

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE HOLDINGOV S PRIMEROM SKUPINE PIVOVARNA LAŠKO

Ljubljana, julij 2008

BINE PANGRŠIČ

IZJAVA

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

Ljubljana, 11. julij 2008

Podpis: _____

KAZALO

Uvod.....	1
1 Kaj so holdingi in kako nastanejo.....	2
1.1 Povezovanje gospodarskih družb	2
1.2 Opredelitev tipov povezovanja.....	3
1.3 Koncern Vs. holding kot obliki povezovanja gospodarskih družb.....	4
1.3.1 Koncern kot oblika povezovanja gospodarskih družb	5
1.3.2 Holding.....	5
2 Vrednotenje.....	7
2.1 Vrednost podjetja.....	7
2.2 Osnove vrednotenja in vrednotenje podjetij	8
2.3 Metodologija vrednotenja podjetij.....	9
2.3.1 Na donosu zasnovan pristop.....	9
2.3.1.1 Metoda diskontiranih donosov	10
2.3.1.2 Metoda kapitalizacija donosov	11
2.3.2 Vrednotenje na podlagi tržnih primerjav	12
2.3.3 Na sredstvih zasnovan pristop k vrednotenju podjetja.....	13
3 Vrednotenje holdingov.....	14
3.1 Diverzifikacija in vrednost za lastnika	14
3.1.1 Premija in diskont pri vrednotenju holdingov.....	15
3.1.2 Uporaba metode presežne vrednosti pri računanju diskonta.....	18
3.1.3 Uporaba Tobin's Q metode za izračun diskonta.....	20
3.2 Proces vrednotenja naložb v druga podjetja	22
3.2.1 Metode evidentiranja kapitalskih naložb.....	22
3.2.2 Vrednotenje kapitalskih naložb.....	23
4 Vrednotenje skupine Pivovarna Laško	24
4.1 Metodologija vrednotenja.....	24
4.2 Pivovarna Laško d.d.	26
4.2.1 Lastništvo in obvladovanje Skupine	29
4.3 Ocena vrednosti Skupine Pivovarna Laško	29

4.3.1	Ocena vrednosti matične družbe Pivovarna Laško d.d.	29
4.3.2	Ocena vrednosti skupine Pivovarna Union	31
4.3.3	Ocena vrednosti Radenske	34
4.3.4	Ocena vrednosti podjetja Delo d.d.	37
4.3.5	Ocena vrednosti Jadranske Pivovare.....	38
4.3.6	Vital Mestinje.....	39
4.3.7	RA&LA in Slovita	39
4.3.8	Ocena končne vrednosti skupine Pivovarna Laško.....	40
5	Zaključek.....	40
	Literatura in viri.....	43
	Priloge	

KAZALO SLIK IN TABEL

Kazalo slik

Slika 1: Organigram Skupine Pivovarna Laško na dan 30. 6. 2007.....	27
Slika 2: Ocena vrednosti delnice Pivovarna Laško d.d. ob upoštevanju izbranih uteži posameznih večkratnikov vrednotenja na dan 28. 11. 2007	30
Slika 3: Ocenjena vrednost Skupine Union na podlagi metode primerljivih podjetij ob upoštevanju konsolidiranih rezultatov za leto 2006 na dan 28. 11. 2007	33
Slika 4: Ocenjena vrednost Radenske d.d. na podlagi metode primerljivih podjetij ob upoštevanju rezultatov za leto 2006 na dan 28. 11. 2007	36

Kazalo tabel

Tabela 1: Primerjalna analiza večkratnikov vrednotenja Pivovarne Laško d.d. in tujih primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007	30
Tabela 2: Primerjalna analiza večkratnikov vrednotenja Skupine Union na podlagi konsolidiranih rezultatov za leto 2006 in tujih primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007	32
Tabela 3: Vrednotenje naložbenega portfelja Skupine Union na dan 28. 11. 2007	34
Tabela 4: Primerjalna analiza večkratnikov vrednotenja Radenske d.d. na podlagi rezultatov za leto 2006 in tujih primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007	35
Tabela 5: Primerjava ključnih kazalcev poslovanja Radenska d.d. in primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007	37
Tabela 6: Lastniška struktura podjetja Delo d.d. na dan 28. 11. 2007	38
Tabela 7: Končna ocena vrednosti Skupine na dan 28. 11. 2007.....	40

UVOD

Problem določanja vrednosti blaga sega na same začetke človeštva, ko se prvič pojavi blagovna menjava. Ob zamenjavi dveh različnih vrst blaga je bilo potrebno določiti, koliko je vredno eno in koliko drugo, ali z drugimi besedami, koliko enot prvega je potrebno dati v zameno za pridobitev ene enote drugega blaga. Prvi, ki se je ukvarjal z opredelitvijo vrednosti blaga, je bil oče ekonomije Adam Smith, ki je na začetku v svojih teorijah v knjigi Bogastvo narodov poudarjal pomen dela kot ključnega dejavnika pri določanju vrednosti blaga. Na podlagi tega je opredelil uporabno in menjalno vrednost blaga in jim kasneje dodal še naravno in tržno ceno blaga. V razmerah razvite ekonomije, ko so v ospredje vse bolj prihajali drugi produkcijski faktorji, se je tudi Smith kmalu zavedal kompleksnosti določanja vrednosti blaga in omejenosti njegove delovne teorije vrednosti. Vključil je še kapital in rento ter razvil novo teorijo, teorijo produkcijskih stroškov (Smith, 1996, str. 44 - 67). Vrednost in cena blaga oziroma storitve še danes predstavljajo temeljni postulat ekonomske znanosti. V času od Smitha do danes se je razvilo nešteto teorij in metod, s pomočjo katerih se določa vrednost posamezne vrste blaga, na podlagi katerih so se izoblikovale različne struje, ki so si vsaka na svoj način razlagale ključne spremenljivke ekonomije. Sodbo o uspešnosti posamezne metode na koncu vedno da trg, saj le-ta določa, ali je blago možno zamenjati po ocenjeni vrednosti ali ne.

Vrednotenje podjetij sicer ne sega tako globoko v zgodovino človeštva, vendar ima kljub temu izredno bogato zgodovino. Temu pričajo številne metode, s pomočjo katerih lahko ocenimo vrednost podjetja, dela podjetja ali posameznega sredstva podjetja. Ključ do uspešnega upravljanja s sredstvi je poznavanje njihove prave vrednosti in njenega izvora. Čim ta predpostavka ni izpolnjena, se pod vprašaj postavi glavno vodilo poslovnih financ – cilj poslovanja podjetij je maksimiranje enote premoženja lastnika. Razlogi za vrednotenje podjetij ali njihovih posameznih delov so lahko zelo različni. Investitorji na kapitalskih trgih se za vrednotenje odločajo z namenom poiskati podcenjeno oziroma precenjeno naložbo, katere prave vrednosti trg zaenkrat še ni zaznal. Do takih naložb v povprečju prihaja samo v primeru neučinkovitih trgov. Skladno s splošno ekonomsko teorijo je namreč znano, da v primeru učinkovitih trgov precenjene in podcenjene naložbe ne obstajajo, saj tržna cena v vsakem trenutku odraža pravo vrednost podjetja. Pri spopadanju z določitvijo vrednosti podjetja se tako srečujemo z različnimi statičnimi in dinamičnimi pristopi, ki s pomočjo različnih spremenljivk določajo primerno vrednost proučevanega objekta. Končni rezultat je na splošno odvisen od metode vrednotenja, vhodnih podatkov in spremenljivk, ki jih upoštevamo pri procesu vrednotenja. Prvo vprašanje pri oceni vrednosti je torej izbor primerne metode vrednotenja. Ta proces zahteva obravnavo relativno širokega spektra ključnih dejavnikov (dejavnost podjetja, razpoložljivost podatkov itd.), ki lahko odločilno vplivajo na izbor metode in posledično na končno oceno vrednosti. Tako izbor metode kot tudi končna ocena vrednosti je med drugim odvisna od izvajalca procesa vrednotenja (katere

metode pozna, katere in koliko spremenljivk pri vrednotenju dejansko upošteva itd.). To pomeni, da bo vsaka tovrstna analiza neizogibno vsebovala delček osebne note, kar nam lahko zamegli dejansko sliko stanja obravnavanega objekta. Temu navkljub je končni cilj obravnavanega procesa čimbolj se približati pravi vrednosti podjetja (tržni vrednosti ob predpostavki učinkovitih trgov).

V svoji diplomski nalogi bom podrobno predstavil področje vrednotenja in ga poskušal aplicirati v holdinški dejavnosti. V praksi se bom osredotočil na vrednotenje največjega slovenskega proizvajalca alkoholnih in brezalkoholnih pijač, ki je v zadnjih letih krepko spremenil svoj poslovni model. V skladu s svojo na novo zastavljeno strategijo se je pivovarna preoblikovala v finančni holding, ki dobiva vse večjo vlogo v širšem gospodarskem prostoru. Namen diplomskega dela je prikazati proces vrednotenja tako sestavljenega podjetja in kritična presoja možnosti vzpostavitve primerne standardiziranega modela vrednotenja podjetij take vrste. Kljub temu, da bo na koncu podana kvantitativna ocena vrednosti celotne skupine, je to zgolj sekundarni cilj diplomskega dela, saj bom dodano vrednost iskal v nazorni predstavitvi aplikacije znanih teoretičnih dejstev na obravnavanem specifičnem praktičnem primeru. Kako oceniti vrednost osnovne dejavnosti podjetja, kako oceniti vrednost pridruženih podjetij in skupin ter kako vrednostno in pomensko opredeliti njen naložbeni portfelj, so vprašanja, na katera bom poskušal kar najbolje odgovoriti. V prvem poglavju se bom osredotočil na pojem holding in prikazal glavne značilnosti tega, v slovenskem gospodarskem prostoru vedno bolj pogosto prisotnega poslovnega modela. Sledi poglavje o vrednotenju (2. poglavje), koder bom oblikoval osnovni teoretični podstav vrednotenja, ki mi bo v nadaljevanju služil za postavitev glavnih teoretičnih smernic vrednotenja obravnavanega poslovnega modela (3. poglavje) in praktične aplikacije na primeru skupine Pivovarna Laško (4. poglavje). V zaključku bom razpravljal, ali je možno postaviti neko standardno metodo, s pomočjo katere se bomo tudi v prihodnje lahko lotevali ocenjevanja vrednosti holdinških podjetij, katerih naložbena dejavnost predstavlja enako ali celo večjo vrednost od njene primarne dejavnosti.

1 KAJ SO HOLDINGI IN KAKO NASTANEJO

1.1 Povezovanje gospodarskih družb

Številne značilnosti in posebnosti posameznih gospodarskih subjektov ter okolja, v katerem ti subjekti delujejo, vodijo v različne bolj ali manj standardne oblike poslovnega sodelovanja med podjetji. Namen povezovanja gospodarskih družb je povečanje skupne konkurenčnosti, ki se ponavadi odraža v rasti posameznih gospodarskih enot in doseganju stroškovnih in drugih sinergij. Cilj poslovanja podjetij je praviloma ekonomske narave in se odraža v želji po ustvarjanju dobička s prodajo blaga in/ali izvajanjem storitev. Strateška partnerstva in povezovanja, s katerimi si gospodarski sistemi želijo izboljšanja konkurenčnosti v tržnem okolju, predstavljajo za večino ključne možnosti pri boju za obstanek.

Podjetja imajo pri svojih strateških usmeritvah naslednje možnosti razvoja (Dubrovski, 2004, str. 95):

- **samostojno pot:** predstavlja preživeto in ne atraktivno obliko, saj se gospodarski subjekti pod vtisom globalne konkurence raje odločajo za eno od ostalih možnosti povezovanja. Izbira samostojne poti običajno predstavlja neperspektivno in preživeto obliko, saj se konkurenci izpostavljeni gospodarski subjekti raje odločajo za eno od ostalih možnosti povezovanja.
- **pogodbeno sodelovanje in interesna zavezništva:** odvisna od stopnje obveznosti odnosa, običajno določena v obliki pogodbe in
- **strateška partnerstva in kapitalske združitve:** ki so že dalj časa najbolj zastopana oblika povezovanja in postajajo sestavni del poslovnega življenja.

Intenzivnost povezav se lahko giblje od preproste izmenjave informacij do fuzije podjetij, odvisno od interesa posameznih družb. Šinkovec med glavne cilje povezovanja uvršča naslednje (Šinkovec, 1998, str. 19 – 21):

- **oskrbno področje:** zagotovitev oskrbe, boljši pogoji, znižanje stroškov, izboljšanje tržnega položaja,
- **proizvodno področje:** raziskava in razvoj, izboljšanje know how-a, enakomernejša obremenitev, konkurenčne prednosti s specializacijo, normiranje in tipiziranje,
- **prodajno področje:** izboljšanje tržnega položaja, skupna reklama in pospeševanje prodaje, racionalizacija prodajnih poti, skupna ali ločena prodajna služba, skupna ali ločena blagovna znamka,
- **finančno področje:** krepitev lastnega kapitala, krepitev kreditne sposobnosti, izboljšanje likvidnosti, zmanjšanje rizikov, omejitve garancij, izkoriščanje davčnih prednosti, varstvo v kriznih obdobjih z dogovori o cenah,
- **socialno področje:** oblikovanje skupnih socialnih ureditev,
- **management:** specializacija, profesionalnost, know how, zagotovitev vodenja družbe, širši vodstveni potencial, razvoj managementa, opredelitev odgovornosti, motivacija, vpliv na politiko družbe, racionalizacija uprave, olajšanje kooperacije.

1.2 Opredelitev tipov povezovanja

Glede na način povezovanja gospodarskih subjektov ločimo dve strategiji; koncentracijo in integracijo.

Koncentracija pomeni povečanje velikosti podjetja na eni strani ter ustrezno zmanjšanje drugega števila na drugi strani. Koncentracija kapitala se kaže z različnimi fuzijami podjetij prek povezovanja in združevanja temeljnih ekonomskih nosilcev. Posamezni gospodarski subjekti s koncentracijo izgubijo pravno samostojnost, saj z nastankom novih prenehajo obstoječe pravne osebe. Praktično to pomeni združevanje več manjših subjektov v večjega (praviloma novega) oziroma pridruževanje manjših družb k večjemu gospodarskemu subjektu (Šinkovec, 1998, str. 23 – 24).

Prvi pojavi koncentracij so bili opazni že v začetku prejšnjega stoletja v ZDA (v naftni industriji s pojavno obliko trusta), v Evropi pa so se karteli in koncerni najprej ustanavljali v Nemčiji. Zaradi poseganja v svobodno konkurenco jih države praviloma zakonsko omejujejo ali celo prepovedujejo, najpogosteje s kontrolo oziroma obveznim soglasjem pred nastankom.

Integracije v gospodarstvu v splošnem pomenijo način, kako subjekti s poslovnim povezovanjem dosegajo večje enotnosti. Gre za oblike, ki obsegajo celo paleto povezovalnih možnosti, od poslovnega sodelovanja do združevanja organizacij, in niso pogojene z izgubo samostojnosti. Intenzivnost integracije je lahko različna, od sodelovanja manjših delov sistemov do popolnega zlitja sistemov (Šinkovec, 1987, str. 26 – 30). Različne načine integracij ločimo v tri skupine:

- **vertikalna integracija:** gre za povezovanja med podjetji, ki nimajo enake faze proizvodnje ali delitve dela. Povezanim družbam omogočajo nemoten dotok surovin, kar jim daje konkurenčno prednost pred subjekti, ki v sistem niso povezane. S svojo široko razprostrto mrežo lahko ovirajo konkurente z omejevanjem dotoka surovin, zvišanjem cen in podobno.
- **horizontalna integracija:** gre za združevanja poslovnih aktivnosti organizacij z istega področja z namenom doseganja prevladujočega položaja na trgu. Horizontalno povezane organizacije običajno proizvajajo isti proizvod ali družino proizvodov ter se dopolnjujejo v količinah in ponudbi. Najpogostejši so učinki ekonomije obsega in dominantnega položaja na trgu¹.
- **diagonalne integracije:** najpogosteje je opredeljena kot vertikalna in horizontalna oblika povezovanja. Z rastjo podjetja ponavadi prihaja do diverzifikacije. Diverzifikacija pomeni razširitev obsega proizvodnje in prodaje proizvodov in storitev, z namenom zmanjšanja poslovnih tveganj zaradi naslanjanja na prodajo samo enega ali nekaj proizvodov. Poznamo koncentrično in konglomeratno diverzifikacijo. Prva temelji na vertikalni (širitev proizvodnje baze po proizvodni verigi) in horizontalni rasti (uvajanje novih proizvodov iste skupine), medtem ko je za konglomeratno diverzifikacijo značilno, da obstoječemu asortimanu dodajamo nove proizvode, ki nimajo očitnih tehnoloških oziroma tržnih sinergij z obstoječimi izdelki.

1.3 Koncern Vs. holding kot obliki povezovanja gospodarskih družb.

Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1) opredeljuje povezane družbe v prvem poglavju četrtega dela 527. člena), in sicer se za povezane družbe štejejo pravno samostojne družbe, ki so v medsebojnem razmerju tako, da (ZGD-1, 2006:

¹ Horizontalni karteli so v večini zakonodaj prepovedani, ker se v njih dogovarjajo cene, določajo kvote proizvodnje, določajo pogoji pri nakupu ali prodaji, o normah in tipih proizvodov, s čimer se onemogoča konkurenca.

- ima ena družba v drugi večinski delež (družba v večinski lasti in družba z večinskim deležem)²,
- je ena družba odvisna od druge (odvisna in obvladujoča družba)³,
- so koncernske družbe,
- sta dve družbi vzajemno kapitalsko udeleženi ali
- so povezane s podjetniškimi pogodbami.

1.3.1 Koncern kot oblika povezovanja gospodarskih družb

Po določbah ZGD-1 koncern tvori obvladujoča in odvisna družba. V koncern vključene in z enotnim vodstvom povezane družbe so koncernske družbe. Bistveni znak koncerna je združitev več podjetij pod enotnim vodstvom drugega podjetja, družbe, ki se povezujejo, ne izgubijo pravne samostojnosti. Obvladujoče družbe imajo v primeru kapitalske udeležbe v drugi v višini te udeležbe zagotovljen nadzor nad odvisno družbo, to pa praktično pomeni postavljanje poslovnih struktur, članstvo v odločujočih organih in s tem direktno možnost vpliva na vodenje. Pivka si koncern razlaga kot poseben ekonomski in pravni fenomen, ki enotnost vidi zgolj v ekonomskem smislu in ne v pravnem. Gre le za pravni pojem, kjer se pravno samostojne družbe povežejo pod enotnim vodstvom vodilne družbe, kar je razlog za posebno pravno ureditev razmerij med obvladujočo in odvisnimi družbami (Pivka et al., 2002, str. 730).

Po ZGD-1 koncern sestavljajo:

- ena obvladujoča in ena ali več odvisnih družb, povezanih pod enotnim vodstvom obvladujoče družbe (dejanski koncern),
- družbe, ki so povezane s pogodbo o obvladovanju (pogodbeni koncern) ali
- pravno samostojne družbe, povezane z enotnim vodstvom, ne da bi bile pri tem družbe medsebojno odvisne (koncern z razmerjem enakopravnosti).

Šinkovec (2001, str. 17 - 18) loči homogene in heterogene koncerne⁴, pozna pa tudi geografsko razdelitev koncernov na nacionalne, internacionalne in multinacionalne. Pri nacionalnih imajo hčere in družba mati sedež v isti državi. Pri internacionalnih se stopnjuje udeležba družb hčera iz tujine. Za multinacionalne koncerne pa je značilno, da imajo družbe hčere v tujini precejšno avtonomnost. Zaradi različnosti nacionalnih trgov (kultura, jezik, zakonodaja itd.) se lahko pri vodenju takih koncernov pojavijo težave.

1.3.2 Holding

V skladu s 562. členom ZGD-1 (2006) je holding opredeljen kot družba, ki ima v lasti »večino deležev« pravno samostojne družbe in opravlja predvsem dejavnost ustanavljanja,

² Če večina deležev pravno samostojne družbe pripada drugi družbi, ali če drugi družbi pripada večina glasovalnih pravic (večinski delež), se ta družba šteje za družbo v večinski lasti, druga družba pa je družba z večinskim deležem.

³ Odvisna družba je pravno samostojna družba, ki jo neposredno ali posredno obvladuje druga družba (obvladujoča družba).

⁴ Pri homogenih koncernih so člani vključeni v isti gospodarski namen, pri heterogenih pa so podjetja dejavna v različnih panogah.

financiranja in upravljanja teh družb; gre torej za družbo z večinskim deležem. Za razliko od holdinga ima koncern ponavadi tudi kakšno »svojo« dejavnost, npr. proizvodnjo, trgovinsko ali bančno dejavnost ipd. (Puharič, 2001, str. 107).

Holding svojo večinsko kapitalsko udeležbo uporablja za vodenje teh družb. Če družbo upravlja zgolj na podlagi pravic na skupščini, veljajo za holdinge le pravne posledice družbe z večinsko udeležbo. V nasprotju s koncernom⁵ neposredne povezave med upravama holdinške družbe in odvisne družbe tako praktično ni, saj holding na upravljanje odvisne družbe vpliva le kot delničar na skupščini. Ker zaradi večinske kapitalske udeležbe obstaja pravna podlaga, oziroma tudi možnost vodenja odvisnih družb, dobi holding, ki izvaja tudi vodenje, izrazito koncernsko komponento, njegov položaj pa se spremeni v koncernsko obvladujočo družbo – holdinško koncernska družba (Pivka et al., 2002, str. 650).

Holdinške strukture lahko glede na izvajanje osnovnih funkcij razdelimo na (Šinkovec, 2001, str. 29) holdinge z izrazito finančno funkcijo, z izrazito investicijsko funkcijo, z izrazito organizacijsko funkcijo ter na holdinge z izrazito operativno funkcijo. Na podlagi tega lahko opredelimo tri tipe holdingov: strateški, operativni in finančni. Kot že sama imena povedo, se strateški holding v okviru odvisnih družb osredotoča predvsem na strateške odločitve⁶, za operativni holding⁷ je značilno operativno poseganje v poslovanje odvisnih družb, medtem ko je finančni holding⁸ usmerjen izključno v finančno funkcijo in je v praksi redkeje prisoten.

Glede na zgoraj opisano, je v praksi praktično nemogoče potegniti jasno ločnico med posameznimi tipi holdingov in koncernov, saj je razvitost individualnih oblik med drugim odvisna tudi od zakonodaje posameznih držav in področja delovanja holdingov in koncernov. Umestitev specifičnega holdinga/koncerna v zgolj en tip je skorajda nemogoča in precej nevhvalna naloga. Za boljšo predstavbo si pogledjmo še mnenja nekaterih tujih avtorjev.

Pri ameriškem združenju ASA njihovi standardi (angl. *Business Valuation Standards*) holding definirajo kot podjetje, ki svoje prihodke ustvarja z donosi na svoja sredstva, ki lahko med drugim vključujejo tudi druga podjetja (Business Valuation Standards, 2002, str. 8). Ostali tuji avtorji, ki se v svojih delih ukvarjajo s problematiko holdingov, se osredotočajo na uporabo besede »conglomerate«. *Conglomerate* slovar finančnih in poslovnih terminov (De Paula Lico) definira kot velika podjetja, ki poslujejo v najmanj dveh različnih dejavnostih. Za lažjo

⁵ Koncern obvladuje podrejeno družbo z neposrednim vplivanjem na upravo odvisne družbe. Ta vpliv se ponavadi odraža v različnih poslovnih stikih med upravama družb.

⁶ Odvisne družbe so relativno samostojne, razen kadar so odgovorne za izpolnjevanje strateških naložb krovne družbe, ki se ponavadi nanašajo na odločitve povezane z upravljanjem finančnih sredstev, ter odločitve povezane z nakupi in prodajami družb, planiranje, ...

⁷ Pri tej obliki holdinga matična družba prevzame odgovornost za vodenje odvisne družbe, kar izrazito poveča moč krovne družbe in odvisnost hčerinske družbe. Ta tip predstavlja praktično obliko holdinga-koncerna, saj so zanj značilne tipične lastnosti koncernskega upravljanja.

