.

PRILOGA 13

Tabela 13: Napoved izkaza uspeha ob upoštevanju predpostavke višje rasti čistih prihodkov od prodaje

V 1000 EUR	7-12 2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Čisti prihodki od prodaje	580.702	1.310.060	1.428.869	1.541.786	1.664.690	1.798.598	1.944.650	2.104.119
Rast v %		9,1%	9,1%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%
Divizija gospodinjiski aparati	510.162	1.075.429	1.175.444	1.257.725	1.345.766	1.439.969	1.540.767	1.648.621
Rast v %		9,3%	9,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Divizija notranje opreme	33.927	69.207	73.775	77.463	81.336	85.403	89.673	94.157
Rast v %		6,6%	6,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Divizija trgovine in storitev	36.613	165.424	179.650	206.598	237.588	273.226	314.210	361.341
Rast v %		8,6%	8,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Sprememba vrednosti zalog	-1.320	10.340	10.840	11.340	11.840	12.340	12.340	12.340
Usredstveni lastni proizvodi	0	0	0	0	0	0	0	0
Kosmati donos iz poslovanja	579.382	1.320.400	1.439.709	1.553.126	1.676.530	1.810.938	1.956.990	2.116.459
Rast v %		9,0%	9,0%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%
NVPB, SM in SS	425.467	1.000.694	1.091.115	1.177.071	1.257.397	1.358.204	1.467.742	1.587.344
% od kosmatega donosa	73,4%	75,8%	75,8%	75,8%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Stroški dela	100.715	217.491	237.215	255.961	276.365	298.596	322.843	349.317
% od kosmatega donosa	17,4%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
EBITDAR*	53.200	102.215	111.379	120.094	142.767	154.138	166.404	179.797
% od kosmatega donosa	1,3%	7,7%	7,7%	7,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Drugi poslovni prihodki	3.480	19.806	21.596	23.297	25.148	27.164	29.355	31.747
% od kosmatega donosa	0,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Drugi poslovni odhodki*	4.635	17.165	18.716	20.191	21.795	23.542	25.441	27.514
% od kosmatega donosa	0,8%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
EBITDA**	52.045	104.856	114.258	123.200	146.120	157.760	170.318	184.030
% od kosmatega donosa	9,0%	7,9%	7,9%	7,9%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Amortizacija	26.654	55.457	60.468	65.231	67.061	72.438	78.280	84.658
% od kosmatega donosa	4,6%	4,2%	4,2%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	25.391	49.399	53.790	57.969	79.059	85.323	92.039	99.372
% od kosmatega donosa	4,4%	3,7%	3,7%	3,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 14

Tabela 14: Izračun ocene vrednosti preučevane družbe na tržni osnovi na dan 30. 06. 2007 po metodi DCF, ob upoštevanju predpostavke višje rasti čistih prihodkov od prodaje

V 1000 EUR	7-12 2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Normalizirani denarni tok
Dobiček iz posl. pred amortizacijo	52.045	104.856	114.258	123.200	146.120	157.760	170.318	184.030	
- Amortizacija	26.654	55.457	60.468	65.231	67.061	72.438	78.280	84.658	
= Dobiček iz poslovanja	25.391	49.399	53.790	57.969	79.059	85.323	92.039	99.372	
- Davek na dobiček iz poslovanja	5.078	9.880	10.758	11.594	15.812	17.065	18.408	19.874	
Efektivna davčna stopnja	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
= Dobiček iz poslovanja po davkih	20.313	39.519	43.032	46.375	63.247	68.258	73.631	79.497	
+ Amortizacija	26.654	55.457	60.468	65.231	67.061	72.438	78.280	84.658	
= Bruto denarni tok	46.967	94.976	103.500	111.606	130.308	140.696	151.911	164.156	164.156
- Investicije v obratna sredstva	0	-19.927	-21.834	-20.755	-22.583	-24.597	-26.727	-29.183	0
- Investicije v osnovna sredstva	-47.836	-48.855	-50.390	-51.253	-51.972	-54.328	-58.710	-63.494	-84.658
= Prosti denarni tok	-869	26.194	31.277	39.598	55.753	61.771	66.473	71.479	79.497
x Diskontni faktor	0,96	0,88	0,80	0,74	0,67	0,62	0,57	0,52	
WACC	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	
= Diskontirani denarni tok	-831	22.963	25.130	29.160	37.630	38.212	37.690	37.145	41.312
+ SV denarnih tokov 6-12 2007 - 2014	227.099								
+ Sedanja vrednost preostale vrednosti									611.370
= Ocenjena vrednost celotnega kapitala	838.469								
+ Neto dolg	-368.510								
= Ocenjena vrednost lastniškega kapitala za polno tržni manjšinski lastniški delež	469.959								
/ Število delnic (brez lastnih delnic)	11.016.658								
= Ocenjena vrednost lastniškega kapitala za polno tržni manjšinski delež na delnico (v EUR)	42,7								

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 15

Tabela 15: Izračun ocene vrednosti preučevane družbe na tržni osnovi po metodi primerljivih podjetij s kapitalnega trga ob upoštevanju predpostavke višje rasti čistih prihodkov od prodaje

V mio EUR	P/E_06	P/E_07	P/E_08	P/S_06	P/S_07	P/S_08	EV/EBITDA_06	EV/EBITDA_07	EV/EBITDA_08	EV/Sales_06	EV/Sales_07	EV/Sales_08
Mediana	13,7	12,3	10,6	0,5	0,5	0,4	6,1	7,2	5,8	0,8	0,7	0,6
× Finančna spremenljivka	Čisti dobiček_06	Čisti dobiček_07	Čisti dobiček_08	Prihodki_06	Prihodki_07	Prihodki_08	EBITDA_06	EBITDA_07	EBITDA_08	Prihodki_06	Prihodki_07	Prihodki_08
	22,3	29,7	37,4	1.111	1.201	1.310	80,4	92,7	104,9	1.111	1.201	1.310
+ Neto dolg							-369	-369	-369	-369	-369	-369
= Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	306,3	364,6	395,0	573,3	549,2	535,4	124,1	295,9	237,1	483,9	431,6	353,9
/ Število delnic*	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658	11.016.658
= Ocena vrednost lastniškega kapitala na delnico z vidika manjšinskega lastnika na tržni osnovi v EUR	27,8	33,1	35,9	52,0	49,9	48,6	11,3	26,9	21,5	43,9	39,2	32,1
Ponderirano povprečje ocen posamezne skupine multiplikatorjev v EUR		31,0			50,7			18,0			40,1	
= Povprečje ocen vseh multiplikatorjev V EUR		35,0										

Vir: Lastni izračuni.