⁸ V tej obliki holding zagotavlja predvsem primerno razporeditev finančnih virov, doseganje finančnih sinergijskih učinkov ter koordinacijo investicijskih sredstev v okviru celotnega holdinga. V ekstremnem primeru je finančni holding zgolj investicijska družba, ki se ukvarja z upravljanjem finančnih sredstev in kapitala.

opredelitev posameznih dejavnosti so se razvile klasifikacije dejavnosti, ki razvrščanje močno olajšajo. V Sloveniji se uporablja Standardna klasifikacija dejavnosti, v ZDA klasifikacija NAICS⁹, v Veliki Britaniji pa UK SIC92¹⁰. Avtorji se pri definiciji razlikujejo glede na to, kako podrobno opredelijo posamezno dejavnost.

Slovenski avtorji in slovarji niso enotni pri prevodu besede »conglomerate«, saj jo nekateri prevajajo kot holding drugi kot koncern. Zaradi jasnosti bo v nadaljevanju uporabljen zgolj izraz holding, s katerim je definirana družba, ki posluje v vsaj dveh različnih dejavnostih in organizacijsko bolj ustreza definiciji dejanskega koncerna iz 530. člena Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1, 2006). Izraz holding bo tako v delu zajemal družbo, ki opravlja svojo osnovno dejavnost, ki ni nujno dejavnost holdinga definiranega v 562. členu ZGD-1 (ZGD-1, 2006), in poleg tega še kakšno drugo dejavnost preko udeležbe v kapitalu odvisnih družb.

Združevanje in prevzemanje je skozi ekonomsko zgodovino potekalo v več prevzemnih valovih. Prvi prevzemni val se je začel leta 1897 (industrijska revolucija), a za nastanek holdingov je najpomembnejši tretji prevzemni val, ko so v 60-ih letih dvajsetega stoletja začeli nastajati veliki sistemi, ki so se ukvarjali z različnimi dejavnostmi, vodila pa jih je manjša skupina managerjev. Veliko prevzemov v tem obdobju kasneje ni opravičilo pričakovanj na področju sinergij, stroškovne učinkovitosti in povečanje dobičkonosnosti, kar je botrovalo kasnejši decentralizaciji in zmanjšanju koncentracije v posameznih panogah. Trenutno smo sredi petega vala, ki je pod vtisom vsesplošne globalizacije gospodarstva in deregulacije posameznih panog (Weston & Weaver, 2001).

2 VREDNOTENJE

2.1 Vrednost podjetja

Vrednost podjetja je mogoče opredeliti na več načinov. Norčič (1994, str. 65) je vrednost opredelil kot osnovno lastnost nečesa, da se lahko zamenja za drugo blago ali za denar. Vrednost je torej menjalno razmerje med dvema dobrinama, ki morata zadostiti osnovnima kriterijema relativne redkosti in uporabnosti blaga. Brez uporabne vrednosti blago namreč nima menjalne vrednosti. Škof (1994, str. 25) definira vrednost kot sedanjo vrednost bodočih koristi, v praksi pa je pojem pogojen z individualnimi zahtevami posameznikov.

Damodaran (2001, str. 1) kot eno izmed osnovnih predpostavk uspešnega investiranja omenja pogoj, da vlagatelj ne plača za sredstvo več, kot je to dejansko vredno. Vrednost sredstva ni enoznačno določena oziroma znana, ampak je odvisna od številnih dejavnikov, ki imajo neposreden ali posreden vpliv na obravnavano sredstvo. Podobno kot Škof tudi Damodaran kot glavni izvor vrednosti vidi v pričakovanih denarnih tokovih, ki jih bo investitor ustvaril s

⁹ North American Industry Classification System – severnoameriški sistem klasifikacije dejavnosti.

¹⁰ UK Standard Industrial Classification of Economic Activities.

tem sredstvom, kar naj bi se v celoti odražalo na ceni sredstva. Iz tega izhaja najbolj razširjeno načelo sedanje vrednosti in koncept neto sedanje vrednosti (angl. *NPV – net present value*). Vrednost podjetja je torej vsota vseh prihodnjih denarnih tokov, ki jih je ob upoštevanju časovne vrednosti denarja potrebno diskontirati¹¹ z ustrezno diskontno stopnjo. Koncept neto sedanje vrednosti je najbolj splošno uporabljen koncept pri investicijskem odločanju (Brealey & Myers, 2003, str. 25).

Pratt, Reilly in Schweih (2000, str. 28 - 32) so v svoji knjigi opredelili naslednje vrednosti podjetja:

- **poštena tržna vrednost** (angl. *Fair market value*, lahko tudi *Exit value*): je vrednost, ki se jo v trenutku vrednotenja lahko iztrži na trgu,
- **investicijska vrednost** (angl. *Investment value*): je specifična vrednost investicije za določenega investitorja, ki temelji na individualnih naložbenih zahtevah in se lahko razlikuje od kupca do kupca,
- **notranja ali temeljna vrednost** (angl. *Intrinsic value*): temelji na podlagi analitične ocene posameznega analitika. Ta vrednost naj bi bila realna oziroma resnična in bi ob spoznanju drugih investorjev postala tudi tržna,
- **poštena vrednost** (angl. *Fair value*): je pravni standard, ki se upošteva pri zaščiti interesov manjšinskih lastnikov. V osnovi naj bi šlo tu za pošteno tržno vrednost, ki je določena na podlagi zakonskih aktov,
- **likvidacijska vrednost**: je vrednost ob prenehanju poslovanja,
- **zavarovalna vrednost**: je vrednost določena v primeru zavarovanja lastnine z namenom, da se mu v primeru škode povrne premoženje, ki ga je imel pred poškodovanjem,
- **knjižna vrednost**: pa je vrednost izračunana na podlagi bilanc podjetja, ko od vrednosti aktive odštejemo vrednost vseh obveznosti podjetja.

2.2 Osnove vrednotenja in vrednotenje podjetij

Vrednotenje je proces ali ocenjevanje tržne vrednosti proučevanega objekta. Ameriško združenje ocenjevalcev (ASA – American Society of Appraisers) vrednotenje podjetja definira kot dejanje ali proces ugotavljanja vrednosti podjetja oziroma posameznega lastniškega deleža, vrednotnega papirja ali neopredmetenega sredstva. Cilj vrednotenja podjetja pa je s pomočjo vseh relevantnih orodij izraziti nedvoumno in jasno mnenje o vrednosti podjetja, lastniškega deleža ali posameznega vrednostnega papirja (ASA Business Valuation Standards, 2005, str. 4).

Vrednotenje se uporablja v različne namene in igra pomembno vlogo pri širokem naboru odločitev. Razlogi za vrednotenje mnogokrat odločilno vplivajo na obseg, oblike in rezultat

¹¹ Ker je ena enota premoženja danes vredna več kot ena enota premoženja jutri, in ker je potrebno upoštevati faktor tveganja, je potrebno vse prihodnje denarne tokove diskontirati z ustreznim diskontnim faktorjem. Diskont se določi na podlagi splošnih stopenj donosa na kapitalskih trgih, ki ga ustrezno prilagodimo glede na specifične dejavnike posameznega primera.

celotnega procesa vrednotenja. Na podlagi namena in vloge lahko na vrednotenje gledamo iz različnih vidikov, med katerimi bi izpostavil vrednotenje kot podporo odločanju pri upravljanju portfelja, vrednotenje pri prevzemih ter poslovno finančni vidik vrednotenja.

Vloga vrednotenja pri upravljanju portfelja investitorja je v veliki meri odvisna od njegove naložbene filozofije. V primeru pasivnega vlagalca igra vrednotenje bolj kot ne zanemarljivo vlogo, medtem ko vrednotenje v primeru aktivnega investitorja predstavlja eno izmed njegovih glavnih orodij pri investiranju. V grobem Damodaran (2002, str. 8 - 11) aktivne investitorje razdeli v šest različnih skupin: temeljne analitike, kupce celotnih podjetij, čartiste, investitorje, ki trgujejo na podlagi informacij, časovne investitorje in investitorje, ki prisegajo na teorijo učinkovitih trgov.

Vrednotenje bi moralo imeti osrednjo vlogo pri prevzemnem procesu. Medtem ko je za prevzemnika ključno ugotavljanje poštene vrednosti njegove tarče, je za tarčo ključnega pomena ugotavljanje primerne lastne vrednosti, ki jim bo pomagal pri odločitvi o prevzemni ponudbi. Pri vrednotenju v prevzemnih procesih je potrebno upoštevati nekaj posebnih dejavnikov, ki vplivajo na končno oceno vrednosti kot so: sinergije, poprevzemni stroški integracije in reorganizacije itd.

Za zagotavljanje osnovnega cilja poslovanja podjetja, to je maksimiziranje vrednosti podjetja¹², je potrebno orisati razmerja med finančnimi odločitvami, poslovnimi strategijami in vrednostjo podjetja (poslovno finančni vidik vrednotenja). Vrednost podjetja je namreč lahko neposredno povezana z odločitvami, ki jih izvaja; izbor projektov, način financiranja, dividendna politika itd. Samo z razumevanjem teh razmerji in s poznavanjem vrednosti svojega podjetja je možno sprejemati odločitve, ki povečujejo vrednost podjetja.

2.3 Metodologija vrednotenja podjetij

Ocenjevalci vrednosti podjetij običajno uporabljajo več različnih načinov, metod in postopkov ocenjevanja vrednosti, da bi na ta način čimbolj vsestransko podprli svoj dokončen cenitveni sklep. Trije osnovni pristopi za vrednotenje podjetij, ki jih podpira tudi Ameriško združenje ocenjevalcev (angl. *American Society of Appraisers*), so (Pratt, 2001b, str. 46):

- na donosu zasnovan način,
- način tržnih primerjav in
- na sredstvih zasnovan način.

2.3.1 Na donosu zasnovan pristop

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

¹² Ta cilj predstavlja osnovo večine poslovno-finančnih teorij.

Na donosu zasnovan pristop je splošen način določanja vrednosti podjetja, posameznega lastniškega deleža ali drugega sredstva, ki s pomočjo ene ali več metod pretvori pričakovan donos v vrednost. Glede na različno obravnavo tveganja običajno ločimo dve metodi:

- metoda diskontiranega denarnega toka in
- metoda kapitalizacije donosov.

2.3.1.1 Metoda diskontiranih donosov

Po metodi diskontiranih donosov izračunamo vrednost podjetja kot vsoto sedanjih vrednosti pričakovanih donosov lastnikov podjetja. Metoda zahteva projekcijo pričakovanih donosov, običajno v obdobju, dolgem od 10 do 15 let (Fishman, Pratt, Griffith, & Wilson, 2002, str. 5-3 - 5-4). Donose, ki so običajno izraženi s čistim denarnim tokom, ocenimo za vsako od prihodnjih časovnih obdobj in jih s pomočjo ustrezne diskontne stopnje prevedemo na sedanjo vrednost. Pri določanju diskontne stopnje mora ocenjevalec vrednosti upoštevati dejavnike, kot so raven obrestnih mer, pričakovane mere donosa v alternativne naložbe in posebna tveganja, povezana z ocenjevanim predmetom. Za določitev prihodnji donosov je v obzir potrebno vzeti značilnosti podjetja, njegovo preteklo poslovanje, sestavo kapitala in njegove prihodnje možnosti upoštevajoč podjetje samo ter njegovo širše in ožje okolje.

Ker naložba v lastniški kapital predstavlja trajno investicijo, je smiselno vsoti sedanjih vrednosti donosov v napovedanem obdobju prišteti sedanjo vrednost donosov po tem obdobju. Gre za t.i. preostalo vrednost (angl. *residual value*, *terminal value*), ki se najpogosteje izračunava z uporabo metode kapitalizacije donosov poznane tudi kot Gordonov model rasti¹³ (Fishman et al., 2002, str. 5-56 - 5-57).

Ob upoštevanju zgornjih predpostavk lahko s pomočjo prostih denarnih tokov podjetja (FCF_i) in Gordonovega modela rasti lahko vrednost podjetja izračunamo s formulo:

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+r)^n} + \frac{\frac{FCF_{n+1} * (1+g)}{(r-g)}}{(1+r)^n} \quad (1)$$

Pri čemer je (r) diskontna stopnja, (g) pričakovana normalizirana stopnja rasti prostega denarnega toka podjetja in (FCF_{n+1}) pričakovan normaliziran prosti denarni tok podjetja.

Metodo lahko uporabimo za oceno vrednosti lastniškega kapitala ali oceno vrednosti celotnega kapitala podjetja, ki poleg lastniškega kapitala obsega tudi dolg podjetja. Če ocenjujemo vrednost lastniškega kapitala podjetja, kjer donos vključuje le donose imetnikov lastniških vrednostnih papirjev, diskontna stopnja predstavlja oportunitetni strošek lastniškega kapitala podjetja. Če pa ocenjujemo vrednost celotnega kapitala podjetja, kjer je potrebno poleg donosa imetnikov lastniških vrednostnih papirjev upoštevati še donose imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev, je diskontna stopnja opredeljena kot tehtano povprečje

¹³ Za oceno preostale vrednosti se v praksi uporablja še nekaj drugih metod izračunavanja. Če ocenjujemo, da ima naložba omejen rok trajanja, lahko za preostalo vrednost uporabimo likvidacijsko vrednost naložbe ob koncu dobe trajanja, preostalo vrednost pa je mogoče izračunati tudi z uporabo tržnih mnogokratnikov.

stroškov kapitala podjetja WACC (angl. *Weighted average cost of capital*) (Praznik, 2004, str. 70).

2.3.1.2 Metoda kapitalizacija donosov

Metoda kapitalizacije donosov je skrajšana različica metode diskontiranih donosov, saj vrednotenje podjetij namesto na projekciji pričakovanih donosov lastnikov podjetja temelji na pričakovanem normaliziranem donosu, za katerega se običajno predpostavlja, da narašča po neki konstantni stopnji rasti v neskončnost. Vrednost podjetja izračunamo tako, da normalizirani donos lastnikov podjetja delimo s stopnjo kapitalizacije (Pratt et al., 2000, str. 87).

Za razliko od metode diskontiranih donosov, kjer spremembe v pričakovanih donosih zajemamo v dejanski projekciji, pri tej metodi zajemamo v stopnji kapitalizacije. Stopnjo kapitalizacije izračunamo kot:

$$c = r - g \quad (2)$$

Kjer je (r) diskontna stopnja (g) pričakovana normalizirana stopnja rasti (Praznik, 2004, str. 78). Ob predpostavki, da se normalizirani donosi lastnikov podjetja v obliki pričakovanega normaliziranega prostega denarnega toka podjetja (FCF_t) v prihodnosti ne bo spreminjal, lahko vrednost podjetja izračunamo kot:

$$PV = \frac{FCF_1}{c} \quad (3)$$

Običajno pa se pričakuje, da bo pričakovani normalizirani prosti denarni tok podjetja (FCF_0) v prihodnosti naraščal po neki konstantni stopnji rasti (g), zato vrednost podjetja izračunamo s pomočjo enačbe Gordonovega modela rasti:

$$PV = \frac{FCF_0 * (1 + g)}{(r - g)} \quad (4)$$

Pričakovani normalizirani prosti denarni tok podjetja (FCF_0) v tem primeru predstavlja normalizirani prosti denarni tok podjetja v letu pred datumom, na katerega se nanaša vrednost podjetja. Pričakovani normalizirani prosti denarni tok podjetja je rezultat določenih prilagoditev, s katerimi dejanski prosti denarni tok podjetja pretvorimo v normalizirani prosti denarni tok podjetja (Praznik, 2004, str. 80)¹⁴.

¹⁴ Tudi metode kapitalizacije donosov lahko uporabimo za izračunavanje vrednosti lastniškega kapitala podjetja kot tudi za izračunavanje vrednosti celotnega kapitala na podoben način kot pri metodi diskontiranih donosov.

2.3.2 Vrednotenje na podlagi tržnih primerjav

Vrednotenje podjetij na podlagi tržnih primerjav je zasnovano na predpostavki, da dajejo kupoprodaje podobnih premoženj empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega premoženja. Pri tem je bistveno, da gre za kupoprodaje med nepovezanimi osebami. Tak način predpostavlja, da utegnejo biti dejavniki tveganja in pogoji za rast podobni kot v ocenjevanem podjetju (Fishman et al., 2002, str. 6 - 1).

Način sloni na tržnih podatkih in je namenjen določanju vrednosti podjetja na osnovi primerjave ocenjevanega podjetja s:

- primerljivimi podjetji, uvrščenimi na organiziranem trgu kapitala (**metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij**) in/ali s
- primerljivimi podjetji, ki so bila kupljena ali prodana (**metoda primerljivih kupoprodaj podjetij**)¹⁵.

Pri obeh metodah je najprej potrebno izbrati vzorec primerljivih podjetij. Ključno merilo je, da ima primerljivo podjetje podobne značilnosti, povezane s stopnjo tveganja. Ostale značilnosti, na podlagi katerih izbiramo primerljiva podjetja, so: trg, proizvodi in storitve, geografsko območje delovanja, velikost in primerljivi pretekli podatki. Boljša kot je primerljivost, manj podjetji potrebujemo za verodostojen rezultat. V primeru podobnih značilnosti povezanih s stopnjo tveganja so lahko dovolj tudi tri, ponavadi pa vzorec sestavlja od pet do sedem podjetij (Praznik, 2004, str. 86).

Pri metodi primerljivih podjetij uvrščenih na borzo¹⁶ dobimo vrednost podjetja tako, da temeljne finančne spremenljivke podjetja (EBIT, EBITDA, čisti dobiček, prihodki od prodaje, bruto denarni tok itd.) pomnožimo z mnogokratniki primerljivih podjetij. Pri računanju mnogokratnikov moramo upoštevati tržno ceno na isti dan kot pri primerljivem podjetju (Fishman et al., 2002, str. 6 - 2). Mnogokratniki so lahko:

- cena/donos (P/E ratio): dobimo ga tako, da ceno delimo s čistim dobičkom na delnico (earnings per share EPS),
- cena/bruto denarni tok (P/gross cash flow): dobimo ga tako, da ceno delimo s čistim dobičkom na delnico, ki mu prištejemo nedenarne stroške na delnico¹⁷,
- cena/dobiček pred stroški financiranja in davki¹⁸ (P/EBIT): dobimo ga tako, da ceno delimo z dobičkom iz poslovanja,

¹⁵ Med tem, ko se na trgu kapitala kupujejo in prodajajo manjšinski deleži, pa gre pri metodi primerljivih kupoprodaj ponavadi za kupoprodaje obvladujočih deležev. Tu je potrebno vložiti dodaten napor v ugotavljanje, ali gre resnično za kupoprodaje med nepovezanimi osebami, saj v nasprotnem primeru take metode ne moremo uporabiti pri ocenjevanju tržne vrednosti.

¹⁶ Pri podjetjih uvrščenih na borzo in njihovih kupoprodajah je objavljane podatkov obvezno in javno, medtem ko ni nobenih zakonskih zahtev za objavljane podatkov nekotirajočih podjetji in njihovih kupoprodajah. Podatki o nekotirajočih podjetjih in njihovih kupoprodajah so dostikrat nepopolni in ponavadi manj zanesljivi od podatkov o podjetjih, uvrščenih na borzo.

¹⁷ Ponavadi je tu največji delež amortizacija in drugi odpisi vrednosti.

¹⁸ Drugače tudi poslovni izid iz poslovanja.

- cena/prodaja (P/S ratio): dobimo tako, da ceno delimo s prihodki od prodaje na delnico,
- cena/knjigovodska vrednost (P/B ratio): dobimo tako, da ceno delimo s knjigovodsko vrednostjo delnice,
- pogosto uporabljeni še EV/EBTIDA¹⁹ in EV/EBIT, kjer je EV *enterprise value*, do katere pridemo tako, da celotni tržni kapitalizaciji podjetja prištejemo njegov dolg, manjšinski kapital in prednostni kapital in odštejemo denar in njemu podobne postavke.

V primeru, ko se primerljiva podjetja pomembno razlikujejo po sestavi sredstev in kapitala, uporabimo mnogokratnike, kjer dobimo vrednost celotnega kapitala ter nato odštejemo tržno vrednost dolga in prednostnih delnic. Za vrednotenje celotnega kapitala sta najpogosteje uporabljena naslednja mnogokratnika:

- mnogokratnik cena celotnega kapitala (market value of invested capital – MVIC)/EBITDA,
- mnogokratnik MVIC/EBIT,

Običajno dajemo največji pomen mnogokratnikom, ki imajo najmanjši statistični odklon od povprečja. Pri opisanih metodah je potrebno pred začetkom poskrbeti še za prilagoditve izkazov poslovanja primerljivih podjetij (za izredne in izjemne podatke) in prilagoditve zaradi različnih načinov obračunavanja zalog (LIFO, FIFO itd.). Pri metodi kupoprodaj je potrebno upoštevati še prilagoditve povezane z velikostjo ocenjevanega deleža. Kupoprodaje celotnih podjetij običajno nimajo enakih značilnosti glede unovčljivosti in tržljivosti kot kupoprodaje delnic na borzi (Praznik, 2004, str. 86).

Zgornja načina sta najbolj primerna za vrednotenje podjetij, ki delujejo v kapitalsko razvitih trgih, kjer je na razpolago zadostno število primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, ali ki so bila udeležena v kupoprodajah podjetij. Primerljiva podjetja so najbolj primerna za oceno vrednosti manjšinskih deležev, medtem ko je metoda primerljivih kupoprodaj bolj primerna za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev. Oba načina pa nista primerna za ocenjevanje podjetij z negativnim izidom iz poslovanja in podjetij katerih obstoj je vprašljiv.

2.3.3 Na sredstvih zasnovan pristop k vrednotenju podjetja

Ta metoda temelji na načelu substitucije, kjer je kupec za določeno sredstvo pripravljen plačati toliko, kolikor je strošek nadomestitve sredstev podjetja. S to metodo prilagodimo vsa materialna in nematerialna sredstva in obveznosti na (pošteno) tržno vrednost, ne glede na to ali so v bilanci ali ne. Vrednost podjetja – vrednost lastniškega kapitala podjetja, pa je enaka razliki med tako ocenjeno tržno vrednostjo sredstev in ocenjeno tržno vrednostjo obveznosti podjetja (Praznik, 2004, str. 95). Način je analogen nabavno vrednostnemu načinu ocenjevanja vrednosti, ki ga uporabljajo ocenjevalci vrednosti sredstev.

¹⁹ EBITDA – dobiček pred stroški financiranja, davki in amortizacijo.

Osnova pri predpostavki likvidacije podjetja je likvidacijska vrednost sredstev, medtem ko moramo pri vrednotenju poslujočega podjetja izhajati iz njihove najgospodarnejše uporabe. Ker ocenjevalci vrednosti podjetij običajno niso strokovnjaki za ocenjevanje vrednosti sredstev, morajo pri uporabi te metode najeti ocenjevalce vrednosti sredstev. Ocenjevalec vrednosti sredstev je lahko ocenjevalec vrednosti nepremičnin ali ocenjevalec vrednosti strojev in opreme. Pri ocenjevanju vrednosti sredstev obstajajo trije temeljni načini ocenjevanja: na donosu zasnovan način, način tržnih primerjav in nabavno-vrednostni (stroškovni) način.

Ta način ocenjevanja vrednosti se ponavadi uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značaj holdingov, ali za podjetja, kjer je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja podjetja (ASA Business Valuation Standards, 2002, str. 8). Uporaba obravnavane metode pri vrednotenju poslujočega podjetja (proizvodnega ali storitvenega), pri katerem je vrednost podjetja odvisna od prihodnjih donosov lastnikov in ne preteklega poslovanja, je lahko sporna. S to metodo običajno dobimo vrednost obvladujočega deleža, zato moramo pri oceni manjšinskega deleža uporabiti odbitek za neobvladovanje²⁰ (Pratt et al., 2000, str. 106).

3 VREDNOTENJE HOLDINGOV

3.1 Diverzifikacija in vrednost za lastnika

Vrednotenje holdingov že od 60-ih let prejšnjega stoletja buri duhove številnih ekonomistov. To obdobje je zaznamoval t.i. tretji prevzemni val, ki je pomenil nastanek holdingov. Veliki poslovni sistemi so vse več priložnosti za ohranjanje vrednosti podjetja videli zunaj njihove panoge, saj so postale stopnje rasti v njihovi osnovni dejavnosti premajhne. Podjetja so ustvarjala velike denarne tokove, s katerimi niso želela nagrajevati lastnike v obliki dividend. Relativno ugodni pogoji zadolževanja in precej stroga protimonopolna zakonodaja so poskrbeli, da so podjetja nove razvojne priložnosti začela iskati zunaj svoje osnovne dejavnosti. Idejo o diverzifikaciji dejavnosti je podprl tudi trg, saj je z zvišanjem vrednosti delnic nagradil podjetja, ki so prevzemala v drugih panogah in tista, ki so prevzemala hitro rastoča podjetja, medtem ko je kaznoval prevzeme znotraj panoge.

Pod vtisom obdobja so se ekonomisti začeli spraševati o smiselnosti takega koncepta. Ali je diverzifikacija dejansko smiselna in pomeni povečanje vrednosti podjetja? Začele so nastajati številne teoretične in praktične študije, ki so se ukvarjale s proučevanjem smiselnosti procesa diverzifikacije in koncepta holdingov. Avtorji so na podlagi vrednotenja holdingov ugotavljali, ali izkazujejo diskont ali premijo glede na nabor primerljivih podjetij, ki so prisotna zgolj v eni dejavnosti. Oblikovali sta se dve struji avtorjev. Medtem ko so bolj zgodnje študije

²⁰ Poleg zgoraj opisane metode prilagojenih knjigovodskih vrednosti štejemo med na sredstvih temelječe metode tudi metodo presežnih donosov. Uporabljamo jo le takrat, kadar ni mogoče uporabiti nobene druge, v ZDA pa je to ena najpogostejše uporabljenih metode pri ocenjevanju malih družinskih podjetij.

podpirale idejo o diverzifikaciji in navajale razloge za premijo značilno za take holdinge, so v kasnejšem obdobju vse glasnejši tisti, ki so opozarjali na diskont, ki ga izkazujejo taka podjetja.

3.1.1 Premija in diskont pri vrednotenju holdingov

Pri vrednotenju holdingov se je potrebno osredotočiti na koristi in stroške kot posledica diverzifikacije dejavnosti. Stein (1997) ter Matsusaka in Nanda (2002) vidijo največjo korist diverzifikacije v učinkovitejši alokaciji resursov zaradi nastanka notranjih trgov kapitala. Ti so holdingom in njihovim hčerinskim podjetjem omogočala hitrejši pretok kapitala, cenejšo obliko financiranja in s tem boljšo učinkovitost investiranja. S primerno razpršeno dejavnostjo se ustrezno zmanjša tudi izpostavljenost likvidnostnemu tveganju, saj po mnenju Lewellen-a (1971) diverzifikacija vodi v zmanjšano volatilitnost denarnega toka, kar omogoča dodatno zadolževanje, ki z nastankom davčnega ščita pomeni zmanjšano davčno obveznost²¹. Tudi Stulz (1990) omenja nižjo volatilitnost denarnega toka, ki zmanjšuje stroške investiranja. Avtorji vidijo koristi še v upravljaljskih ekonomijah obsega in večji tržni moči kot rezultat usklajenega pritiska na cenovne nivoje, ki omogoča izrivanje konkurence in rast tržnega deleža (Matsusaka, 2001; Maksimovic & Philips, 2002; Burch, Nanda & Narayananuse, 2001).

Tudi Berger in Ofek (1995), ki sicer kasneje dokažeta statistično značilen diskont, govorita o določenih prednostih sestavljenih podjetij glede na posamezna podjetja v panogi. Med potencialne prednosti uvrščata večjo operativno učinkovitost, manjšo verjetnost nerealizacije projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, večja razpoložljiva sredstva v obliki zadolžitve, nižji davki itd. Podobno kot Lewellen omenjata tudi efekt zavarovanja, ki omogoča večji vzvod, kot posledica nekoreliranih denarnih tokov.

Poleg vrednotenja holdingov, ki so panožno diverzificirani, so se nekateri avtorji ukvarjali tudi z vrednotenjem geografsko razpršenih holdingov. Tako sta Erunza in Senbet (1984) v svoji raziskavi ugotovila obstoj premije pri mednarodnih holdingih v primerjavi z geografsko in panožno enoličnimi podjetji. Del zasluge za premijo pripisujeta neučinkovitim trgov, ki prinašajo nekonsistentno in veliko stroškovno obremenitev za posameznega investitorja. Le-ta se geografske diverzifikacije učinkoviteje loti preko enega izmed geografsko diverzificiranih holdingov. Kot dodaten razlog za premijo vidita tudi v različni davčni politiki posameznih držav. Kogut in Kulatilaka (1994) razloge za premijo vidita v fleksibilnosti kot posledica mednarodno razvite poslovne mreže. Na drugi strani pa so avtorji Denis, Denis in Yost (2002) na podlagi vzorca ugotovili statistično značilen diskont, saj naj bi stroški vzdrževanja take multinacionalne strukture (kompleksnost vzdrževanja take strukture, informacijska asimetrija med managerji na različnih nivojih, kot tudi vsi ostali stroški omenjeni pri panožni diverzifikaciji) presegli potencialne mednarodne sinergije.

²¹ Davčni ščit pomeni manjšo davčno obveznost iz naslova davka na kapitalski dobiček zaradi večjih obresti kot posledica večje stopnje zadolženosti podjetja.

Navdušenje nad diverzifikacijo, ki je bilo med stroko in investitorji prisotno v 70-ih letih, je začelo kopneti v začetku 80-ih. Investitorji so se vse manj navduševali nad novimi prevzemi in vstopi v nove panoge. Trg je začel nagrajevati usmerjena podjetja, medtem ko je nižje vrednotil podjetja z diverzificirano dejavnostjo. Pojavil se je diverzifikacijski diskont, ki je postal ena izmed zanimivejših anomalij na trgu. S pomočjo t.i. »chop shop«²² metode so se avtorji začeli spraševati, zakaj so sestavljena diverzificirana podjetja na trgu vredna manj kot primerljiv nabor podjetji, ki opravljajo zgolj svojo osnovno dejavnost.

Prve študije, ki so začele dvomiti o smiselnosti diverzifikacije, so se pojavile v 80-ih letih. Kljub temu pa za temelj preučevanja vrednotenja holdingov veljajo tri študije nastale v 90-ih letih. Avtorja Berger in Ofek (1995) sta v svojem delu *Diversification's effect on firms value* ugotovila, da imajo holdingi zaradi širitve na nova področja med 13 in 15 odstoten **diskont**, kar gre pripisati prekomernem investiranju (angl. *overinvestment*) in navzkrižnim subvencijam. V drugi študiji sta Lang in Stulz (1994) s pomočjo Tobin's *q* prav tako ugotovila manjšo vrednost sestavljenih podjetij zaradi širitve na nova področja. Leta 1996 je njune izsledke potrdil še Servaes (1996), ki je v svoji študiji osredotočil na diskonte, ki so ga izkazovali holdingi med leti 1992 in 1994 v Nemčiji, na Japonskem in v Veliki Britaniji. V nadaljevanju bodo predstavljeni izsledki nekaterih avtorjev, ki so se v preteklosti ukvarjali z vrednotenjem holdingov in njihovih diskontov.

Diskont je v največji meri povezan s stroški nastalih pri diverzifikaciji, ki presegajo zgoraj omenjene koristi. Večina stroškov povezanih z diverzifikacijo se nanašajo na problem agenta in principala. Hipoteza o prekomernem investiranju (angl. *overinvestment hypothesis*) nakazuje na preveliko nagnjenost managerjev k investiranju z željo po dodatnih zasebnih rentah (Stulz, 1990; Scharstein & Stein, 2000), čeprav le-ta ni vedno ekonomsko sprejemljiva. Do teh rent prihaja na različne načine, ali preko povečanja moči in prestiža, ali preko zmanjšanja tveganja z diverzifikacijo portfelja podjetja, o čemer sta govorila Mansi in Reeb (2002).

Ista avtorja trdita tudi, da je diskont večji pri holdingih z večjim deležem dolga. Ugotovila sta, da ima povprečno razpršeno podjetje 12 % diverzifikacijski diskont, ki pa se veča z večanjem zadolženosti. Vpliv dolga na diverzifikacijski diskont sta razložila s pomočjo Black Scholsovega opcijskega modela. Lastniški kapital je nakupna opcija, kjer so sredstva večja od dolga. Zmanjšanje tveganja holdinga, kot posledice razpršitve dejavnosti, zmanjša vrednost nakupne opcije in poveča (zmanjša) vrednost dolžniškega (lastniškega) kapitala. Avtorja sta na primeru pokazala, da lastniki holdingov z manjšim dolgom z nadaljnjo diverzifikacijo izgubijo manj, saj je njihova opcija bolj v denarju (angl. *in the money*). Ključnega pomena pri višini diverzifikacijskega diskonta je torej stopnja zadolženosti razpršenega podjetja.

²² Chop shop metodo sta prva uporabila Lebaron in Speidell (1987).

Po drugi strani pa Villalonga (2004) ugotovi, da diskont sicer obstaja, vendar ga diverzifikacija sama po sebi ne povzroča. Pravi namreč, da je le-ta plod številnih pristranskosti in pavšalnih predpostavk, ki so jih avtorji upoštevali v svojih študijah.

Poleg že znanih razlogov lahko dodatne stroške povzroča tudi managerjeva odklonilnost do dezinvestiranja slabo delujočih delov holdinga. Podporo slabše poslujočim poslovnim enotam avtorji opisujejo kot korporativni socializem med managerji, kjer so slabše poslujoče poslovne enote podprte s strani najuspešnejših (Maksimovic & Phillips, 2002). Avtorja v študiji kot razlog za diskont navajata tudi ugotovitev, da je produktivnost divizij znotraj velikega sistema - holdinga slabša od produktivnosti posameznih podjetij v panogi. Drugi razlog za diskont najdeta še v navzkrižnih subvencijah.

Tudi Scharfstein (1998) za razporeditev (alokacijo) sredstev od zmagovalcev k poražencem uporablja pojem korporativni socializem. Trdi namreč, da holdingi investirajo (pre)več v panoge z manjšim investicijskim potencialom in (pre)malo v panoge z večjim investicijskim potencialom v primerjavi s naborom podjetij, ki delujejo zgolj v posamezni panogi. Nadalje je Scharfstein prepričan, da je problem agenta in principala bolj izpostavljen v podjetjih, kjer so managerji sami udeleženi v kapitalu družbe, ki jo vodijo. Kar 33 % holdingov, upoštevanih v vzorcu, se je po letu 1979 odločilo za dezinvestiranje in bolj usmerjeno delovanje, medtem ko je bilo 35 % tistih, ki se za dezinvestiranje niso odločili, prevzetih.

Domnevo o »pre- in podinvestiranju« (angl. *over- and under- investment*) kot posledica nekoreliranih denarnih tokov, so potrdili še Lamont (1997) in Rajan, Servaes in Zingales (2000), ki med drugim govorijo tudi o navzkrižnih subvencijah in o obstoju boja za prevlado med posameznimi enotami v holdingu. Lamont je poleg tega ugotovil tudi prisotnost vpliva eksogenih dejavnikov. Tako je naftna kriza leta 1979 v proučevanih podjetjih botrovala dezinvestiranju v drugih panogah, kar ponovno dokazuje obstoj navzkrižnih subvencij. Jensen (1986) meni, da holdingi investirajo več sredstev v projekte z negativnim denarnim tokom kot posamezna podjetja. Bolj sodobne študije diverzifikacijski diskont razlagajo z pristranskostjo pri izbiri, napakami pri merjenju, torej vpliva endogenih dejavnikov (Campa & Keida, 2002).

Po drugi strani Graham, Lemmon in Wolf (2002) trdijo, da se v holdinge združujejo podjetja, ki so že kot taka podobna holdingom, in na podlagi tega delno podcenjena. Po združitvi ni razloga, da bi ta diskont izginil.

Zaradi zgoraj omenjenih razlogov so investitorji holdinge vrednotili ceneje kot primerljiva usmerjena podjetja, na kar sta opozorila tudi Ravenscraft in Scherer (1987). Na vzorcu 471 proizvodnih podjetij sta ugotovila, da so se v tretjem prevzemnem valu povečini združevala nadpovprečno donosna podjetja, ki so v skupnem podjetju poslovala slabše od primerljivih. Tabela prikazuje prikaz avtorjev z njihovimi obrazložitvami za premije oz. diskonte se nahaja v Prilogi 1.

Če povzamem, se koristi pri diverzifikaciji lahko pokažejo v (Campa & Keida, 2002):

- upravljaljskih ekonomijah obsega,
- ekskluzivnemu dostopu do sredstev z značajem javne dobrine, ki jo lahko uporabimo v drugih industrijah,
- učinku zavarovanja zaradi nepopolno koreliranih prihodkov,
- učinkovitejši alokaciji resursov s pomočjo notranjega trga kapitala,
- možnosti iskanja organizacijskih rešitev po celotni industriji,
- in v zmanjšanje informacijske asimetrije pri zbiranju kapitala.

Največ stroškov povezanih z diverzifikacijo tuji avtorji vidijo v:

- neučinkoviti alokaciji kapitala med posameznimi divizijami ali deli holdinga,
- vprašanju motivacije divizijskih managerjev,
- iskanju rente managerjev zunaj in znotraj podjetja,
- v pre- in podinvestiranju, korporativnem socializmu in navzkrižnih subvencijah,
- informacijski asimetriji med top managerji in divizijskimi managerji,
- informacijski asimetriji med lastniki in managerji na različnih nivojih.

Poleg zgoraj navedenih stroškov, ki so tako ali drugače povezani s tematiko agenta in principala, avtorji kot relativno pogost razlog za diskont navajajo pristranskost in napake pri vrednotenju. Nadalje bom v diplomski predstavljal dva modela, s pomočjo katerih so avtorji računali in iskali diskonte ter premije holdingov.

3.1.2 Uporaba metode presežne vrednosti pri računanju diskonta

Ena izmed dveh najpogostejše uporabljenih metod pri računanju diskonta/premije holdinga je metoda presežne vrednosti. S to metodo avtorji primerjajo vrednost holdinga s seštevkom pripisanih delnih vrednosti za posamezna poslovna področja. Pri računanju presežne vrednosti so avtorji uporabljali različne večkratnike, kot so večkratnik prodaje, sredstev, dobička, EBIT²³ itd.

Berger in Ofek (1995) sta proučevala holdinge med letom 1986 in 1991 in, s pomočjo primerjave pripisanih vrednosti z dejansko vrednostjo podjetja, odkrila diskont v višini od 13 – 15 % zaradi diverzifikacije. Kot omenjeno, sta razloge za diskont pripisala v prekomernem investiranju v delih z omejenimi možnostmi investiranja (o tem je med drugimi govoril tudi Stulz (1990)) in navzkrižnih subvencijah, o katerih je bilo več govora v prejšnjem podpoglavju. Med koristmi, ki jih prinaša diverzifikacija, omenjata davčni ščit, kot posledica večjega vzvoda zaradi nekoreliranih denarnih tokov. Ocenita, da so davčni prihranki zaradi možnosti pobotanja delov podjetja z dobički z deli podjetja, ki poslujejo z izgubo le 0,1 % prodaje, kar je znatno manj od izgube vrednosti zaradi diverzifikacije.

²³ EBIT je angleška kratica za *earnings before interest and tax* in pomeni operativni dobiček oziroma poslovni izid iz poslovanja.

Berger in Ofek sta za vrednost podjetja (angl. *Firm value*) uporabila vrednost celotnega kapitala (tržna vrednost lastniškega kapitala plus knjigovodska²⁴ vrednost dolga). Pripisano vrednost vsakega segmenta $I(V)_i$ dobijo tako, da pomnožijo mediano²⁵ kazalca celotnega kapitala na eno od treh računovodskih postavk (prodaja, sredstva, EBIT) za posamezna podjetja iz iste industrije i z dejansko vrednostjo ene od treh računovodskih postavk podjetja, za katerega iščemo pripisano vrednost.

$$I(V) = \sum_{i=1}^n AI_i * (Ind_i(V/AI)_{mf}) \quad (5)$$

kjer so:

$I(V)$ = pripisana vrednost vsote delov podjetja, poslujočega v le enem poslovnem področju,
 AI_i = vrednost računovodskega mnogokratnika proučevanega podjetja (prodaja, sredstva, EBIT), za segment i , ki se uporablja pri vrednotenju z mnogokratniki,
 $Ind_i(V/AI)_{mf}$ = mnogokratnik celotnega kapitala, deljen z računovodsko enoto (prodaja, sredstva, EBIT), za mediano podjetja, poslujočega na le enem poslovnem področju, v industriji i ,
 V = celotni kapital podjetja (tržna vrednost kapitala + knjižna vrednost dolga),
 n = skupno število poslovnih področij v podjetju iz področja i .

Presežna vrednost (angl. *Firm's excess value*) je nato izračunana kot

$$EXVAL = \ln (V/I(V)) \quad (6)$$

Zgornja enačba nam torej pokaže, da je pripisana vrednost proučevanega podjetja enaka vsoti pripisanih vrednosti za posamezno industrijo, ki je prikazan kot zmnožek mediane celotnega kapitala na eno od treh računovodskih postavk in dejansko vrednostjo ene od treh računovodskih postavk podjetja v segmentu i . Vsota pripisanih vrednosti torej pove, kakšna bi bila vrednost holdinga v primeru, da bi vsi njegovi segmenti poslovali kot samostojna podjetja. Naravni logaritem razmerja med dejansko vrednostjo podjetja in njegovo pripisano vrednostjo je glavno merilo presežne vrednosti. Pozitivna presežna vrednost pomeni, da trg holding vrednoti s premijo, medtem ko negativna vrednost pomeni obstoj diverzifikacijskega diskonta.

²⁴ Avtorja Mansi in Reeb (2002) sta ugotovila, da uporaba knjižne vrednosti dolga namesto tržne, povzroča večjo pristranskost navzdol (angl. *downward bias*) pri vrednotenju holdingov kot pa pri vrednotenju panožno usmerjenih podjetij.

²⁵ Avtorja zaradi manjšega vpliva ekstremnih rezultatov (angl. *outliers*) gledata mediano posameznih spremenljivk in ne povprečij le-teh.

Naravni logaritmi dejanske na pripisano vrednost holdingov pokažejo statistično značilen diskont pri uporabi vseh treh računovodskih postavk (sredstva, prodaja, EBIT). Ta diskont se giblje od 12,7 % (mnogokratnik sredstev) do 15,2 % (mnogokratnik EBIT). Avtorja v študiji ugotovita tudi pozitivno korelacijo med številom segmentov, v katerih posluje holding, in višino diskonta. Potrdita še hipotezo, ki trdi, da holdingi s širitvijo na nova področja izgubljajo na vrednosti.

Večina avtorjev se za izračun presežne vrednosti opira na zgoraj opisan model. Za razliko od Berger in Ofek so nekateri avtorji, namesto uporabe *FV - firm value*, uporabili *EV - enterprise value* (Mansi & Reeb, 2002; Schwetzler & Reimund, 2003). Kljub temu, da se oboje v slovenščino prevaja kot vrednost podjetja, tuja literatura med njima loči. Gre za precej podoben termin, ki v svojem izračunu upošteva še tako imenovano denarno popačenje (angl. *cash distortion*). Schwetzler in Reimund (2003) smatrata FV kot širši pojem in ga definirata kot EV^{26} (tržna vrednost lastniškega kapitala plus neto dolg) povečan za C (denar in denarni ekvivalenti).

Omenjeni avtorji raje uporabljajo EV, saj na učinkovitih kapitalskih trgih ne gre pričakovati, da bi managerji iskali dodatne zasluge s trgovanjem s tveganimi in netveganimi vrednostnimi papirji, kar pomeni, da bi morala biti presežna vrednost denarja in denarnih ekvivalentov enaka 0, tako za panožno podjetje kot tudi za holding. Pozitivna ali negativna presežna vrednost naj bi namreč izhajala zgolj iz operativnih sredstev podjetja. Hkrati je mogoče FV napihniti s pomočjo visoko likvidnih sredstev, ki so namenjena zgolj v pomoč managerjev pri doseganju zasebnih koristi (Jensen 1986). Kot dodaten razlog Mansi in Reeb, (2002) ter Schwetzler in Reimund (2003) navajajo dejstva, da se lahko na ravni posameznega usmerjenega podjetja mnogokratnik FV na prodajo močno spremeni ob (ne)upoštevanju denarne pozicije podjetja²⁷.

3.1.3 Uporaba Tobin's Q metode za izračun diskonta

Tobinov q je definiran kot razmerje med sedanjo vrednostjo prihodnjih denarnih tokov in nadomestitvenim stroškom opredmetenih sredstev. Lahko ga definiramo tudi kot razmerje med tržno vrednostjo podjetja in vsoto nadomestitvene vrednosti njegovih sredstev. Tržna vrednost podjetja je izračunana kot vsota navadnih delnic, prednostnih delnic in dolga. Najboljši približek nadomestitveni vrednosti je knjigovodska vrednost celotnih sredstev podjetja. Q je izračunan kot:

$$q = \frac{MV_t}{TA_t} \quad (7)$$

²⁶ EV - Enterprise value je danes povečini definirana kot tržna kapitalizacija povečana za dolg, prednostne delnice in manjšinski kapital ter zmanjšana za denar in denarne ekvivalente.

²⁷Na primer dokapitalizacija in nato investicija teh sredstev v vrednostne papirje, poveča mnogokratnik prodaje.

Kjer je MV_t (angl. *Market value*) tržna vrednost podjetja na koncu fiskalnega leta in TA_t celotna vrednost sredstev konec fiskalnega leta. Če je:

$0 < q < 1$ pomeni, da so stroški nadomestitve večji od celotne tržne vrednosti podjetja, kar nakazuje na podcenjenost,

$q > 1$ pomeni, da je celotna tržna vrednost podjetja višja od nadomestitvenih stroškov celotnih sredstev, kar pomeni precenjenost delnice.

Kljub temu, da nista bila prva, sta Lang in Stulz (1994) pustila največji pečat pri iskanju diskontov s pomočjo te metode. Avtorja sta prepričana, da je to bolj verodostojen način iskanja pod- in precenjenih diverzificiranih podjetij. Metode, ki se osredotočajo na primerjavo uspešnosti, niso prišle do trdnega zaključka, saj so rezultati preveč odločilno odvisni od načina merjenja, določenih prilagoditev in izbora vhodnih podatkov. Poleg tega pri uporabi Tobinovega q , podatkov ni potrebno prilagajati za tveganje. Hkrati njuna metoda neposredno pokaže koristi v primeru »razbitja« holdinga v usmerjena podjetja, ob upoštevanju predpostavke, da je q posameznih segmentov holdinga dober približek povprečnemu q -ju eno-panožnih podjetij v tem segmentu.

Lang in Stulz (1994) sta v svojem delu pokazala negativno korelacijo med q in diverzifikacijo v 70-ih in 80-ih letih prejšnjega stoletja. Ta negativna korelacija velja pri različnih merilih diverzifikacije in pri različnih determinantah q . Podjetja torej z nadaljnjo diverzifikacijo izgubljajo svojo vrednost in postajajo še bolj podcenjena.

Avtorja sta razmerje med stopnjo razpršenosti in q poskušala razložiti s t.i. učinki industrije (angl. *industry effects*). To preverita tako, da sestavita portfelj podjetij iz različnih panog, ki ustreza dejavnostim, v katerih je prisoten holding. Kljub temu, da učinki industrije nekoliko znižajo magnitudo razpršenih podjetij, pa raziskava s popravljenim vzorcem še vedno nakazuje na diskont proučevanih podjetij. Ugotovita tudi, da imajo diverzificirana podjetja nižji q kot primerljiv portfelj eno-panožnih podjetij. Visoko razpršena podjetja imajo tako mediano kot povprečje q precej pod povprečjem podjetij v vzorcu. Tako holdingi glede na q ne spadajo niti med povprečna podjetja. Iz tega je razvidno, da bi se lastnikom kapitala povečalo premoženje, če bi lahko holding razbili na način, kjer bi vsi deli podjetja imeli q značilen za povprečje posameznega segmenta.

Kljub temu, da študija kaže na očiten diverzifikacijski diskont, tega ne gre pripisati izključno razpršenosti, razen v primeru ko so q -ji posameznih panog holdinga enaki povprečnemu q -ju eno-panožno usmerjenih podjetij posamezne industrije. Glede na to, da q -ja posamezne divizije v holdingu ni moč opazovati, je možno da je za nižji q holdinga zaslužen tudi q posamezne divizije v holdingu, ki je lahko nižji od poprečnega q -ja primerljivih usmerjenih podjetij v industriji. Možno je namreč še, da se podjetja na nova področja širijo predvsem zato, ker trenutno poslujejo slabo in z širitvijo iščejo nova uspešnejša področja. To sta podprla z ugotovitvijo, da so podjetja, ki diverzificirajo slabše poslujoča kot ostala. Hkrati obstaja le

šibek dokaz, da imajo razpršena podjetja nižji q od podjetij v isti panogi, ki niso diverzificirana, kar nakazuje na to, da podjetja, ki so diverzificirana, ne poslujejo slabše od panoge.

3.2 Proces vrednotenja naložb v druga podjetja

Pred začetkom procesa vrednotenja se je potrebno vprašati, za kakšno naložbo v drugo podjetje gre, kako je evidentirana in kakšni so motivi za naložbo. Zaradi različne računovodske obravnave in zaradi različnega načina konsolidiranja bilanc ti podatki odločilno vplivajo na računovodske izkaze holdinga. Na splošno je lahko naložba v drugo podjetje evidentirana na naslednje načine (Damodaran, 2005, str 38 - 34):

- pasivna naložba z manjšinskim deležem (angl. *Minority passive investment*),
- aktivna naložba z manjšinskim deležem (angl. *Minority active investment*),
- aktivna naložba z večinskim deležem (angl. *Majority active investment*).

Ta razdelitev se nekoliko razlikuje od delitve, po kateri prenovljeni Slovenski računovodski standardi (SRS, 2006) omenjene povezave razlagajo z naslednjimi termini:

- obvladujoče podjetje – podjetje, ki ima pomemben vpliv ali celo večinski vpliv v pridruženih podjetjih,
- odvisno podjetje – podjetje, v katerem ima obvladujoče podjetje večinski vpliv,
- pridruženo podjetje – obvladujoče podjetje ima pomemben vpliv (udeležba v kapitalu najmanj 20 %), ne pa prevladujočega,
- družbe, obvladovane skupaj z drugimi lastniki,
- družbe, odvisne od obvladujočega podjetja zaradi prevladujočega vpliva iz drugih razlogov.

3.2.1 Metode evidentiranja kapitalskih naložb

Glede na zgornje razdelitve so v SRS (2006) obravnavane naslednje metode:

- metoda popolnega uskupinjevanja,
- metoda sorazmernega uskupinjevanja,
- kapitalaska ali naložbena metoda.

V primeru, ko ima obvladujoče podjetje v odvisnem podjetju prevladujoč ali celo večinski vpliv in ima v kapitalu odvisnega podjetja več kot 50 % lastniški delež²⁸, se uporablja **metoda popolnega uskupinjanja**. Ta pristop vodi k združevanju posameznih postavk v računovodskih izkazih z izločitvijo vseh medsebojnih poslovnih in finančnih razmerji, ki izključujejo možnost podvojenih stanj. Delež v odvisni družbi, ki ni v lasti večinskega lastnika, se izkazuje kot kapital manjšinskih delničarjev na pasivni strani bilance stanja, upoštevati pa ga je potrebno tudi pri čistem poslovnem izidu (dobiček manjšinskih lastnikov). **Metoda sorazmerne konsolidacije** je primerna za podjetja, ki pripadajo več kot eni skupini (posamezne računovodske postavke se zajemajo le do višine sorazmernega deleža).

²⁸ Damodaran (2005, str. 40) to obravnava kot Majority active investment.

Kadar je obvladujoče podjetje, ali od njega odvisno podjetje, naložbenik v pridruženo podjetje²⁹, se v skupinskih računovodskih izkazih naložba v pridruženo podjetje obračuna z uporabo **kapitalske metode**. Po kapitalski metodi se finančna naložba najprej evidentira po nabavni vrednosti, knjigovodska vrednost pa se poveča ali zmanjša, tako da se pripozna naložbenikov delež v dobičku ali izgubi podjetja, v katerem ima naložbenik pomemben vpliv³⁰. Finančna naložba se poveča tudi za morebitno sprostitev dobrega imena in zmanjša za izkazane izgube, izplačane dividende in amortizacija dobrega imena.

V primeru, ko naložba v podjetje predstavlja manj kot 20 % lastniški delež³¹, se le-ta v bilancah prikazuje po **naložbeni metodi**. Po tej metodi se finančna naložba prikazuje zgolj po nabavni vrednosti, prejeta izplačila iz dobička se prenesejo med finančne prihodke naložbenika in s tem tudi v konsolidirane računovodske izkaze. Naložbena metoda je obvezna tudi, če naložbenik pridobi in ohranja delež zgolj z namenom, da jo bo v bližnji prihodnosti odprodal. Računovodska pravila zahtevajo, da se take naložbe dodatno evidentirajo v bilanci v eni izmed treh podkategorij, od česar je odvisno tudi vrednotenje teh naložb (Damodaran, 2005, str. 38): finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo, za prodajo razpoložljiva finančna sredstva, finančna sredstva, izmerjena po pošteni vrednosti prek poslovnega izida.

3.2.2 Vrednotenje kapitalskih naložb

Damodaran (2005, str. 40) za vrednotenje holdingov uporabi enako metodo, kot večina v diplomii omenjenih avtorjev. Avtor se s pomočjo »*chop shop*« metode vrednotenja holdingov loti postopoma z vrednotenjem posameznih kapitalskih naložb, ki jih nato proporcionalno (glede na kapitalsko udeležbo v lastništvu) prišteje vrednosti matere. Vrednotenje posameznih delov je mogoče le v primeru ločenih bilanc, saj v primeru vrednotenja na osnovi konsolidiranih bilanc pride do podvajanja vrednosti podrejenih samostojnih delov holdinga. Dodatna ovira pri uporabi konsolidiranih bilanc so tudi razlike v ključnih stopnjah rasti, reinvestiranja, stroških kapitala, ipd. Pri vrednotenju na ravni skupine bi namreč predpostavili, da so zgornje značilnosti iste za vse podjetja v skupini, oziroma bi vzeli neko povprečje, kar seveda ne odraža dejanskega stanja. Vrednotenje na podlagi konsolidiranih bilanc bi tako lahko pripeljalo do zavajajočih rezultatov tudi zaradi lastniške udeležbe, ki ni nujno vedno 100 %. Upoštevanja manjšinskih delež je pri tem ključnega pomena, odvisno je predvsem od metod evidentiranja posameznih naložb glede na udeležbo v kapitalu³². Problemi s pridobitvijo ločenih bilanc se lahko pojavijo, ko posamezna podjetja ne kotirajo na borzi in s tem niso zavezana k poročanju poslovanja. Ključnega pomena pri vrednotenju

²⁹ Pridruženo podjetje je podjetje, v katerem ima naložbenik pomemben vpliv in ki ni niti odvisno podjetje niti naložbenikov skupni podvig. Damodaran (2005, str. 39) za pridruženo podjetje, v kateri imajo obvladujoča podjetja med 20 % in 50 % lastniški delež, uporablja termin *Minority active investment*.

³⁰ Za učinek prevrednotenja se poveča/zmanjša prevrednotovalni popravek kapitala v zvezi z dolgoročnimi finančnimi naložbami.

³¹ Damodaran (2005, str. 40) za podjetja, kjer naložba predstavlja manj kot 20 % lastniški delež, uporablja izraz *Minority passive investment*.

³² Različne metode evidentiranja različno vplivajo na vrednost multiplikatorjev sestavljenega podjetja. Pristranskosti pri ocenah se pojavljajo zaradi neupoštevanja deleža izplačanih dividend, načina konsolidacije, lastniškega deleža itd (Damodaran, 2005, str. 46 - 49).

posameznih delov podjetij so torej ločene bilance, iz katerih je možno izluščiti vse medsebojne vplive z matično družbo. Včasih smo sicer zaradi pomanjkanja podatkov prisiljeni v vrednotenje na ravni skupine, v resnici pa ima tako vrednotenje precej pomanjkljivosti in lahko pripelje do zavajajočih rezultatov.

Če lahko zagotovimo vse zgoraj naštet, so koraki pri vrednotenju kapitalskih naložb sledeči:

1. v primeru *večinske kapitalske udeležbe* se uporabijo ločeni izkazi za vrednotenje krovnega podjetja (izkazi za d.d.); če so na voljo zgolj konsolidirane bilance, jih je potrebno prilagoditi in izločiti vse, kar se nanaša na podrejena podjetja in nato vrednotiti matično podjetje kot samostojno poslovno enoto,
2. v drugem koraku se vrednotijo posamezne podrejene poslovne enote ob upoštevanju specifičnih tveganj, denarnih tokov, načrtovanih stopenj rasti, ki ustrezajo segmentu industrije, v katerem se podrejeno podjetje nahaja,
3. v tretjem koraku pa vrednosti krovnega podjetja prištejemo ustrezne deleže vrednosti kapitala podrejenih podjetij.

V okolju z omejenimi informacijami, se vrednotenje delno poenostavi³³. V primeru, da podrejeno podjetje kotira na borzi, lahko za vrednost kapitala vzamemo kar tržno ceno, vendar s tem tvegamo vključitev morebitnih napak v vrednotenje, ki jih pri določanju vrednosti podjetja dela trg (uporabno predvsem pri večjem številu kotirajočih podrejenih podjetij). Dodaten problem se pojavi pri vrednotenju nekotirajočih podrejenih podjetij. Jasno je torej, da je vrednotenje holdingov zapleten proces, ki zahteva več kot le vrednotenje na ravni konsolidiranih izkazov. Pri izračunavanju večkratnikov podjetja je torej potrebno izločiti vpliv kapitalskih naložb (manjšinskih in večinskih) ter jih kasneje upoštevati pri končni oceni vrednosti holdinga.

4 VREDNOTENJE SKUPINE PIVOVARNA LAŠKO

4.1 Metodologija vrednotenja

V skladu z zgoraj opisano teorijo vrednotenja holdingov se bom vrednotenja Pivovarne Laško lotil postopoma. Ocenim vrednosti matične družbe Pivovarna Laško d.d. bom dodal vrednosti posameznih entitet v Skupini in tako dobil realno vrednost celotnega holdinga. Upoštevati je potrebno, da je Pivovarna Laško z nakupom časopisne hiše Delo d.d. vstopila na novo področje in v novo dejavnost, v kateri do sedaj ni bila prisotna. S tem je izpolnila kriterij, ki ga tuji avtorji navajajo kot ključnega za pripis statusa holdinga, kjer se mora klasifikacija dejavnosti razlikovati na drugi ali tretji cifri (odvisno od avtorja), da se obravnava kot druga dejavnost in s tem sestavljeno podjetje kot holding.

³³ Dodatna oteževalna okoliščina je lahko tudi število podrejenih podjetij, saj bi bilo vrednotenje več deset podrejenih podjetij časovno preveč zamudno.

Z namenom ocene vrednosti posameznih podjetij Skupine sem pregledal ključne kazalnike poslovanja (operativna donosnost kapitala, donosnost kapitala, donosnost sredstev, operativna marža in dobičkovna marža ter kazalec zadolženosti), ki mi bodo služili za oceno vrednosti osnovne dejavnosti podjetja na podlagi metode primerljivih podjetij. Za oceno vrednosti podjetja je sicer teoretično najprimernejši model sedanje vrednosti pričakovanih bodočih denarnih tokov (FCF model), zaplete pa se ponavadi v praksi, pri sami uporabi modela, saj samo na podlagi poznavanja preteklega poslovanja podjetja (in še to zgolj v obsegu, kot je mogoče sklepati iz javno objavljenih podatkov) ni mogoče oblikovati kvalitetnih predpostavk prihodnjega poslovanja analiziranega podjetja. Za zagotovitev primerne kvalitete ocene vrednosti na podlagi FCF modela je potrebno podrobno poznavanje načrtov družbe za naslednjih nekaj let, pa še v tem primeru je največ, kar nam lahko omenjeni model nudi, intervalna ocena.

Metodologija temelji na dveh klasičnih pristopih vrednotenja (način tržnih primerjav in na sredstvih zasnovan način), ki sem jih združil v enovito orodje za vrednotenje sestavljenih podjetij. S pomočjo metode primerljivih podjetij sem ovrednotil osnovno dejavnost posameznega podjetja v Skupini. Do končne ocene vrednosti posamezne entitete sem prišel z uporabo t.i. likvidacijske metode, v katero sem poleg ocene vrednosti osnovne dejavnosti vključil še vrednost poslovno nepotrebnih sredstev³⁴ ter vrednosti finančnih obveznosti. Likvidacijska metoda se v osnovi uporablja za oceno likvidacijske vrednosti podjetja, torej vrednosti v primeru, da bi podjetje prodalo vsa svoja sredstva in poplačalo celotne obveznosti. S to metodo je potrebno prilagoditi vsa materialna in nematerialna sredstva in obveznosti na (pošteno) tržno vrednost. Vrednost podjetja oziroma vrednost lastniškega kapitala podjetja, pa je enaka razliki med tako ocenjeno tržno vrednostjo sredstev in ocenjeno tržno vrednostjo obveznosti podjetja (Praznik, 2004, str. 95).

Predpostavke uporabljene v metodologiji in v izračunih:

- celotna sredstva podjetja se delijo na poslovna sredstva in neposlovna sredstva (Brigham, 2004, str. 202); poslovna ali operativna sredstva so potrebna za opravljanje dejavnosti in se delijo na dolgoročna poslovna sredstva in poslovna obratna sredstva; neposlovna sredstva, ki niso potrebna za opravljanje dejavnosti, ponavadi sestavljajo finančne naložbe v druga podjetja, naložbene nepremičnine in kratkoročne finančne naložbe,
- osnova pri predpostavki likvidacije podjetja je likvidacijska vrednost sredstev, medtem ko moramo pri vrednotenju poslujočega podjetja izhajati iz njihove najgospodarnejše uporabe,
- referenčne vrednosti za vsa poslovna sredstva so tako izpeljane iz ocenjenih vrednosti s pomočjo metode primerljivih podjetij s poudarkom na mnogokratnikih, ki odražajo

³⁴Kot dovolj dober približek vrednosti poslovno nepotrebnih sredstev je upoštevana tržna vrednost naložbenega portfelja posameznega podjetja. Ostale postavke povezane s finančnimi naložbami, ki se nanašajo na poslovno nepotrebna sredstva v obravnavanih podjetjih, predstavljajo relativno nepomemben del, zato sem jih v nadaljnjih izračunih zanemarljivo.

operativno raven podjetja; ocenjujem, da je taka ocena vrednosti podjetja dovolj dober približek vsoti vrednosti vseh posameznih sredstev³⁵ razen finančnih,

- ocena vrednosti finančnih sredstev je podana na podlagi javno dostopnih podatkov zadnjih znanih tržnih cen, cen na sivem trgu ali zadnjih znanih knjigovodskih vrednostih (v primeru, da ne bo možen dostop do prvih dveh podatkov iz te alineje),
- ker so poslovne obveznosti del operativnega procesa in se kot take neposredno nanašajo na poslovna sredstva in osnovno dejavnost podjetja, jih v končnem izračunu likvidacijske vrednosti v izogib podvajanja nisem upošteval. Vrednost obveznosti, pri na sredstvih temelječem načinu vrednotenja, se bo zaradi zgornje predpostavke nanašala zgolj na vrednost finančnih obveznostih.

4.2 Pivovarna Laško d.d.

Pivovarna Laško je bila kot delniška družba vpisana v sodni register na Okrožnem sodišču v Celju septembra 1995. Osnovna dejavnost Skupine Pivovarna Laško (v nadaljevanju Skupina) je proizvodnja piva, mineralnih, izvirskih in naravnih vod, brezalkoholnih pijač in sirupov za proizvodnjo pijač, ostalih alkoholnih pijač ter storitev trgovine na drobno in veliko. V pivovarni letno zvarijo in prodajo preko 1.000.000 hl piva (v letu 2001 so dosegli rekordno fizično realizacijo, ki znaša 1.371.396 hl) znanih znamk kot so: Zlatorog, Zlatorog Club, Temno Laško, Lahko Laško, Pils, Netopir in Bandidos (Tequila, Ice, Hot, Light lemon, Power). Poleg alkoholnega programa imajo tudi brezalkoholni, katerega predstavnik je voda Oda. Laško je vodilna pivovarna v Sloveniji in je imela v letu 2007 skupaj s Skupino Pivovarna Union 87,2 % tržni delež. Delniška družba Pivovarna Laško uspešno združuje večino slovenskih proizvajalcev pijač, kar je posledica procesa združevanja slovenske industrije pijač v preteklih letih. Osnovni kapital družbe znaša 36.503.305 EUR in je razdeljen na 8.747.652 navadnih prosto prenosljivih imenskih kosovnih delnic (Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007).

Leta 1990 je Pivovarna Laško prodala 1.320.000 hektolitrov. Z osamosvojitvijo Slovenije je pivovarna izgubila 40 % trga. Na bivšem jugoslovanskem trgu se je zato prodaja zmanjšala za približno 500.000 hl. Od leta 1992 se je prodaja piva povečala in od leta 2001 Pivovarna Laško ponovno dosega nekdanji nivo prodaje (Pivovarna Laško d.d., <http://www.pivolasko.si/>).

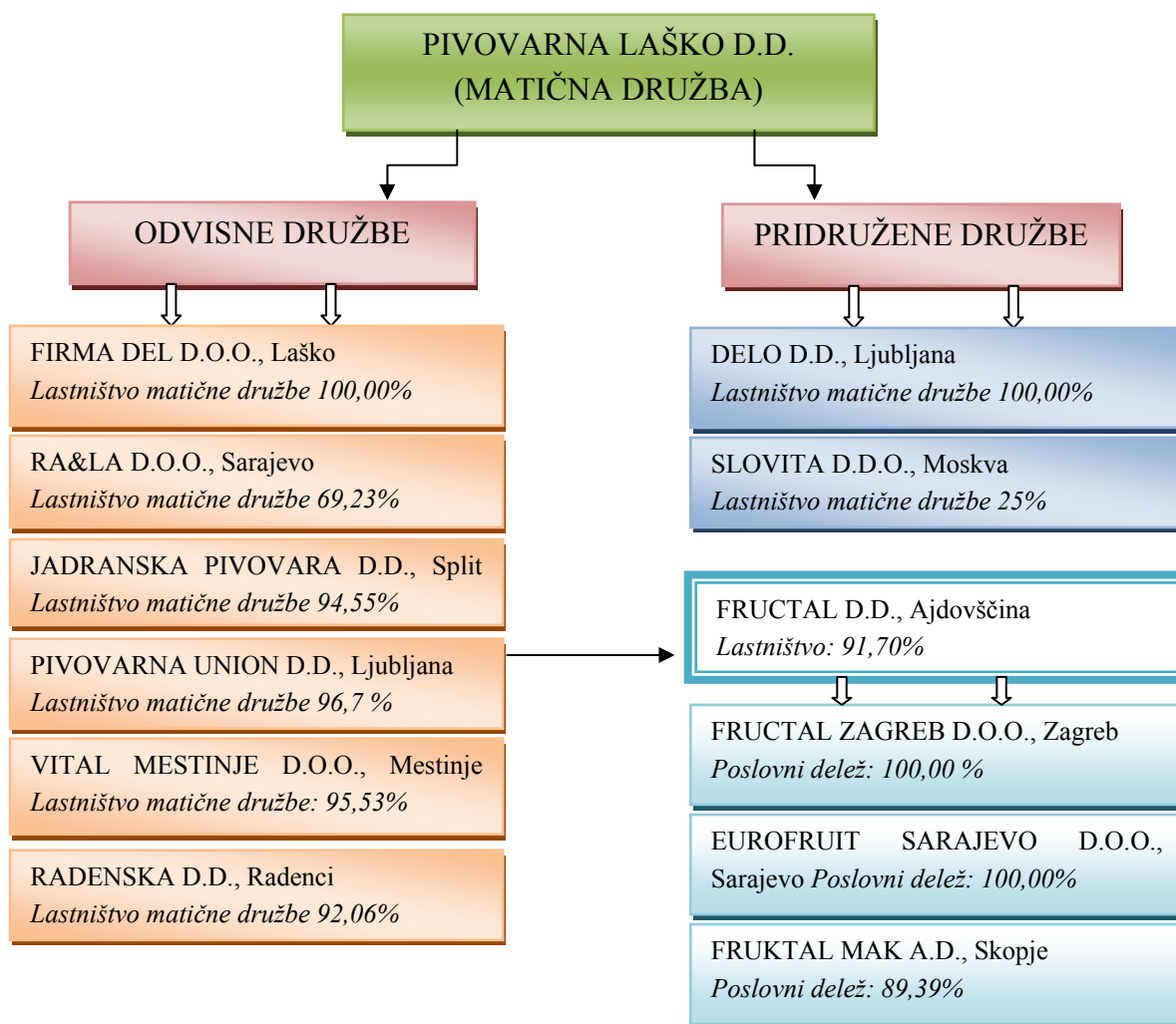
Družbe, ki so kapitalsko povezane v Skupino so Pivovarna Laško d.d., Pivovarna Union d.d., Radenska d.d., Fructal d.d., Jadranska pivovara d.d., Split, Vital Mestinje d.o.o., Firma del d.o.o., Laško ter RA&LA d.o.o., Sarajevo³⁶ (Povzetek polletnega poročila 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 12). Skupina se je v zadnjem obdobju začela vse bolj ozirati na kapitalske trge in se je poleg svoje osnovne dejavnosti začela spogledovala s potencialnimi naložbenimi priložnostmi. V tej luči je Pivovarna Laško danes veliko več kot zgolj

³⁵ Na tej ravni bom torej izenačil vrednost sredstev z vrednostjo dejavnosti, ki jo ta sredstva opravljajo.

³⁶ Firma Del in RA&LA zaradi materialnih nepomembnosti nista vključeni v konsolidirane izkaze Skupine in v letnem poročilu nista posebej razkriti (Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 5).

proizvodno podjetje, saj se ji je s pomočjo različnih operacij na trgu kapitala uspelo preobraziti v enega izmed najvplivnejših naložbenih holdingov pri nas. Kljub temu, da imajo kot nadaljnje načrte poslovanja v Letnem poročilu izpostavljene zgolj tiste, ki se nanašajo na njihovo osnovno dejavnost, sem prepričan, da bodo v Laškem tudi v prihodnje krojili dogajanje v celotnem slovenskem gospodarskem področju. Na področju osnovne dejavnosti si želijo predvsem posvetiti nadaljnjemu razvoji in krepitvi proizvodnje pijač na domačem in tujem trgu. Le-to naj bi bilo njihovo glavno vodilo do cilja, postati ena izmed pomembnejših korporacij na področju pijač v jugovzhodni Evropi (Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 2).

Slika 1: Organigram Skupine Pivovarna Laško na dan 30. 6. 2007



Vir: Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 12.

Vse družbe v Skupini, ki so kapitalsko povezane v Skupino, so v preteklem letu 2007 uspešno nadaljevale in uresničevale prizadevanja za optimalno sodelovanje na nabavnem in prodajnem področju. Rezultati takega sodelovanja so se odražali pri nabavah surovin, embalaže, repromaterialov in ostalih materialov pod ugodnejšimi pogoji, tako rokov kakor tudi cenovnih

pogojev. Zaradi doseganja zgornjih učinkov je prišlo da naslednjih organizacijskih sprememb (Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 50):

- centralizacija servisne službe v Pivovarni Laško, ki deluje za Pivovarno Laško, Pivovarno Union in Radensko,
- na vseh poslovnih enotah Pivovarne Laško pričetek prodaje izdelkov Pivovarne Union in Fructala kot trgovsko blago (izdelki Radenske so že od leta 2005 v prodajnem asortimentu).

Konsolidacija slovenskega trga pijač se je začela v letu 2000, ko je začela Pivovarna Laško z nakupi Radenske d.d., Jadranske pivovare d.d., Split in Vital d.d. iz Mestinje graditi svoj pijačarsko-medijsko-trgovski holding. S tem so začeli uresničevati svojo poslovno politiko združevanja slovenskih proizvajalcev pijač. Po njihovih besedah bodo namreč le na ta način lahko ustvarili močan slovenski gospodarski subjekt, konkurenčne vsem večjim tujim koncernom, ki si prizadevajo osvajati tržišča jugovzhodne Evrope. V letu 2002 je družba z javno ponudbo za prevzem Pivovarne Union uspešno pridobila 47,98 % delež vseh delnic družbe. Konec leta 2004 je Skupina pridobila še nadaljnjih 5,98 % delnic družbe Pivovarna Union in tako poslala 53,85 % lastnica. Februarja 2005 se je uradno končala pivovarska vojna z nizozemskim Interbrew-jem (danes Inbew), saj so Laščani odkupili celoten lastniški delež, ki ga je ta nizozemska pivovarna imela v Unionu ter s tem postali večinski lastniki 95,17 % Pivovarne Union. V letu 2006 in 2007 Skupina ni pridobila nobenega večjega strateškega partnerja, niti na področju jugovzhodne Evrope, čeprav to pomeni neko stalnico v sami poslovni strategiji razvoja Skupine (Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 18).

Kot omenjeno, je bila Skupina močno dejavna na kapitalskih trgih zunaj svoje osnovne dejavnosti proizvodnje piva in ostalih pijač. Prvi odmevnejši nakup zunaj dejavnosti je bil leta 2003, ko je Skupina pridobila 24,98 % delež v družbi Delo d.d., ter s tem že postala največji lastnik omenjene družbe. V začetku leta je Skupina uspešno izvedla prevzem časopisne hiše Delo tako, da je sedaj 100 % lastnica omenjene hiše (Odločba AVTP o uspešnosti prevzemne ponudbe za DELO d.d., 2007). V letu 2005 je Skupini od SOD-a uspelo kupiti 13,74 % delež našega največjega trgovskega podjetja Mercator (Sovdat, 2005). Po dodatnih nakupih v zadnjih dveh letih so družbe v Skupini trenutno lastnice 23,34 % deleža vseh izdanih delnic Mercatorja (Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 13).

Na podlagi teorije o holdingih in koncernih bi lahko Pivovarno Laško definirali kot tipično holdinško-koncernsko družbo. Poleg dejavnosti ustanavljanja, financiranja in upravljanja s finančnimi naložbami se Pivovarna Laško ukvarja tudi s svojo lastno dejavnostjo, hkrati pa preko udeležbe v lastništvo do neke mere opravlja tudi vodstveno funkcijo. Podjetja v Skupini imajo sicer svoje lastno vodstvo, vendar se vse strateške in glavne operative odločitve sprejemajo na ravni Skupine, za izvajanje katerih v odvisnih družbah skrbijo od lastnikov nastavljeni managerji.

4.2.1 Lastništvo in obvladovanje Skupine

Osnovni kapital družbe je na dan 28. 11. 2007 razdeljen na 8.747.652 kosovnih delnic, od tega 8.578.085 delnic z oznako PILR in 169.567 delnic z oznako PILH. Delnice z oznako PILR kotirajo na Ljubljanski borzi od 1.2.2000 dalje kot redne delnice. Delnice z oznako PILH pa so po postopku lastninskega preoblikovanja rezervirane za denacionalizacijske upravičence. Če je izdana odločba v korist denacionalizacijskega upravičenca, se delnica spremeni iz oznake PILH v PILR in prične kotirati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (Povzetek letnega poročila 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 45).

Družba Pivovarna Laško d.d. je na dan 28. 11. 2007 v lasti 11.311 delničarjev. Največji delničar, Infond Holding, ima v lasti 24,43 % delnic, kar je tik pod 25 % prevzemnim pragom. Infond holding je bil na dan 28. 11. 2007 v 22,6 % lasti podjetja Center naložbe, ki je hkrati tudi drugi največji lastnik Pivovarne z 17,51 % lastniškim deležem. Center naložbe je v 77 % lasti družbe Kolonel d.o.o. V delniški strukturi zaenkrat ostaja tudi država preko Kapitalske družbe z 7,06 % deležem. Največjih 50 delničarjev ima v lasti 78,08 % delnic, največjih 100 delničarjev 80,92 % delnic. Največjih 100 delničar ima v lasti 3.490 delnic PILR (331.550 EUR). Vprašanje dokončne konsolidacije lastništva zaenkrat ostaja odprto, kljub vsemu pa je lastništvo že v tem trenutku skoncentrirano v rokah zgoraj omenjenih. Priloga 4 prikazuje 20 največjih posamičnih lastnikov Pivovarne Laško na dan 28. 11. 2007.

4.3 Ocena vrednosti Skupine Pivovarna Laško

4.3.1 Ocena vrednosti matične družbe Pivovarna Laško d.d.

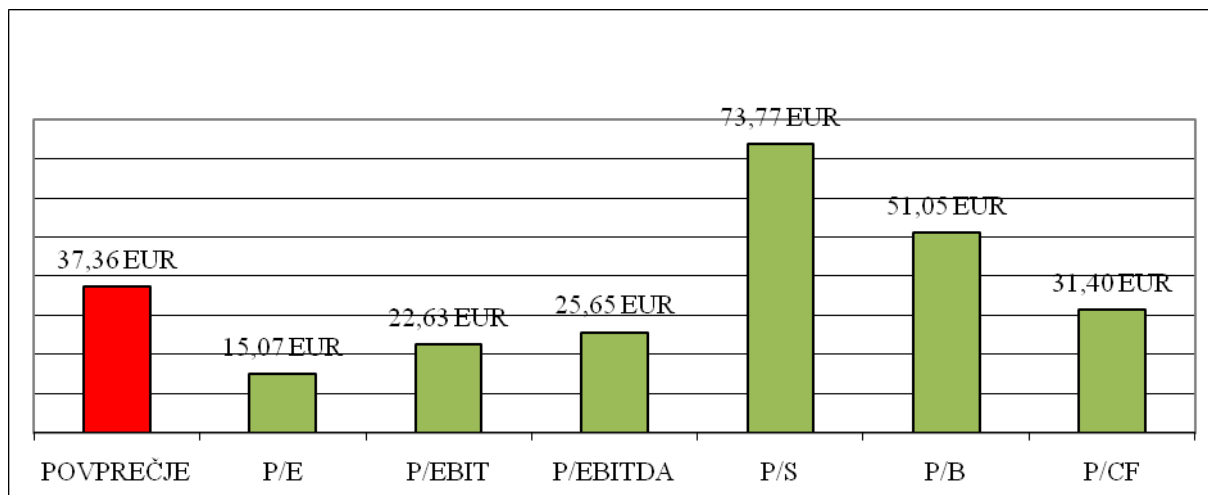
Prvi korak pri vrednotenju Skupine je vrednotenje matičnega podjetja Pivovarna Laško d.d. z uporabo nekonsolidiranih bilanc in izkazov. Ocena vrednosti Pivovarne Laško d.d. je podana na podlagi metode primerljivih podjetij, ki bo pokazala vrednost osnovne dejavnosti. Zaradi že večkrat omenjenih aktivnosti na kapitalskih trgih, se Pivovarna Laško ponaša z izjemno bogatim naložbenim portfeljem, ki je predstavljen in ovrednoten v nadaljevanju. Pri izbiri večkratnikov sem se osredotočil na tiste, ki so najboljši pokazatelj vrednosti osnovne dejavnosti podjetja. V primerjavo niso vključeni večkratniki vrednosti podjetja (EV – enterprise value), saj pri tej metodi zaradi proporcionalno velikega dolga končna vrednost Pivovarne Laško d.d. dobi negativni predznak. Hkrati ti kazalci vključujejo tudi uporabo dolga, ki je bil v zadnjem obdobju večinoma uporabljen za financiranje aktivnosti na kapitalskih trgih. V nabor primerljivih podjetij sem vključil največje svetovne pivovarske skupine, ki kar najbolje odražajo stanje v panogi. Večkratniki primerljivih podjetij so povzeti po spletnem finančnem portalu Bloomberg na dan 28. 11. 2007 in so izračunani na podlagi konsolidiranih bilančnih izkazov. Menim, da so tako izračunani večkratniki skupin dovolj za smiselno oceno vrednosti matične družbe Pivovarne Laško d.d. Ker analiza poslovanja ni predmet diplomskega dela, sem naredil zgolj povzetek, ki ga prikazuje Priloga 5.

Tabela 1: Primerjalna analiza večkratnikov vrednotenja Pivovarne Laško d.d. in tujih primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007

Primerljiva podjetja	P/E ³⁷	P/EBIT	P/EBITDA	P/S	P/B	P/CF
Pivovarna Laško d.d. ³⁸	131,65	41,79	27,69	7,61	3,46	22,57
SABMILLER	22,86	6,03	9,69	2,28	2,68	15,47
INBEV	22,65	10,51	8,25	2,62	2,84	9,76
CARLSBERG	22,05	10,25	6,41	1,09	2,52	10,13
SCOTT & NEWCASTLE	22,98	20,95	15,79	2,08	2,02	21,65
EFES PILSEN	20,91	14,23	9,66	2,17	3,36	12,8
HEINEKEN HOLDING	17,14	6,86	4,36	0,76	3,66	4,94
Anheuser-Busch Companies Inc.	18,78	13,50	10,18	2,37	10,67	13,19
Povprečje	21,05	11,76	9,19	1,91	3,96	12,56
Mediana	22,05	10,51	9,66	2,17	2,84	12,80
Cena delnice	15,07 EUR	22,63 EUR	31,40 EUR	25,65 EUR	73,77 EUR	51,05 EUR
Ponder	0,00	0,25	0,25	0,20	0,15	0,15

Vir: Bloomberg; Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 78 – 79; Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 2 – 3; Lastni preračun.

Slika 2: Ocena vrednosti delnice Pivovarna Laško d.d. ob upoštevanju izbranih uteži posameznih večkratnikov vrednotenja na dan 28. 11. 2007



Vir: Bloomberg; Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 78 – 79; Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 2 – 3; Lastni preračun.

³⁷ Kazalec P/E je podan zgolj za ilustracijo in v končnem izračun vrednosti operativnega dela portfelja ni upoštevan.

³⁸ Za izračun večkratnikov sem uporabil nekonsolidirane rezultate matičnega podjetja iz Letnega poročila 2006 in polletnih poročil 2006 in 2007. Posamezni vhodni podatki so bili ustrezno »raztegnjeni« (angl. *trailing*) na celo leto, kar je v tem primeru pomenilo od 30. 6. 2006 do 30. 6. 2007. Kot referenčno ceno za izračun večkratnikov sem uporabil povprečni enotni tečaj delnice PILR v novembru 2007 zaokroženo na 0 decimalnih mest 90 EUR.

Iz zgornje tabele je opazno, da mnogokratniki poslovanja pričakovano ne dosegajo konkurentov. Glede na to, da trg vrednoti celotno skupino in ne samo osnovno dejavnost pivovarne, je bil dobljen rezultat v skladu s pričakovanji. Med navedenimi mnogokratniki je najbolj izstopajoča primerjava na ravni kapitala, ki pa z vidika ocene vrednoti operativne dejavnosti ne predstavlja ključnega kazalca, kar je ustrezno upoštevano v manjši uteži pri vrednotenju. V Prilogi 5 so za boljšo ilustracijo nekoliko bolj natančno predstavljeni tudi ostali ključni kazalci poslovanj Pivovarne Laško d.d. in primerjava le-teh z naborom primerljivih svetovnih pivovarskih koncernov.

Za izračun ciljne cene sem uporabil mediano večkratnikov, uteži posameznega večkratnika pa so bile diskrecijsko izbrane z večjim poudarkom na tistih večkratnikih, ki se neposredno nanašajo na osnovno dejavnost Pivovarne Laško d.d.³⁹ in izkazujejo manjši standardni odklon. Ocenjena vrednost delnice Pivovarne Laško tako znaša 37,4 EUR na delnico. Ob upoštevanju števila vseh delnic (8.747.652 delnic) znaša ocenjena vrednost osnovne dejavnosti Pivovarne Laško d.d. 327 mio EUR.

Ocena vrednosti naložbenega portfelja Pivovarne Laško je prikazana v Prilogi 6. Ob upoštevanju tržnih cen kotirajočih podjetij, dostopnih cen na sivem trgu in knjigovodskih vrednosti ostalih podjetij v portfelju sem naložbeni portfelj Pivovarne Laško ocenil na 121,5 mio EUR oziroma 13,9 EUR na delnico. V prvi polovici leta 2007 je imela matična družba Pivovarna Laško za 269 mio EUR finančnih obveznosti. Vrednost osnovne (ki v skladu z zgornjimi predpostavkami predstavlja vrednost vseh operativnih sredstev in vseh poslovnih obveznosti) in naložbene dejavnosti Pivovarne Laško d.d. tako znaša 448,5 mio EUR. Če od tega odštejemo finančne obveznosti matičnega podjetja, pridemo do končne vrednosti Pivovarne Laško d.d., ki znaša 179 mio EUR oziroma 20,5 EUR na delnico.

4.3.2 Ocena vrednosti skupine Pivovarna Union

Skupina Union je nastala leta 2001, ko je Pivovarna Union d.d., prevzela družbo Fructal d.d. Osnovna dejavnost matične družbe Pivovarne Union d.d., je proizvodnja piva, brezalkoholnih pijač in vode. Osnovna dejavnost družbe Fructal d.d., je proizvodnja sadnih sokov. Fructal Zagreb d.o.o., in Eurofruit d.o.o., opravljata le prodajo in distribucijo izdelkov Fructala d.d. Družba Fruktal Mak a.d., Skopje pa opravlja tudi dejavnost proizvodnje sokov in pijač (Letno poročilo 2006 Pivovarna Union d.d., 2007, str. 2).

Vrednotenje Skupine Union je opravljeno s pomočjo metode primerljivih podjetij. Glede na to, da gre ponovno za sestavljeno podjetje, bi bilo najprimerneje skupino razbiti na svoje sestavne dele in opraviti vrednotenje posameznih članov skupine. Zaradi omejenosti obsega sem na tem mestu proces delno poenostavil in vrednotenje opravil neposredno na ravni skupine. Zavedam se, da bo končna ocena vrednosti Skupine zaradi tega zgubila del

³⁹ Način izbire uteži bo zaradi sorodnosti panog in načina poslovanja posameznih entitet ostal konsistenten skozi vse procese vrednotenja.

kredibilnosti, kar pa lahko opravičim z namenom diplomskega dela, ki se bolj kot na dejansko vrednost osredotoča na procese in načine vrednotenja sestavljenih podjetij oziroma holdingov. Vrednotenje je ponovno sestavljeno iz vrednotenja operativnega dela in vrednotenja naložbenega dela, pri končni oceni pa bo v skladu z opisano metodologijo upoštevana tudi knjigovodska vrednost finančnih obveznosti.

Pivovarna Union je postala članica skupine Pivovarna Laško v letu 2005, ko je po 4 leta trajajoči t.i. »pivovarski vojni«⁴⁰ InBev v začetku leta 2005 prodal svoj 41 % delež v Pivovarni Union po isti ceni, 91.000 SIT, kot je Pivovarna Laško v prevzemni ponudbi leta 2002 ponujala za delnico Pivovarne Union (Žerdin, 2005). Ker je prevzemnik po uspešni konsolidaciji lastništva delnice Pivovarne Union odmaknil iz organiziranega borznega trga, mi bo prevzemna cena služila kot referenca pri postavljanju končne ocene trenutne vrednosti Skupine Union. Ocena bo temeljila na vrednosti pridobljeni s pomočjo metode primerljivih podjetij, njeno relevantnost pa bom ocenil na podlagi primerjave poslovanja Skupine Union v času prvega prevzema po 91.000 SIT leta 2002⁴¹. Po končani konsolidaciji lastništva je cena padla pod knjigovodsko vrednost delnice, saj so preostalim malim delničarjem po umiku iz borze za delnico ponudili zgolj nekaj manj kot 38.000 SIT. Takratna vrednost prevzetega Uniona je vsebovala tudi prevzemno premijo.

Tabela 2: Primerjalna analiza večkratnikov vrednotenja Skupine Union na podlagi konsolidiranih rezultatov za leto 2006 in tujih primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007

Primerljiva podjetja	P/E ⁴²	P/EBIT	P/EBITDA	P/S	P/B	P/CF
Skupina Union*	26,35	15,96	6,61	1,14	1,34	8,73
SABMILLER	22,7	6,03	9,62	2,27	2,66	15,37
INBEV	22,35	10,51	8,14	2,59	2,8	9,63
CARLSBERG	22,68	10,25	6,59	1,12	2,6	10,42
SCOTT & NEWCASTLE	23,74	20,95	16,31	2,15	2,09	22,36
EFES PILSEN	21,08	14,23	9,74	2,19	3,39	12,9
HEINEKEN HOLDING	17,37	6,86	4,42	0,77	3,71	5,01
Anheuser-Busch Companies Inc.	23,71	13,50	12,04	2,61	2,01	10,46
Povprečje	21,95	11,76	9,55	1,96	2,75	12,31
Mediana	22,68	10,51	9,62	2,19	2,66	10,46
Cena delnice v EUR	327,04	250,08	553,18	730,09	757,02	455,69
Ponder	0,00	0,25	0,25	0,20	0,15	0,15

⁴⁰ T.i. Pivovarska vojna ni predmet tega diplomskega dela, zato tudi ne bo podrobno predstavljena.

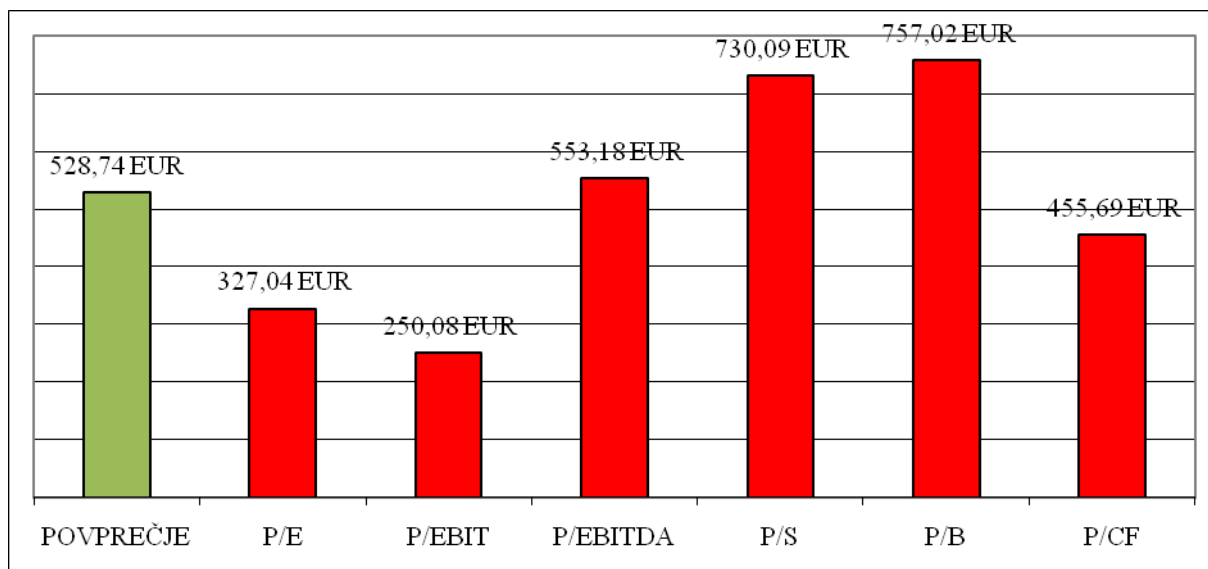
⁴¹ Za primerjavo mnogokratnikov cene in poslovanja sem vključil zgolj podatke o poslovanju Skupine Union v letu 2001, pridobljenih iz takrat zadnjega znanega letnega poročila, na podlagi katerega je prevzemnik Pivovarna Laško ocenil vrednost Unionove delnice. Zavedati se namreč moramo, da zadnja večja transakcija z delnicami Pivovarne Union v začetku leta 2005 ni odražala pravih tržnih pogojev. InBev kot prodajalec se je takrat verjetno že sprijaznil z dejstvom, da je izgubil bitko za Pivovarno Union, zato je v prodaji svojega deleža videl najboljšo možno rešitev. To in pa dejstvo, da je Skupina Union v letu 2004 poslovala z izgubo (predvsem zaradi slabega poslovanja Skupine Fructal), je odločilo, da v primerjavo ne vključim mnogokratnikov iz tistega obdobja.

⁴² Kazalec P/E je podan zgolj za ilustracijo in v končnem izračun vrednosti operativnega dela portfelja ni upoštevan.

Legenda: *Kot referenčna cena za izračun kazalcev vrednotenja je bila uporabljena prevzemna cena 91.000 SIT preračunana v EUR po centralnem paritetnem tečaju zamenjave 1 EUR = 239,64 SIT zaokroženo na 0 decimalnih mest 380 EUR.

Vir: Bloomberg; Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 125 – 126; Letno poročilo 2006 Pivovarna Union d.d., 2007, str. 97 – 98; Lastni preračun.

Slika 3: Ocenjena vrednost Skupine Union na podlagi metode primerljivih podjetij ob upoštevanju konsolidiranih rezultatov za leto 2006 na dan 28. 11. 2007



Vir: Bloomberg; Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 125 – 126; Letno poročilo 2006 Pivovarna Union d.d., 2007, str. 97 – 98; Lastni preračun.

Na podlagi metode primerljivih podjetij je ocenjena vrednost delnice Pivovarne Union 529 EUR. Lastniški kapital Pivovarne Union je razdeljen na 451.114 navadnih kosovnih delnic, kar pomeni, da je vrednost operativnega dela skupine Union 239 mio EUR. Če bi uspešno rešili glavni problem, to je zmanjševanje tržnega deleža prodaje piva, kljub rasti celotne prodaje, bi se na podlagi dobrih rezultatov vrednost podjetja v prihodnosti lahko še povečala.

Za lažjo končno oceno vrednosti sem zavoljo boljše ilustracije uporabil primerjavo poslovanja Skupine Union v obdobju prvega prevzema, leta 2002, in danes, ki povzema poslovanje Skupine Union v obeh obdobjih, je prikazana v Prilogi 7.

Primerjava v referenčnih obdobjih razkriva nekaj zanimivih podrobnosti. Med tem, ko je bila Skupina Union v obdobju pred prevzemom veliko boljša z vidika donosnosti, so marže poslovanja ostale na približno istih ravneh. Razlog za boljšo donosnost je tudi nižja raven lastniškega financiranja, kar je pomenilo, da je Skupina Union leta 2006 s 35 % manj kapitala ustvarila 13 % boljši dobiček iz poslovanja. Temu sledijo vsi kazalci vrednotenja, razen večkratnika čistega dobička, kar je posledica skorajda nespremenjenih vrednosti čistega dobička in kazalcev merjenja donosnosti na ravni čistega dobička. Primerjavo nadalje otežijo nekatere pretekle poteze večinskega lastnika, ki se je zavoljo optimizacije poslovanja in

stroškovne učinkovitosti celotne Skupine lotil določenih strukturnih premikov, kar se je poznalo tudi v samih bilancah⁴³. Laško je za Union v prevzemni vojni ponudil največ 91.000 SIT. Glede ne turbulentne čase Skupine Union od pivovarske vojne naprej, ko je poslovanje močno nihalo in se v letu 2005 ustalilo na 10 do 20 % višjih nivojih kot pred prevzemom, ocenjujem vrednost pridobljeno s pomočjo metode primerljivih podjetij kot primerno.

Pivovarna Union pa se je, odkar je vstopila v Skupino Pivovarne Laško, bolj intenzivno začela ukvarjati tudi z naložbeno dejavnostjo. Bolje rečeno, Skupina Union je postala učinkovito finančno orodje v rokah Pivovarne Laško, s katerim slednja krepi svoje kapitalske pozicije v slovenskem gospodarskem prostoru. Za končno oceno vrednosti Skupine Union je tako potrebno oceniti še njen naložbeni portfelj, v katerem pa ponovno prevladuje kapitalska naložba v lastniški delež podjetja Mercator.

Tabela 3: Vrednotenje naložbenega portfelja Skupine Union na dan 28. 11. 2007

Naziv podjetja	Število delnic Skupine Union	Tržna cena v EUR	Tržna vrednost naložbe v EUR	Lastniški delež
Mercator d.d.	464.390	315,96	146.728.664	12,33%
Nfd holding	1.085.776	9,24	10.032.570	3,27%
SKUPAJ	156.761.235 EUR			
Število delnic	451.114			
Naložbe na delnico	347,50 EUR			

Legenda: *Pivovarna Union ima na dan 28. 11. 2007 v lasti 500 lastnih delnic, 198 delnic SID banke in 289 delnic Skupne pokojninske družbe, ki pa jih zaradi relativno malih vrednosti nisem vključil v izračun.

** Pivovarna Union ima na dan 28. 11. 2007 v lasti še 2.297.826 delnic podjetja Fructal, ki pa jih nisem vključil v izračun naložbenega portfelja. S tem sem se izognil podvojenemu vrednotenju naložbe, ki smo jo z vrednotenjem skupinskih bilanc že upoštevali.

Vir: Spletna stran KDD, <http://www.kdd.si/>; Spletna stran Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, <http://www.ljse.si/>, Lastni preračun.

Vidimo torej, da se največja vrednost Unionovega naložbenega portfelja skriva v delnicah Mercatorja. Vrednotenju na operativni ravni je za končno oceno vrednosti Skupine Union potrebno dodati tudi vrednost naložbenega portfelja, ki znaša 156,8 mio EUR. Skupina Union je imela na dan 31. 12. 2006 69,7 mio EUR finančnega dolga. Na podlagi tega lahko končno oceno Skupine Union, z 239 mio EUR vredno osnovno dejavnostjo in z 156,8 mio EUR vrednim naložbenim portfeljem ter 69,7 mio EUR finančnega dolga, ovrednotimo na 326,1 mio EUR. Ocenjena vrednost 96,72 % lastniškega deleža v Pivovarni Union znaša 315 mio EUR.

4.3.3 Ocena vrednosti Radenske

V letu 2000 je prišlo na podlagi prijateljskega prevzema Radenske s strani Pivovarne Laško do povezovanja obeh družb. Osnovna dejavnost Radenske je polnjenje in trženje mineralne in izvirne vode ter brezalkoholnih pijač. V začetku leta 2001 je bila izvedena priponitev družbe

⁴³ Že v času pivovarske vojne je Union nehal polniti pivo za hrvaški trg, saj se je polnjenje le-te v skladu z licenčno pogodbo preselilo v Zagrebško pivovarno, ki je bila takrat v večinski lasti Interbrowa (Redakcija Financ, 2002).

Radenska Tri srca Radenci d.o.o., k delniški družbi Radenska d.d., Radenci. Včasih je bila velikega pomena tudi zdraviliško-turistična dejavnost (predvsem na področju zdravljenja bolezni srca in ožilja), vendar so se v letih 2002 in 2004 odločili za odprodajo družbe Radenska Zdravilišča in drugih naložb povezanih s turizmom (Terme Lendava, d.d., Radenska Zvezda Diana d.o.o., Murska Sobota, Radenska Zdravilišče Radenci d.o.o. in Radenska Ekoss Radenci d.o.o) v cilju osredotočenja na dejavnost polnjenja in prodaje pijač. Podjetje večino svojih proizvodov proda na slovenskem trgu, najpomembnejši izvozni trgi pa so Bosna in Hercegovina, Hrvaška, Avstrija in Italija (Letno poročilo 2006 Radenska d.d., 2007).

Poleg njihove temeljne blagovne znamke, Radenska Tri srca, so pomembnejše blagovne znamke podjetja še ACE, Sprint, ter vode Izvir, Oda in najnovejša Oaza. V letu 2006 so ustvarili 32 mio EUR čistih prihodkov iz prodaje, kar je 6,9 odstotkov več kot leta 2005 in enako kot so načrtovali za leto 2006. Ne le v Sloveniji, ampak tudi na evropskih trgih smo priča trendu nadaljnjega upadanja potrošnje gaziranih mineralnih voda. V Radenski so v tem času seveda povečali prodajo pitnih voda in brezalkoholnih pijač. V celoti gledano so za 5,5 % presegli prodane količine v litrih glede na preteklo leto in so le 0,5 % pod načrtovanimi za leto 2006.

Radenska je v skladu s celotno preobrazbo holdinga Pivovarna Laško postala aktivna tudi na naložbenem področju. Na podlagi tega je večino dobička v lanskem letu Radenska dosegla z aktivnim udejstvovanjem na kapitalskem trgu. Ker gre tu povečini za enkratne dogodke, sem se pri vrednotenju poslovanja s pomočjo metode primerljivih podjetij odločil upoštevati zgolj operativni del poslovanja. Ločeno od tega je predstavljen in tržno ovrednoten tudi trenutni naložbeni portfelj Radenske.

Tabela 4: Primerjalna analiza večkratnikov vrednotenja Radenske d.d. na podlagi rezultatov za leto 2006 in tujih primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007

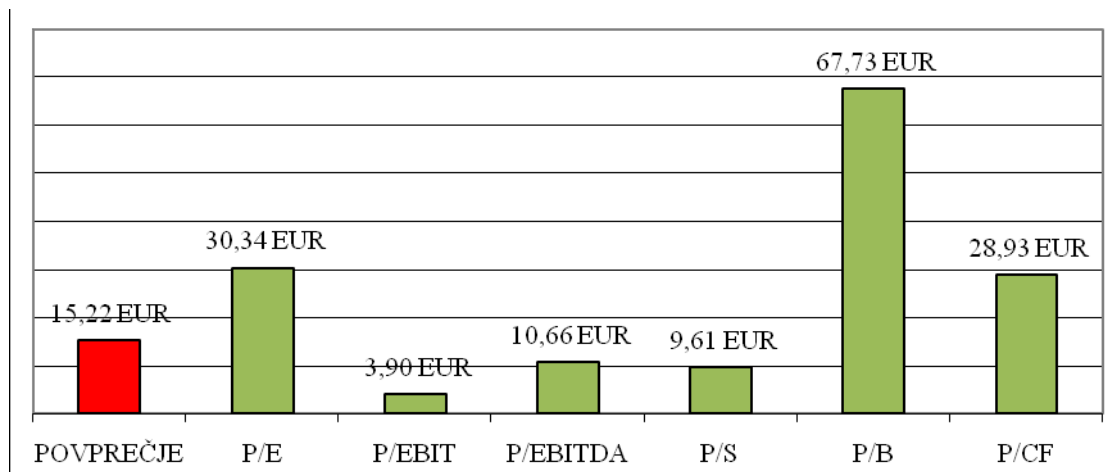
Primerljiva podjetja	P/E ⁴⁴	P/EBIT	P/EBITDA	P/S	P/B	P/CF
Radenska d.d.*	7,64	42,30	8,82	1,65	0,47	3,81
COCA COLA CO	23,64	20,01	17,39	5,27	7,32	21,33
PEPSICO	22,35	17,48	14,25	3,21	7,33	17,23
COTT CORPORATION	21,4	16,07	4,02	0,25	0,85	5,9
PEPSIAMERICAS	20,67	10,10	6,78	0,98	2,42	9,74
COCA COLA HELLENIC BOTTLING	23,87	15,09	10,26	1,61	3,43	11,06
SPADEL	17,74	11,58	7,48	1,38	2,59	8,80
Povprečje	21,61	15,06	10,03	2,12	3,99	12,34
Mediana	21,88	15,58	8,87	1,50	3,01	10,40
Cena delnice	30,34 EUR	3,90 EUR	10,66 EUR	9,61 EUR	67,73 EUR	28,93 EUR
Ponder	0,00	0,25	0,25	0,25	0,05	0,20

⁴⁴ Ker je v letu 2006 več kot 85 % celotnega dobička ustvarjeno po zaslugi finančnih aktivnosti, sem iz primerjave mnogokratnikov v celoti izključil večkratnik čistega dobička.

Legenda: Kot referenca za izračuna kazalnikov vrednotenja je bila uporabljena informativna prevzemna cena 10,6 EUR, preračunana po centralnem paritetnem tečaju 1 EUR = 239,64 SIT.

Vir: Bloomberg; Letno poročilo 2006 Radenska d.d., 2007, str. 27 – 28; Lastni preračun.

Slika 4: Ocenjena vrednost Radenske d.d. na podlagi metode primerljivih podjetij ob upoštevanju rezultatov za leto 2006 na dan 28. 11. 2007



Vir: Bloomberg; Letno poročilo 2006 Radenska d.d., 2007, str. 27 – 28; Lastni preračun.

S pomočjo metode primerljivih podjetij znaša ocenjena srednja vrednost Radenske s poudarkom na kazalcih, ki kažejo operativni del poslovanja, 15,2 EUR na delnico. Ob upoštevanju števila izdanih delnic (5.061.856) znaša tržna kapitalizacija celotne Radenske 77 mio EUR.

Za ilustracijo omenimo še, da je Pivovarna Laško ob prevzemu Radenske v letu 2000 delničarjem ponudili za vsake 1,77 delnice družbe Radenska d.d. eno nadomestno delnico družbe Pivovarna Laško, kar je glede na tržno ceno delnice na dan objave prevzemnega prospekta, 24. 8. 2000 (4.500,28 SIT), pomenilo, da je prevzemnik Radensko ovrednotil na 2.542,66 SIT oziroma 10,6 EUR⁴⁵ (Ponudba in prospekt za odkup delnic družbe Radenska d.d., 2000, str. 2 - 3). V obdobju pred umikom delnic Radenske iz borze (junij 2005) se je njena vrednost gibala med 7 in 8 EUR, kar pa je za 20 % do 30 % nižje od okvirne vrednosti v letu 2000 v času prevzema, vendar je potrebno upoštevati, da je takrat podjetje že imelo večinskega lastnika in kot tako nezanimivo za slehernega investitorja. Glede na funkcijske in strukturne spremembe v Skupini je Radenska pred prevzemom in danes neprimerljiva, zato gre informacijo o prevzemni ceni potrebno jemati z rezervo.

⁴⁵ Preračun v EUR je zgolj informativne narave za pomoč pri ilustraciji dejanske slike. Zato sem zanemaril gibanje tečaja EUR SIT v tem obdobju in kot menjalno razmerje uporabil kar končno, in sicer je centralni paritetni tečaj pri zamenjavi SIT v EUR na začetku leta 2007 znašal 1 EUR = 239,64 SIT.

Tabela 5: Primerjava ključnih kazalcev poslovanja Radenska d.d. in primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007

v %	donosnost kapitala (ROE)	donosnost sredstev (ROA)	operativna marža	profitna marža
Radenska d.d.	6,16	4,78	3,90	21,57
COCA COLA CO	30,53	17,11	27,39	21,09
PEPSICO	38,13	18,27	18,52	16,06
COTT CORPORATION	-3,61	-1,51	2,3	-0,99
PEPSI AMERICAS	9,98	3,83	9,31	3,98
COCA COLA HELLENIC BOTTLING	13,39	5,72	9,03	5,94
SPADEL	15,54	7,04	12,12	7,8
Median	14,47	6,38	10,72	6,87
Povprečje	17,33	8,41	13,11	8,98

Vir: Bloomberg; Letno poročilo 2006 Radenska d.d., 2007, str. 27 – 28; Lastni preračun.

Iz zgornje tabele gre razbrati, da Radenska posluje pod povprečjem panoge. Operativna marža, ki je izmed izbranih še najbolj primerljiva, je za več kot 60 % nižje od povprečja panoge. To tudi delno pojasni, zakaj cena dobljena s pomočjo metode primerljivih podjetij ne dosega niti knjigovodske vrednosti delnice.

Vrednost naložbenega portfelja Radenske, ki je podrobno predstavljen v Prilogi 8, znaša 106 mio EUR ali malenkost pod 21 EUR na delnico. Radenska d.d. je imela na dan 31.12.2006 17 mio EUR finančnega dolga. Seštevek naložbenega dela vrednosti zmanjšanega za finančni dolg podjetja in vrednosti osnovne dejavnosti nas pripelje do končne vrednosti podjetja, ki znaša 166 mio EUR ali 32,8 EUR na delnico. Glede na vse zgoraj opisano in 92,06 % lastniški delež lahko naložbo Pivovarne Laško v delnice podjetja Radensko ovrednotim na 153 mio EUR.

4.3.4 Ocena vrednosti podjetja Delo d.d.

Medijska hiša Delo je eno vodilnih in najvplivnejših podjetij na slovenskem medijskem trgu ter pomemben oblikovalec javnega mnenja. Družba Delo s svojimi edicijami dosega praktično vse segmente bralstva, kar ji zagotavlja prevladujoč položaj na slovenskem trgu tiskanih medijev. Časopisna hiša Delo izdaja dva osrednja in najbolj brana slovenska dnevnik (Delo in Slovenske novice), ki prinašata skupaj še sedem prilog, edini slovenski nedeljski časopis, dva tednika in sedem internetnih portalov. Z njimi dosežejo vsak teden več kot 1,100.000 prebivalcev Slovenije ali več kot dve tretjini vseh gospodinjstev.

V letu 2003 je Pivovarna Laško od Krekove družbe kupila 24,99 % Delovih delnic in postala največja lastnica družbe (Povzetek revidiranega letnega poročila Delo d.d 2003, 2004, str. 9). Spomladi 2007 je Pivovarna Laško, skupaj s svojima odvisnima družbama Radenska d.d. in Talis d.o.o., objavila prevzemno ponudbo za vse preostale delnice podjetja Delo d.d. po ceni

135,5 EUR na delnico. Po uspešni prevzemni ponudbi in sprejetih sklepih skupščine (Sklepi skupščine Delo d.d., 2007) je Skupina postala 100 % lastnica Dela.

Tabela 6: Lastniška struktura podjetja Delo d.d. na dan 28. 11. 2007

Delničar	Delež lastništva
PIVOVARNA LAŠKO D.D.	80,83%
RADENSKA D.D. Radenci	19,17%
FIRMA DEL D.O.O.	0,00%
Skupaj	100,00%

Vir: Spletna stran Kdd, <http://www.ljse.si/>; Lastni preračun.

Firma DEL je maja 2007 na Ministrstvo za Kulturo oddala prošnjo za pridobitev več kot 20 % v lastniškega deleža v časopisni hiši Delo d.d. (Matejčič, 2007). V skladu s tem želi sedanji največji lastnik Pivovarna Laško celotno lastništvo prenesti na podjetja Firmo DEL, ki je v 100 % lastništvu Pivovarne Laško. Na podlagi tega sem pri vrednotenju Radenske izključil 19 % lastniški delež v Delu d.d., saj bo le-ta po vsej verjetnosti končal v rokah zgoraj omenjene družbe. Konsolidirani izkazi Pivovarne Laško zaenkrat 100 % deleža v časopisni hiši Delo še ne upoštevajo, saj naj bi še vedno potekalo končno vrednotenje lastniškega deleža. Pričakovati gre uvrstitev Dela v konsolidirane bilance Pivovarne Laško šele v Letnem poročilu 2007. Kljub vsemu pa je Delo eden izmed pomembnejših delov celotne Skupine že sedaj, zato ga bom tudi sam vključil v proces vrednotenja celotne Skupine.

Na podlagi metode primerljivih podjetij, prikazani v Prilogi 9, je ocenjena vrednost podjetja Delo d.d. 40 mio EUR oziroma 60 EUR na delnico, kar je 55 % manj kot je za Delo v prevzemni ponudbi plačala Pivovarna Laško (135,5 EUR na delnico)⁴⁶. Za namene končnega vrednotenja bom upošteval zgolj vrednost Dela ob prevzemu, kjer bi bilo za nakup vseh delnic potrebno odšteti (ob upoštevanju da kapital sestavlja 667.464 navadnih delnic) 90,4 mio EUR.

4.3.5 Ocena vrednosti Jadranske Pivovare

Jadranska pivovara Split je leta 1970 začela proizvajati pivo. Danes je njena osnovna dejavnost proizvodnja in prodaja piva. V njeni sestavi delujeta še enoti Silosi in Lancana Charter, družba pa ima od leta 2000 tudi licenčno pogodbo za proizvodnjo in prodajo piva Kaltenberg. V podjetju proizvajajo blagovno znamko piva Zlatorog in blagovno znamko piva Kaltenberg, hkrati pa iz Pivovarne Laško dobivajo tudi pivo kot trgovsko blago, namenjeno nadaljnji prodaji. Leta 2000 sta se Jadranska pivovara in Pivovarna Laško odločili za horizontalno povezovanje in tako je Pivovarna Laško postala večinska lastnica, ki ima v lasti 94,6 % lastniški delež Jadranske pivovare.

⁴⁶ Razliko gre iskati v vrednosti nepremičnin, vrednosti blagovne znamke, tržnem deležu itd.

Zaradi pomanjkanja informacij je vrednotenje Jadranske pivovare onemogočeno. Iz letnega poročila Pivovarne Laško je možno razbrati zgolj to, da se Jadranska pivovara že nekaj časa ubada z številnimi problemi, ki se kažejo v konstantnih izgubah zadnjih let. Poteka proces sanacije podjetja, s strani večinskega lastnika Pivovarna Laško, ki pa zaenkrat še ni končan. Kot dovolj dober približek vrednosti in referenčno vrednost za Pivovarno Laško, bom zato vzel kar vrednost, po kateri Pivovarna Laško v svojih bilancah izkazuje naložbo v Jadransko pivovaro. Preračunano v EUR⁴⁷ znaša 94,6 % lastniški delež 8,3 mio EUR (Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 103).

4.3.6 Vital Mestinje

Podjetje ima dve osnovni dejavnosti – predelava sadja in polnjenje sadnih sokov, sirupov, sadnih pijač in ledenih čajev. Leta 1999 se je podjetje kapitalsko povezalo s Pivovarno Laško, ki je tudi Vitalov večinski lastnik, saj ima v lasti 51 % delež kapitala. Sodelovanje obeh podjetij že kaže spodbudne rezultate, saj se v Vitalu Mestinje v zadnjem času (leto 2003) obseg prodaje močno povečuje. Razloge za to gre iskati v skrbno načrtovanih akcijskih prodajah skozi vse leto, uspešnem sodelovanju s Pivovarno Laško, predvsem pri pripravi osnov za proizvod Bandidos, v pridobivanju novih poslov, s polnjenjem pijač za priznane trgovske blagovne znamke, kot sta Spar in Mercator, ter v novih proizvodih, ki jih podjetje plasira na trg.

Glede na to, da bilančna vsota podjetja Vital Mestinje dosega manj kot 1 % bilančne vsote Pivovarne Laško d.d., bolj podrobnega vrednotenja tega podjetja ne bom vključil v diplomsko delo. Kot dovolj soliden približek vrednosti bom vzel vrednost lastniškega kapitala podjetja. Ob predpostavki, da so sredstva v bilanci vrednostno blizu njihove tržne vrednosti, je kapital lahko relativno dober približek likvidacijske vrednosti podjetja. Do te vrednosti drugače pridemo s pomočjo likvidacijske metode vrednotenja, ki spada med t.i. »na sredstvih zasnovane pristope k vrednotenju podjetja« in je bolj podrobno obravnavana v teoretičnem delu diplomskega dela.

Na dan 31. 12. 2006 je vrednost lastniškega kapitala podjetja Vital Mestinje d.o.o. znašala 3,3 mio EUR (Letno poročilo 2006 Vital Mestinje d.o.o., 2007), kar smatram kot dovolj dober približek vrednosti podjetja. Glede na 95,53 % lastniški delež, ki pripada Pivovarni Laško, znaša vrednost naložbe 3,2 mio EUR.

4.3.7 RA&LA in Slovita

Pivovarna Laško je 69,23 % (celotna skupina pa je 100 % lastnik podjetja) lastnik bosanskega podjetja RA&LA in 25 % lastnik moskovskega podjetja Slovita, ki se ukvarjata s prodajo na debelo. Ker zaradi materialne nepomembnosti podjetja nista razkrita v Letnem poročilu, jih tudi sam ne bom posebej obravnaval in vrednotil.

⁴⁷ Preračun je bil narejen na podlagi centralnega paritetnega tečaja SIT za EUR in sicer 1 EUR = 239,64 SIT.

4.3.8 Ocena končne vrednosti skupine Pivovarna Laško

Končna ocena vrednosti Skupine izhaja iz predpostavk omenjenih v poglavju 4.1 in je izpeljana s pomočjo opisane metodologije. Ocena vrednosti Skupine Pivovarna Laško torej temelji na vrednosti posamezne samostojne entitete v Skupini in na podlagi zadolženosti celotne Skupine.

Tabela 7: Končna ocena vrednosti Skupine na dan 28. 11. 2007

Podjetja v Skupini v mio EUR	Ocena vrednosti entitete v mio EUR	Lastniški delež v posameznem podjetju	Referenčna vrednost za večinskega lastnika v mio EUR
Pivovarna Laško d.d.	179,0	-	179
Skupina Union	326,1	96,72%	315
Radenska d.d.	166,0	92,06%	153
Delo d.d.	90,4	100,00%	90
Vital Mestinje	3,3	95,53%	3
Jadranska Pivovara		94,55%	8
Končna ocena vrednosti Skupine			749
Število delnic			8.747.652
Končna ocena vrednosti na delnico			85,62

Vir: Lastni preračun.

V tabeli je prikazana končna vrednost skupine Pivovarna Laško, ki znaša 749 mio EUR ali 85,62 EUR na delnico. Kot referenco pri računanju večkratnikov Pivovarne Laško sem upošteval ceno 90 EUR, ki predstavlja okvirno srednjo vrednost gibanja delnice Pivovarne Laško v novembru 2007. Na podlagi zgornje ocene vrednosti lahko zaključimo, da delnica Pivovarne Laško na trgu ljubljanske borze na dan vrednotenja 28. 11. 2007 kotira s 5 % premijo, glede na ocenjeno vrednost Skupine.

Pri računanju vrednosti odvisnih družb Radenske in Skupine Union so izračuni narejeni na podlagi zadnjih znanih javno dostopnih podatkov izhajajočih iz letnega poročila za poslovno leto 2006. Glede na to, da je poslovanje Skupine Union in Radenske v prvi polovici leta 2007 močno preseglo dosežke iz prve polovice leta 2006, sem prepričan, da je 5 % premija na ocenjeno vrednostjo več kot upravičena in bi lahko v prihodnje še narasla. Rast čistega dobička Skupine Union je znašala 188 %, Radenske pa kar 627 % (Povzetek polletnega poročila Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 13). Zaradi pomanjkanja bolj natančnih informacij in zaradi dejstva, da namen diplomskega dela ni končna vrednost, ampak prikaz procesa vrednotenja, se bom oceni trenutne poštene vrednosti Skupine izognil.

5 ZAKLJUČEK

Namen diplomskega dela je bil prikaz procesa in načina vrednotenja holdingov. Skozi celotno delo sem bil torej osredotočen na dve ekonomski kategoriji, in sicer na vrednotenje in na

holding. V prvem delu sem prikazal teoretični podstav holdingov, predstavil osnovne koncepte vrednotenja ter analiziral problematiko vrednotenja holdingov, v drugem delu pa sem na praktičnem primeru skupine Pivovarna Laško prikazal proces in način vrednotenja takega sestavljenega podjetja.

Vrednotenja skupine Pivovarna Laško sem se lotil postopoma. Potekalo je na ravni posameznih entitet skupine, torej matičnega podjetja in odvisnih družb. Zaradi specifičnosti Skupine, ki se poleg svojih osnovnih dejavnosti ukvarja tudi z naložbeno dejavnostjo, je bilo potrebno celotno metodologijo vrednotenja nekoliko prilagoditi. Metodologija temelji na dveh klasičnih načinih vrednotenja (način tržnih primerjav in na sredstvih zasnovan način), ki sem jih združil v enovito orodje za vrednotenje sestavljenih podjetij. Na ta način sem združil dva načina vrednotenja, ki se ponavadi obravnavata ločeno. S pomočjo metode primerljivih podjetij sem ovrednotil osnovno dejavnost, to pa sem nadgradil s t.i. likvidacijsko metodo, ki je, ob upoštevanju vrednosti naložbene dejavnosti ter finančnih obveznosti, dala končno oceno vrednosti Skupine. Najbolj pravilno bi bilo vrednotenje vsake naložbe posebej ne glede na to ali gre za odvisno podjetje ali zgolj za manjšo kapitalsko naložbo (pasivne naložbe z manjšinskim deležem). Ker bi bil to preveč zamuden proces, saj je posameznih naložb pri Pivovarni Laško in odvisnih družbah izredno veliko, je bilo potrebno pri razčlenjevanju osnove za vrednotenje smiselno potegniti črto in izbrati ustrezno metodo vrednotenja. Vrednotenje odvisnih družb je potekalo samo na prvi neposredni ravni, torej tam, kjer ima Pivovarna Laško neposredni lastniški delež (vrednotenje Skupine Union je tako kljub tveganju pristranskosti rezultata potekal kar na ravni skupine, ki je nisem razbil na Union d.d. in Fructal d.d.). Hkrati sem poenostavil tudi vrednotenje naložbenega portfelja, kjer sem kot dovolj dober približek realne vrednosti posameznih naložb vzel kar zadnje znane cene na organiziranem trgu, sivem trgu, oziroma v najslabšem primeru knjigovodske vrednosti podjetij posameznih delnic, ki ne kotirajo na trgu, z njimi pa se bore malo trguje tudi na sivem trgu.

Končna vrednost skupine Pivovarne Laško je zelo blizu dejanske tržne vrednosti vseh delnic, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Tečaj delnice PILR je na dan vrednotenja 28. 11. 2007 izkazoval 5 % premijo glede na ocenjeno vrednost Skupine. Vrednotenje Skupine Pivovarna Laško na podlagi »*chop shop*« metode torej v nasprotju z zadnjimi izsledki tujih avtorjev ne izkazuje diskonta temveč premijo. Kot kaže je slovenski kapitalski trg prepričani, da koristi v obravnavanem primeru diverzifikacije prevladajo nad stroški povezanimi z diverzifikacijo. Verodostojnost zgornje trditve delno omeji dejstvo, da imamo opravka s trgom, ki s svojo slabo likvidnostjo spada med manj učinkovite in slabše razvite kapitalske trge, podobno kot so bili kapitalski trgi v 70-ih letih prejšnjega stoletja, ko je bilo navdušenje nad diverzifikacijo največje, slabše razviti od današnjih, ko večina podobnih sestavljenih podjetij na razvitih kapitalskih trgih izkazuje diskont.

Pri vrednotenju holdingov ne gre za nek enoznačen proces, ki bi bil enak za vsako tako podjetje. Lahko bi govorili o enotnosti osnovne ideje in enotnih smernicah pri vrednotenju, nikakor pa ne o enotnosti celotnega postopka. Pred procesom vrednotenja je potrebno podrobno poznavanje sestave skupine in posameznih odvisnih podjetij. V skladu s podatki na voljo se lotimo vrednotenja posameznega dela holdinga in pripisa vrednosti matičnemu podjetju, glede na njen lastniški delež. Končna vrednost holdinga je torej vsota posameznih vrednosti delov holdinga, kar v svoji osnovni ideji ustreza metodi presežne vrednosti, ki je ena izmed dveh ključnih metod, s pomočjo katere so tuji avtorji ugotavljali diskont ali premijo takih sestavljenih podjetij. Razen izjem, ko drugače ni mogoče, je vrednotenje konsolidiranih izkazov zgolj slab približek dejanski vrednosti holdinga, saj le-ta ne upošteva sestave skupine, ekonomskih značilnosti posameznih entitet znotraj skupine in manjšinskih deležev. Pri vrednotenju holdingov gre za postopen proces ocenjevanja vrednosti njegovih posameznih sestavnih delov, ki jih na koncu, tako kot holding sam, sestavimo v celotno oceno vrednosti sestavljenega podjetja.

LITERATURA IN VIRI

1. Berger, G. P. & Ofek, E. (1995). Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 37 (1), 39 - 65.
2. Brealey, R.A. & Myers, S. C. (2003). *Principles of Corporate Finance*. (7th ed.) Boston: McGraw-Hill.
3. Brigham, E. & Daves, P. (2004). *Intermediate financial management*. (9th ed.) Ohio: Thomson Corporation.
4. Burch, T. R., Nanda, V. K. & Narayanan, M. P. (2001). *Industry Structure and Value Motivated Conglomeration*. Michigan: University of Michigan Business School.
5. Business valuation standards (2005, november). *American Society of Appraisers*. Najdeno 10. avgusta 2007 na spletnem naslovu <http://www.bvappraisers.org/>.
6. Campa, J. & Kedia, S. (2002). Explaining the diversification discount. *The Journal of Finance*, 57 (4), 1731 - 1762.
7. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2004). *Measuring and managing the Value of Companies*. (3rd ed.) New York: John Wiley & Sons.
8. Damodaran, A. (2001). Damodaran on Valuation. (2nd ed.) *Damodaran online*. Najdeno 5. avgusta 2007 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
9. Damodaran, A. (2002). Investment Valuation. (2nd ed.) *Damodaran online*. Najdeno 5. avgusta 2007 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/Inv2ed.htm.
10. Damodaran, A. (2005). Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications. New York: Stern School of Business. *Damodaran online*. Najdeno 5. avgusta 2007 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
11. Denis, D., Denis, Di. & Yost, K. (2002). Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value. *Journal of Finance*, 57 (5), 1951 – 1979.
12. De Paula Lico, R. *Dictionary of Financial and Business Terms*.
13. Dubrovski, D. (2004). *Strateške poslovne in kapitalske povezave*. Koper: Fakulteta za management Koper.
14. Errunza, V. & Lemma, S. (1984). International Corporate Diversification, Market Valuation, and Size-Adjusted Evidence. *Journal of Finance*, 39 (3), 727 - 743.
15. Fishman, J. E., Pratt, S.P., Griffith, J.C. & Wilson, D.K. (2002). *Guide to Business Valuation*. (12th ed.) Fort Worth: Practitioners Publishing Company.
16. Graham, R. J., Lemmon, L. M. & Wolf, G. J. (2002). Does Corporate Diversification Destroy Value?. *Journal of Finance*, 57 (2), 695 - 720.
17. Kogut, B. & Kulatilaka, N. (1994). Operating Flexibility, Global Manufacturing, and the Option Value of a Multinational Network. *Management Science*, 40 (1), 123 - 139.

18. *Konsolidirano letno poročilo 2002 Pivovarna Union d.d.* (2003). Ljubljana: Pivovarna Union d.d.
19. Lamont, O. (1997). Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets. *Journal of Finance*, 52 (1), 83 – 109.
20. Lang, L. & Stulz, R. (1994). Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102 (6), 1248 - 1280.
21. *Letno poročilo 2006 Delo d.d.* (2007). Ljubljana: Delo d.d.
22. *Letno poročilo 2005 Pivovarna Laško d.d.* (2006). Laško: Pivovarna Laško d.d.
23. *Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d.* (2007). Laško: Pivovarna Laško d.d.
24. *Letno poročilo 2007 Pivovarna Laško d.d.* (2008). Laško: Pivovarna Laško d.d.
25. *Letno poročilo 2006 Pivovarna Union d.d.* (2007). Ljubljana: Pivovarna Union d.d.
26. *Letno poročilo 2006 Radenska d.d.* (2007). Radenci: Radenska d.d.
27. *Letno poročilo 2006 Vital Mestinje d.o.o.* (2007). Maribor: Vital Mestinje d.o.o.
28. Lewellen, G. W. (1971). The Ownership Income of Management. *Journal of Finance*, 26 (5), 1197 – 1298.
29. Maksimovic, V. & Phillips, G. (2002). Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 57 (2), 721 – 767.
30. Mansi, A. S. & Reeb, M. D. (2002). Corporate Diversification: What Gets Discounted? *Journal of Finance*, 57 (5), 2167 - 2183.
31. Matejčič, K. (2007, 7. september). Večer v roke Dela, ta pa Firme Del. *Finance.si*. Najdeno 15. novembra 2007 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/190316>.
32. Matsusaka, J. G. (2001). Corporate diversification, value maximization, and organizational capabilities. *The Journal of Business*, 74 (3), 409 – 431.
33. Matsusaka, J. G. & Nanda, V. (2002). Internal capital markets and corporate refocusing. *Journal of Financial Intermediation*, 11 (2), 176 - 211.
34. Norčič, O. (1994). *Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli*. Ljubljana: ČZ Uradni list Republike Slovenije.
35. *Odločba AVTP o uspešnosti prevzemne ponudbe za DELO d.d.* (2007). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
36. Pivka, H. M. et al. (2002). *Zakon o gospodarskih družbah s komentarjem*. (2. dopolnjena in spremenjena izdaja) Ljubljana: GV založba.
37. *Pivo Union iz Zagrebačke pivovare*. *Finance.si*. (2002, 27. junij). Najdeno 28. novembra 2007 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/26864>.
38. *Ponudba in prospekt za odkup delnic družbe Radenska d.d.* (2000). Laško: Pivovarna Laško d.d.
39. *Povzetek letnega poročila 2006 Pivovarna Laško* (2007). Laško: Pivovarna Laško d.d.
40. *Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško* (2007). Laško: Pivovarna Laško d.d.
41. *Povzetek revidiranega letnega poročila 2003 Delo*. (2004). Ljubljana: Delo d.d.

42. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
43. Pratt, P. S., Reilly, F. R. & Schweihs, P. R. (2000). *Valuating a Business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. (4th ed.) New York: McGraw-Hill.
44. Pratt, P. S. (2001a). *Business Valuation Discounts and Premiums*. New York: John Wiley & Sons.
45. Pratt, P. S. (2001b). *The Market Approach to Valuing Business*. New York: John Wiley & Sons.
46. *Prezemna ponudba in prospekt za odkup delnic družbe Delo časopisno in založniško podjetje d.d.* (2007). Laško: Pivovarna Laško.
47. Puharič, K. (2001). *Gospodarsko pravo: z osnovami prava*. (7. spremenjena in dopolnjena izdaja) Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.
48. Rajan, R., Servaes, H. & Zingales, L. (2000). The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment. *Journal of Finance*, 55 (1), 35 – 80.
49. Ravenscraft, J. D. & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, Sell-offs & Economic Efficiency*. Washington: The Brookings Institution.
50. Scharfstein, D. (1998). *The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
51. Scharstein, D. & Stein, J. (2000). The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. *Journal of Finance*, 55 (6), 2537 - 2564.
52. Sklepi skupščine Delo d.d. (2007). *Delo*. Najdeno 15. Decembra 2007 na spletnem naslovu http://dd.delo.si/?i=invest_skupscina_2007_sklepi.
53. Slovenski računovodski standardi. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 118/2005, 27. december 2005).
54. Smith, A. (1996). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. (6th ed.) Chichago: Encyclopædia Britannica.
55. Sovdat, P. (2005, 9. september). Mercator: res totalna razprodaja. *Finance.si*. Najdeno 1. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/130645>.
56. *Spletna stran Klirinško depotne družbe*. Najdeno 28. novembra 2007 na spletnem naslovu <http://www.kdd.si/>.
57. *Spletna stran Ljubljanske borze vrednostnih papirjev*. Najdeno 5. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/>.
58. *Spletna stran Pivovarne Laško*. Najdeno 14. novembra 2007 na spletnem naslovu <http://www.pivo-lasko.si/>.
59. *Spletna stran Pivovarne Union*. Najdeno 12. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.pivo-union.si/SI/default.asp?ph=0>.
60. *Spletna stran Radenske*. Najdeno 13. decembra 2007 na spletnem naslovu <http://www.radenska.si/>.
61. *Spletna stran Seonet*. Najdeno 5. septembra 2007 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>.

62. Stein, C. J. (1997). Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. Berkeley. *Journal of Finance*, 52 (1), 111 – 133.
63. Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26 (1), 3 – 26.
64. Šinkovec, J. (1987). *Združevalna razmerja: splošni del*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
65. Šinkovec, J. (1998). *Podjetje v Evropski skupnosti in temelji pravnih poslov v Evropi*. Ljubljana: Primath.
66. Šinkovec, J. (2001). *Kocernsko pravo: povezana podjetja*. Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.
67. Škof, M. (1994). *Vrednotenje podjetij (magistrsko delo)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
68. Villalonga, B. (2004). Does diversification cause the diversification discount? *Financial Management*, 33 (2), 5 – 27.
69. Weston, J. F. & Weaver, C. S. (2001). *Mergers and Acquisition*. New York : McGraw Hill.
70. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). (2006). *Uradni list RS*. (Št. 42/2006, 4. april 2006).
71. Žerdin, A. H. (2008, 24. junij). Konec pivovarske vojne. *Mladina*. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/tehdnik/200507/clanek/slo--nacionalni_interes-ali_h_zerdin/.

PRILOGE

Priloga 1: Premije in diskonti pri vrednotenju holdingov	1
Priloga 2: Pivovarska panoga	4
Priloga 3: Gibanje cene delnice PILR	7
Priloga 4: Lastniška struktura Pivovarne Laško d.d.	8
Priloga 5: Analiza poslovanja	9
Priloga 6: Vrednotenje naložb družbe Pivovarne Laško d.d.	12
Priloga 7: Poslovanje Skupine Union pred in po prevzemu	13
Priloga 8: Vrednotenje naložb družbe Radenska d.d.	14
Priloga 9: Vrednotenje podjetja Delo d.d. z metode primerljivih podjetij	15

Priloga 1: Premije in diskonti pri vrednotenju holdingov

Tabela 1: Avtorji razlagajo premijo pri vrednotenju holdingov

Avtor	Razlog	Obrazložitev
Stein (1977); Matsusaka & Nanada (2002)	notranji trgi kapitala	učinkovitejša alokacija resursov, ki hčerinskim podjetjem omogoča hitrejši pretok kapitala, cenejšo obliko financiranja in boljšo učinkovitost investiranja
Lewellen (1971); Stulz (1990)	zmanjšanje likvidnostnega tveganja	vodi v zmanjšano volatilnost denarnega toka, kar omogoča dodatno zadolževanje, ki z nastankom davčnega ščita pomeni zmanjšano davčno obveznost ter zmanjšuje stroške investiranja
Matsusaka (2001); Maksimovic & Philips (2002); Burch, Nanda & Narayananuse (2001)	upravljaljske ekonomije obsega, večja tržna moč	kot rezultat usklajenega pritiska na cenovne nivoje, ki omogoča izrivanje konkurence in rast tržnega deleža
Berger & Ofek (1995)	večja operativna učinkovitost	manjša verjetnost nerealizacije projektov s pozitivno NPV, večja razpoložljiva sredstva v obliki zadolžitve, nižji davki
Erunza & Senbet (1984)	geografska diverzifikacija	neučinkovitost trgov, ki prinašajo nekonsistentno in veliko stroškovno obremenitev za posameznega investitorja; smiselnost geografske diverzifikacije preko enega od geografsko razpršenih holdingov
Kogut & Kulatilaka (1994)	fleksibilnost	zaradi mednarodno razvite poslovne mreže

Vir: Glej tekst v tabeli.

Tabela 2: Avtorji razlagajo diskont pri vrednotenju holdingov

Avtor	Razlog	Obrazložitev
Berger & Ofek (1995)	prekomerno investiranje in navzkrižne subvencije	poglavje 3.1.2
Lang & Stulz (1994)	Tobin's q	poglavje 3.1.3
Stulz (1990); Scharstein & Stein (2000); Mansi & Reeb (2002)	problem agenta in principala	prevelika nagnjenost managerjev k investiranju z željo po dodatnih zasebnih rentah, do katerih pridejo bodisi z povečanjem moči, bodisi z zmanjšanjem tveganja z diverzifikacijo portfelja podjetja
Mansi & Reeb (2002)	pri holdingih z večjim deležem dolga	vpliv dolga na diverzifikacijski diskont razložila s pomočjo Black Scholsovega opcijskega modela
Villalonga (2004)	pristranskosti	diskont sicer obstaja ampak je plod številnih pristranskosti in pavšalnih predpostavk, ki so jih upoštevali avtorji
Maksimovic & Philips (2002)	korporativni socializem, navzkrižne subvencije, slabša produktivnost	managerjeva odklonilnost do dezinvestiranja, kjer so slabše posloven enote podprte s strani najuspešnejših
Scharfstein (1998)	korporativni socializem	
Lamont (1997); Rajan, Servaes & Zingales (2000)	pre- in podinvestiranje, navzkrižne subvencije, boj za prevlado med enotami	
Lamont (1997)	prisotnost vpliva eksogenih dejavnikov	naftna kriza je leta 1979 vplivala na dezinvestiranje v drugih panogah
Campa & Keida (2002)	prisotnost vpliva endogenih dejavnikov	pristranskost pri izbiri, napaka pri merjenju
Graham, Lemmon & Wolf (2002)	podobnost	podjetja, ki se združujejo v holdinge so že tako podobna holdingom
Ravescraft & Scherer (1987)		združevala so se nadpovprečno donosna podjetja

Vir: Glej tekst v tabeli.

Priloga 2: Pivovarska panoga

(Interna raziskava Medvešek Pušnik borzno posredniška hiša d.d., 2006)

Splošen opis razmer v dejavnosti proizvodnje piva

V Evropi so se v zadnjih desetih letih zgodile velike spremembe v pivovarski panogi. Iz množice srednje velikih in manjših pivovarn so vzniknile ogromne multinacionalne pivovarne, kot sta Heineken in Interbrew, ki sta s strateškimi prevzemi pivovarn postali vodilni evropski pivovarni. Interbrew je s prodajo 110 mio hektolitrov piva na leto največja pivovarna, ali bolje rečeno skupina pivovarn, saj je lastnik tudi tako velikih pivovarn, kot sta nemški Beck's in avstrijsko združenje pijač BBAG. Na domačih trgih je situacija obratna, saj ponavadi dve do tri pivovarne nadzirajo okoli 80 % domačega trga piva.

Pivovarji si zaradi relativno homogenega proizvoda konkurirajo z blagovnimi znamkami piva. Za industrijo je značilna prevlada lokalnih blagovnih znamk piva z visokim tržnim deležem. Blagovna znamka je zlasti pomembna za posameznega končnega porabnika, ali drugače povedano, pivca piva, ki je lahko določeni blagovni znamki zelo zvest. Kadar ima pivovarna ali njena znamka piva veliko takšnih zvestih potrošnikov, je njena pozicija na trgu zelo močna, saj lahko proda veliko piva po visoki ceni, kajti cenovna elastičnost njenega piva je zaradi takih potrošnikov precej nizka. Pivo je namreč eden najbolj cenovno neelastičnih proizvodov sploh. Pivovarne imajo dobro razvite distribucijske poti in tako ovirajo vstop tujih pivovarn na domači trg.

Ena izmed pomembnejših značilnosti je prisotnost sezonske komponente. Tako je povpraševanje veliko večje v poletnem kot v zimskem času (tudi do 25 % večje povpraševanje v poletnem času).

V deželah, ki imajo večjo porabo piva, se pojavlja veliko število pivovarn. Še posebej so v teh deželah pomembne manjše, zasebne pivovarne, ki proizvajajo pivo samo za lastno ali krajevno porabo. Splošno znane in slavne so te t.i. pivnice v Nemčiji, na Češkem in na Irskem. Zasebne manjše pivnice vsaka zase ne bi bile omembe vredne, vendar se v teh državah pojavljajo v takem številu, da predstavljajo skupaj zelo pomemben delež celotne proizvodnje in prodaje piva. S tem predstavljajo tudi pomembno in ostro lokalno konkurenco velikim pivovarnam. Velike pivovarne, še bolj pa manjše zasebne pivnice, so vzrok velike konkurence, ki preprečuje vstop Pivovarni Laško na trge Evropske skupnosti in jo omejuje predvsem na trge na Balkanu in na domači trg. Za Pivovarno Laško postaja vse bolj ostra tudi konkurenca na trgu držav nekdanje Jugoslavije.

V Evropi tako skupna poraba kot skupna proizvodnja piva sicer naraščata, zaznana je približno 2 % letna rast, k rasti pivovarske panoge pa prispevata ruski trg in trgi Vzhodne Evrope, medtem ko v zahodnoevropskih državah že nekaj let poraba piva stagnira oziroma upada.

Poraba piva tako v svetu kot tudi pri nas in na Hrvaškem konstantno upada. Poznavalci razmer napovedujejo, da se bo poraba piva še naprej zmanjševala. Zanimivo je, da poraba piva v razvitem svetu upada, medtem ko v državah v razvoju narašča. Skupna svetovna poraba kot tudi svetovna proizvodnja piva naraščata; zaznana je približno triodstotna letna rast v svetovnem merilu, na evropskih tleh pa približno dvoidstotna rast (k rasti pivovarske panoge v Evropi največ prispevata ruski trg in trgi vzhodne Evrope). Omeniti velja še, da je trg piva okvirno razdeljen na štiri najpomembnejše svetovne regije, in sicer ameriško, evropsko, afriško in azijsko. Zlasti slednja se izrazito hitro razvija.

Slovenski pivovarski trg

Skupna potrošnja piva vseh ponudnikov (domačih in tujih) je v letu 2006 znašala 1.699.000 hl. Glede na leto 2005 se je potrošnja povečala (indeks 105,6). Slovenski trg piva je bil v letu 2004 soočen s prihodom konkurenčnih piv nižjega cenovnega razreda iz uvoza (TBZ Spar, TBZ Tuš), ki se jim je v letu 2005 priključil še Mercator s svojo TBZ, ki jo polni Pivovarna Union. Zanimariti ne smemo niti ostalih piv nižjega cenovnega razreda iz diskontnih prodajaln. V letu 2006 se je povečalo tudi število konkurenčnih piv srednjega in višjega cenovnega razreda iz uvoza, vendar se je hitra rast uvoza iz prejšnjih let, ki je dosegala v letih 2004 in 2005 letno 40 %, v letu 2006 ustavila in je znašala 6 %. Predvsem se je povečal obseg vlaganj s strani tuje konkurence, kjer so najaktivnejši MB, Heineken, Staropramen, Efes, Veltins in Stigl.

Konkurenca na domačem slovenskem trgu je manj kompleksna in tudi bolj poznana, zlasti v zadnjem času. Edinega pravega konkurenta na slovenskem trgu je Pivovarna Laško dolga leta predstavljala Pivovarna Union iz Ljubljane. Njuno tekmovanje za osvojitev tržnega deleža je bilo dolgo in zelo intenzivno. V zadnjem desetletju si je Pivovarna Laško izborila boljši položaj in večji tržni delež v prodaji piva, vendar je Pivovarna Union prevzela iniciativo v proizvodnji brezalkoholnih pijač in vode. Ta dvostranska tekma za slovenski trg je razdelila pivce piva v dva povsem nasprotna in zelo zvesta tabora. Nikjer drugje se ni v Sloveniji pojavila tako jasna delitev potrošnikov na dva dela. Neverjeten in zelo zanimiv je odnos pivcev piva, ki so s svojo porabo naredili takšno razmejitev. Laško je s svojim pivom oskrbovala Štajersko, Koroško, Prekmurje in del Primorja, medtem ko je Union imel svoje zveste kupce na Gorenjskem, Primorskem, Dolenjskem in Ljubljani. Ta bipolarni položaj se je v zadnjem času delno omilil in umiril, tako da lahko najdemo eno in drugo pivo povsod po Sloveniji. Zvestoba blagovni znamki pa je še vedno zelo visoka.

Na slovenskem pivovarskem trgu je prišlo do sicer pričakovanega zmanjšanja tržnega deleža prodaje piva v obeh največjih slovenskih pivovarnah. Pivovarna Laško se je v letu 2005 tržni delež glede na leto 2004 zmanjšal iz 53,7 % na 52,1 %, Pivovarna Union pa iz 37,4 % na 36,1 %. V letu 2006 se je padanje tržnega deleža zaenkrat umirilo. Pivovarna Laško dosega 51,9 % tržni delež, Pivovarna Union (skupaj s svojimi trgovskimi BZ) pa 36,2 %. Na drugi strani

beležimo porast tržnega deleža prodaje piva iz uvoza iz 8,9 % v letu 2004 na 11,8 % v 2005 in 11,9 % v letu 2006 (Povzetek letnega poročila 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007)

Tabela 3: Gibanje tržnega deleža dveh največjih slovenskih pivovarn (v %) med leti 2003 – 2005

v %	2003	2004	2005	2006
Pivovarna Laško	56,2	53,7	52,1	51,9
Pivovarna Union	39,8	37,4	36,1	36,2

Vir: Povzetek letnega poročila 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 27.

Tuji trgi

V letu 2006 je Pivovarna Laško prodala na tujih trgih 202.449 hektolitrov piva, kar predstavlja zmanjšanje prodaje glede na leto 2005 za 15,7 %. Kot prioritete države izvoza Skupine Pivovarna Laško so bile postavljene Hrvaška, Italija ter Bosna in Hercegovina.

a. Hrvaška

Podobno kot v letu 2005 se na Hrvaškem nadaljuje koncentracija distribucijskih poti v kanalu Horeca in koncentracija v kanalu trgovine in s tem pritiski na prodajne pogoje in dodatna vlaganja v marketing v sodelovanju z distributerji. Navedene povezave so vzrok tudi za zahteve po boljših prodajnih pogojih in posledično nižje prihodke.

V marketinškem pogledu, predvsem v medijih, je leto zaznamovalo svetovno prvenstvo v nogometu, ki sta ga z visokimi vložki v medije zaznamovali obe vodilni pivovarni. Jadranska pivovara in Pivovarna Laško sta temu sledili z razpoložljivimi sredstvi. Pri vrednotenju rezultatov je potrebno upoštevati tudi politične napetosti, ki se vsako leto pojavljajo v intervalih in prav tako negativno vplivajo na prodajo blaga slovenskega porekla.

b. BiH, Srbija, Črna Gora, Kosovo, Makedonija

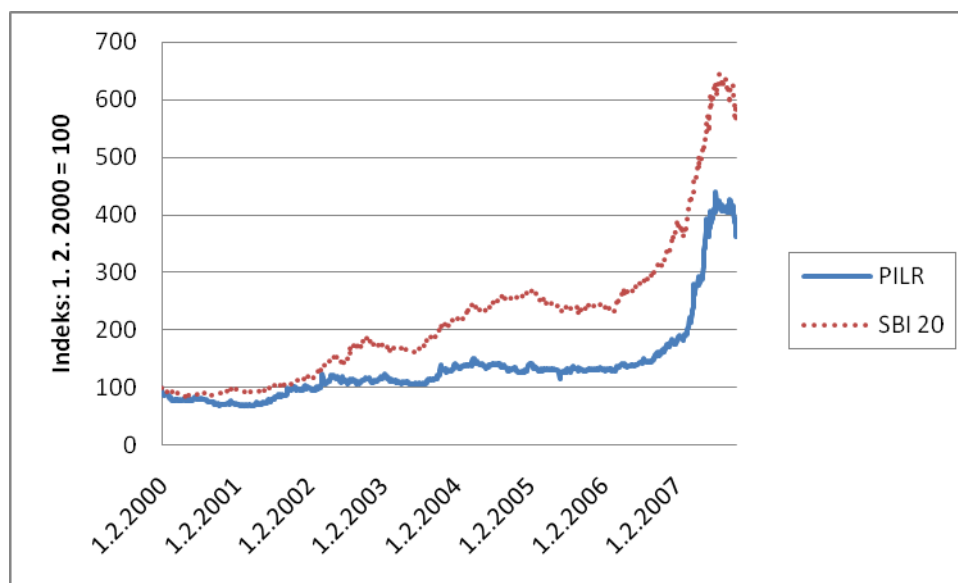
Medtem ko je na trgih Črne gore, Kosova in Makedonije prodaja Laškega piva v letu 2006 porasla, je opazen občuten padec prodaje na trgih BiH in Srbije. Vzroki so naslednji:

- carina 16 % (BiH),
- nadaljevanje izvajanja zaščitnih cen (BiH),
- carina 30 % (Srbija),
- konstantno padanje kupne moči potrošnikov,
- nelikvidnost in finančna nedisciplina večjih kupcev naših uvoznikov, ki v veliki meri denar iz prodaje piva namenjajo za investicije, pivo pa želijo plačevati s kompenzacijami,
- prodajne cene piva domačih pivovarn so bistveno nižje od cen našega piva, tudi če v gostinskih lokalih naši uvozniki in pospeševalci uspejo prepričati gostince, da naše pivo po ceni izenačijo z domačimi pivi, imajo gostinci interes za pospeševanje prodaje domačega piva, ker pri tem zaradi bistveno nižje nabavne cene mnogo več zaslužijo,

- pivovarne v lasti tujih multinacionalk vlagajo izredno visoke zneske v tržno komuniciranje (pivovarne so med najmočnejšimi oglaševalci),
- poleg vlaganja v medije te pivovarne vlagajo ogromna sredstva tudi v samo tržišče v smislu neomejenega razdeljevanja propagandnih materialov, brendiranja prodajnih mest, sponzoriranja prireditev itd.,
- v BiH, Srbiji in Črni gori je še vedno močno prisotna propaganda v smislu: kupujmo domače in pomagajmo domači industriji.

Priloga 3: Gibanje cene delnice PILR

Slika 1: Relativno gibanje cene delnice PILR in SBI 20 od prvega trgovalnega dne 1. 2. 2000 do 28. 11. 2007



Vir: Spletna stran Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, <http://www.ljse.si/>; Lastni preračun.

Priloga 4: Lastniška struktura Pivovarne Laško d.d.

Tabela 4: Največjih 20 lastnikov Pivovarne Laško d.d. na dan 28. 11. 2007

Zaporedna št.	Odstotek lastništva	Število delnic	Naziv lastnika
1	24,43%	2.137.121	INFOND HOLDING, D.D.
2	17,51%	1.531.855	CENTER NALOŽBE, D.D.
3	7,06%	617.488	KAPITALSKA DRUŽBA, D.D.
4	5,72%	499.981	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG
5	4,60%	401.983	NFD 1 DELNIŠKI INVESTICIJSKI SKLAD D.D.
6	2,28%	199.011	DELNIŠKI VZAJEMNI SKLAD TRIGLAV STEBER I
7	1,66%	145.392	PROBANKA D.D.
8	1,37%	120.192	VZAJEMNI SKLAD PROBANKA GLOBALNI NALOŽBENI
9	1,30%	113.870	ELECTA D.O.O. LJUBLJANA
10	1,06%	93.082	INFOND ID, D.D.
11	0,82%	72.096	ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D.D.
12	0,68%	59.657	EAST CAPITAL BALKAN FUND
13	0,67%	58.912	KRONA SENIOR, DELNIŠKA ID, D.D.
14	0,64%	55.697	VZAJEMNI SKLAD PRIMUS
15	0,61%	53.531	ATKA - PRIMA D.O.O.
16	0,59%	51.266	MAKSIMA, DELNIŠKA ID, D.D.
17	0,55%	48.303	HYPO BANK D.D.
18	0,53%	46.007	ROJNIK HELENA
19	0,39%	34.000	EAST CAPITAL EASTERN EUROPEAN FUND
20	0,35%	30.831	ZAVAROVALNICA TRIGLAV-KRITNI SKLAD ŽZ
Število vseh delnic:		8.747.652	

Vir: Spletna stran Klirinško depotne družbe, <http://www.kdd.si/>.

Priloga 5: Analiza poslovanja

Tabela 5: Izkaz poslovnega izida Pivovarne Laško d.d. v letih 2005 in 2006 ter prvi polovici leta 2007

	H1 2007*	2005	2006	Index 06/05	Index 07H1/06H1
Prihodki iz prodaje	56.681.038	78.121.666	83.475.572	106,85%	146,86%
Poslovni prihodki	57.574.046	79.542.351	84.573.936	106,33%	148,56%
Stroški blaga, materiala in storitev	37.920.631	44.515.619	47.960.491	107,74%	167,90%
Stroški dela	4.948.041	10.512.736	10.167.030	96,71%	99,10%
Odpisi vrednosti	4.611.126	9.713.186	9.712.419	99,99%	97,50%
Drugi odhodki	1.321.693	1.222.909	1.346.770	110,13%	179,40%
EBIT	8.795.718	13.297.263	16.060.474	120,78%	146,16%
Finančni prihodki	98.096	1.342.301	1.800.367	134,13%	8,51%
Finančni odhodki	5.178.331	8.209.243	8.757.916	106,68%	145,61%
Dobiček iz rednega delovanja	3.715.483	6.430.320	9.102.963	141,56%	102,82%
Celotni prihodki	57.672.142	80.884.652	86.374.303	106,79%	144,52%
Čisti dobiček	2.878.426	5.240.265	6.093.269	116,28%	96,22%

Legenda: *podatki iz izkaza poslovnega izida za obdobje od 1. 1. 2007 do 30. 6. 2007.

Vir: Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 78 – 79; Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 2 – 3; Lastni preračun.

Zgodovinska analiza poslovanja je zaradi spremembe standardov poročanja nekoliko okrnjena. Računovodski izkazi za leto 2006 so bili pripravljeni v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja, medtem ko so vsi izkazi prejšnjih let pripravljeni na podlagi prejšnjih Slovenskih računovodskih standardov. Ker je bila za leto 2005 opravljena ustrezna prilagoditev, je to edina možna referenca za zgodovinsko primerjavo poslovanja. Malenkost bolj obširna zgodovinska analiza glavnih postavk poslovanja bi bila sicer dobrodošla, vendar se dejanska slika zaradi spremembe standardov poročanja lahko popači in morebiti celo vodi v napačne zaključke.

Pivovarna Laško je prihodke od prodaje v letu 2006 povečala za 6,85 %, medtem ko je rast v prvem polletju 2007 znašala 46,86 % v primerjavi s prvim polletjem leta 2006. Razlog za tako izrazito rast prihodkov v prvem polletju leta 2007 gre iskati v povečanju čistih prihodkov od prodaje blaga in materiala zaradi centralizacije dela prodaje Skupine, ki sedaj poteka preko matične družbe. Družba je v letu 2006 ustvarila za 20,78 % več dobička iz poslovanja, čemur je zaradi zgoraj omenjenih razlogov sledila tudi rast v prvem polletju 2007 in sicer za kar 46,16 %. Čisti dobiček se je v primerjavi z letom 2005 povečal za 16,3 %, na polletni ravni pa je Pivovarna Laško v primerjavi s preteklim polletnim obdobjem zabeležila 3,78 % padec, kot posledica zmanjšanja finančnih prihodkov.

Tabela 6: Povzetek bilance stanja Pivovarne Laško d.d. na dan 31. 12. 2005, 31. 12. 2006 in na dan 30.12.2007

	2005	2006	H1 2007*	Index 06/05	Index Q12007/2006
Stalna sredstva	336.237.251	401.641.729	510.075.409	119,47%	127,00%
Neopredmetena osnovna sredstva	190.170	392.280	384.045	206,33%	97,90%
Opredmetena osnovna sredstva	45.775.847	42.226.448	45.327.315	92,27%	107,34%
Dolgoročne finančne naložbe**	290.271.234	359.023.001	464.364.049	123,70%	129,34%
Gibliva sredstva	111.343.488	22.870.748	33.714.947	20,49%	147,42%
Zaloge	7.058.181	7.156.259	10.428.492	101,42%	145,73%
Poslovne terjatve	9.888.398	11.816.245	20.457.499	115,89%	173,13%
Kratkoročne finančne naložbe	94.039.986	3.757.820	1.113.400	4,00%	29,63%
Dobroimetje pri bankah, čeki, gotovina	356.923	140.423	234.772	39,35%	167,19%
AČR	310.332	0	0		
SREDSVA	447.891.071	424.512.477	543.790.356	94,80%	128,10%
Kapital	175.940.071	191.864.226	227.214.832	109,08%	118,42%
Osnovni kapital	36.503.305	36.503.305	36.503.305	100,00%	100,00%
Rezervacije	1.151.261	0			
Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	269.842.835	232.648.252	316.575.524	85,57%	136,07%
Dolgoročne obv.	96.759.958	102.413.837	176.320.420	104,63%	172,16%
Kratkoročne obv.	173.082.877	130.234.414	140.255.104	74,85%	107,69%
PČR	956.905	0			

Legenda: *Podatki iz bilance stanja na dan 30.6.2007.

**DFN zaradi krčenja bilance vsebujejo vse postavke nastale z uporabo MSRP (Naložbene nepremičnine, Dolgoročne finančne naložbe v odvisna podjetja, Za prodajo razpoložljiva dolgoročna finančna sredstva, Dolgoročna posojila in Dolgoročne terjatve za odloženi davek).

Vir: Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 78 – 79; Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 2 – 3; Lastni preračun.

Skupna bilančna vsota se je v letu 2006 povečala za 19,5 %, v prvi polovici leta 2007 pa še za nadaljnjih 27 %. Na aktivni strani so opazni predvsem premiki povezani s udejstvovanjem Pivovarne Laško na kapitalskih trgih, DFN so se namreč povečale za slabih 24 % v letu 2006 in še nadaljnjih 29 % v prvi polovici leta 2007. Dolgoročne finančne naložbe v prvi polovici leta 2007 predstavljajo več kot 85 % vrednostih vseh sredstev. Na pasivni strani pa sta opazni dve večji spremembi, in sicer 9 % rast kapitala v letu 2006 in nadaljnja 18 % rast v prvi polovici letošnjega leta, kot posledica presežkov iz prevrednotenij, ki se nanašajo na prevrednotenje različnih naložb na pošteno vrednost. Opazno je tudi močno povečanje dolgoročnih obveznosti (36 % rast v prvi polovici leta 2007) kot posledica dodatnega zadolževanja za zagotovitev sredstev med drugim namenjenih različnim operacijam na kapitalskih trgih. Klub temu ostaja stopnja zadolženosti na relativno ugodnih nivojih, kjer lastniško financiranje predstavlja več kot 41 % vseh obveznosti.

Tabela 7: Ključni kazalci poslovanja Pivovarne Laško v letih 2005 in 2006 ter prvi polovici leta 2007

Kazalci donosnosti	2005	2006	H1 2007
Operativna marža (d.iz posl / prih. iz posl.)	16,72%	18,99%	18,22%
Profitna marža (č.d. / prih. iz poslovanja)	6,59%	7,20%	5,78%
ROE (č.d. / povp. kapital)	2,79%	3,31%	2,98%
ROA (č.d. / povp.sredstva)	1,39%	1,40%	1,25%
Kratkoročni koef.likvidnosti	0,64	0,18	0,24
Pospešeni koef.likvidnosti	0,60	0,12	0,17
Lastniška zadolženost	39,28%	45,20%	41,78%
Dolg.pokr.sredstev in zalog z dolg.viri	79,44%	71,99%	77,53%
Obrat sredstev	0,21	0,19	0,24
Dnevi vezave zalog	30,26	31,08	32,79
Dnevi vezave terjatev iz poslovanja	39,07	47,45	61,21

Vir: Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 78 – 79; Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 2 – 3; Lastni preračun.

Tabela 8: Primerjava ključnih kazalcev poslovanja na dan 28. 11. 2007

v %	ROE	ROA	operativna marža	profitna marža
Pivovarna Laško d.d. ⁴⁸	2,63	1,10	18,22	5,78
SABMILLER	12,02	5,9	18,26	9,99
INBEV	11,89	5,67	25,16	11,71
CARLSBERG	10,59	3,12	10,36	4,93
SCOTT & NEWCASTLE	9,47	4,42	10,01	9,04
AEFES TI Equity	17,59	8	15,24	10,37
HEINEKEN HOLDING	26,98	4,88	11,07	4,42
Anheuser-Busch Companies Inc.	53,97	11,93	17,11	12,74
Povprečje	20,36	6,27	15,32	9,03
Mediana	12,02	5,67	15,24	9,99

Vir: Bloomberg; Letno poročilo 2006 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 78 – 79; Povzetek nerevidiranega polletnega poročila za leto 2007 Pivovarna Laško d.d., 2007, str. 2 – 3; Lastni preračun.

V skladu z naravo dejavnosti Pivovarne Laško donosnosti ne dosegajo nivojev primerljivih podjetij. Nekoliko boljša slika se kaže pri primerjavi obeh ključnih marž, kjer operativna celo presega povprečja panoge. Zgodovinsko visoka raven operativnih kazalcev je prikazana tudi v Tabela 7, kar postavlja pivovarno ob bok največjim svetovnim proizvajalcem piva in dokazuje, da osnovna dejavnost Pivovarne Laško ostaja konkurenčna.

⁴⁸ Za izračun večkratnikov sem uporabil nekonsolidirane rezultate matičnega podjetja iz Letnega poročila 2006 in polletnih poročil 2006 in 2007. Posamezni vhodni podatki so bili ustrezno »raztegnjeni« (angl. *trailing*) na celo leto, kar je v tem primeru pomenilo od 30. 6. 2006 do 30. 6. 2007.

Priloga 6: Vrednotenje naložb družbe Pivovarne Laško d.d.

V spodnji tabeli so vrednotene naložbe, ki niso vključene v konsolidirane računovodske izkaze in v katerih (razen v Mercatorju) Pivovarna Laško skupaj s svojimi odvisnimi družbami nima prevladujočega vpliva.

Tabela 9: Vrednotenje naložbenega portfelja Pivovarne Laško na dan 28. 11. 2007

Naziv podjetja	Število delnic Pivovarne Laško d.d.	Cena na dan	Tržna vrednost naložbe v EUR	Lastniški delež
CM Celje d.d.*	1.602	266	426.132	2,49%
Elektro Gorenjska d.d.**	270.648	10	2.706.480	1,56%
Etol d.d.****	540	194	104.760	0,21%
Finetol***	540	240	129.600	0,21%
Kovintrade Celje d.d.*	3.030	71,5	216.645	2,64%
Mercator d.d.****	317.498	315,96	100.316.668	8,43%
Perutnina Ptuj d.d.**	523.242	16	8.371.872	8,86%
Probanka d.d.**	213.115	43	9.163.945	8,42%
Skupna d.d.*	142	214	30.388	0,44%
Zdravilišče Laško d.d.*	1.003	7,7	7.723	0,07%
SKUPAJ	121.474.213 EUR			
Vrednost naložb brez Mercatorja	21.157.545 EUR			
Število delnic Pivovarne Laško	8.747.652			
Vrednost naložb na delnico	13,89 EUR			

Legenda: *Upoštevana knjigovodska vrednost kapitala v bilanci na dan 31. 12. 2006.

**Upoštevana vrednost delnice na sivem trgu, glede na zadnje znane podatke pridobljene iz borzne hiše Medvešek Pušnik.

***Upoštevana čista vrednost sredstev glede na tržno vrednost naložb in knjigovodsko vrednost dolga.

****Tržne vrednosti na Ljubljanski borzi dne 28. 11. 2007.

Vir: Spletna stran KDD, <http://www.kdd.si/>; Spletna stran Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, <http://www.ljse.si/>; Interni viri Medvešek Pušnik borzno posredniške hiše d.d.; Lastni preračun.

Vrednost naložb v katerih Pivovarna Laško nima prevladujočega vpliva znaša 121 mio EUR, večina finančnega portfelja pa predstavlja naložba v Mercator, ki je na dan 28. 11. 2007 vredna dobrih 100 mio EUR. Ob upoštevanju števila vseh izdanih delnic PILR znaša vrednost naložb 13,9 EUR na delnico.

Priloga 7: Poslovanje Skupine Union pred in po prevzemu

Tabela 10: Povzetek poslovanja Pivovarne Union v obdobjih prevzema v letu 2001 in 2006 v SIT

	2001*	2006**
Cena delnice v SIT	91.000	126.770
EBITDA marža	0,17	0,17
operativna marža	0,08	0,07
profitna marža	0,03	0,04
Operativni donos na kapital	0,15	0,08
Operativni donos na sredstva	0,08	0,06
ROE	0,06	0,05
ROA	0,03	0,04
Stopnja lastniškosti financiranja	51,02%	69,97%
P/E	33,59	36,69
P/B	2,10	1,86
P/S	1,16	1,59
P/EBIT	14,15	22,22
P/EBITDA	6,76	9,20
EV/EBIT	19,34	31,98
EV/EBITDA	9,24	13,24
Število delnic	451.114	451.114
prihodki iz poslovanja	35.399.396.000	36.039.531.000
EBIT	2.900.771.000	2.573.150.000
Amortizacija	3.168.234.000	3.643.244.000
EBITDA	6.069.005.000	6.216.394.000
čisti poslovni izid večinskega lastnika	1.222.049.000	1.558.869.000
Kapital večinskega lastnika	19.518.251.000	30.765.827.000
Sredstva	38.258.205.000	43.968.091.000
MCAP	41.051.374.000	57.187.523.290
Dolg	15.454.527.000	24.714.252.000
Denar	408.752.000	250.771.000
Manjšinski kapital	1.561.224.000	634.711.000
EV	56.097.149.000	82.285.715.290

Legenda: *Prvi prevzem po končni prevzemni ceni 91.000 SIT s strani Pivovarne Laško.

**Cena dobljena s pomočjo metode primerljivih podjetij.

Vir: Letno poročilo 2006 Pivovarna Union d.d., 2007, str. 97 – 98; Konsolidirano letno poročilo 2002 Pivovarna Union d.d., 2003, str. 108 – 109.

Gre za ilustrativni prikaz ključnih kazalcev poslovanja brez prave analitične vrednosti, saj so se poleg sprememb v skupini v vmesnem obdobju spremenili tudi računovodski standardi, kar še dodatno oteži primerjavo med obdobju.

Priloga 8: Vrednotenje naložb družbe Radenska d.d.

Tabela 11: Vrednotenje naložbenega portfelja Radenske d.d. na dan 28. 11. 2007

Naziv podjetja	Število delnic Radenske d.d.	Cena na dan	Tržna vrednost naložbe v EUR	Lastniški delež
Delo*	127.928	135,50 EUR	17.334.244	19,17%
Mercator ⁴⁹ **	96.952	315,96 EUR	30.632.954	2,57%
NFD Holding**	1.108.647	9,24 EUR	10.243.898	3,34%
Perutnina Ptuj***	445.555	16,00 EUR	7.128.880	7,55%
Radenska****	13.194	20,00 EUR	263.880	0,26%
Zlata moneta 2**	1.065.181	3,01 EUR	3.206.195	12,94%
Zvon dva holding**	2.140.262	3,71 EUR	7.940.372	15,16%
Zvon ena id**	265.416	20,10 EUR	5.334.862	11,65%
Zavarovalnica Triglav***	91.736	450,00 EUR	41.281.200	1,61%
SKUPAJ			123.366.485 EUR	
Vrednost naložb brez Dela			106.032.241 EUR	
Število delnic Radenske			5.061.856	
Vrednost naložb na delnico			20,95 EUR	

Legenda: *135 EUR je bila cena, ki jo je Pivovarna Laško ponudila v prevzemu časopisne hiše Delo d.d. (PREVZEMNA PONUDBA IN PROSPEKT ZA ODKUP DELNIC DRUŽBE DELO časopisno in založniško podjetje d.d., 2006).

** Tržne vrednosti na Ljubljanski borzi dne 28. 11. 2007.

***Upoštevana vrednost delnice na sivem trgu, glede na zadnje znane podatke pridobljene iz borzne hiše Medvešek Pušnik.

****Cena lastnih delnic je v tem izračunu določena na podlagi vrednotenja v diplomskem delu.

Vir: Spletna stran KDD, <http://www.kdd.si/>; Spletna stran Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, <http://www.ljse.si/>; Interni viri Medvešek Pušnik borzno posredniške hiše d.d.; Lastni preračun.

Radenska je v skladu s celotno preobrazbo holdinga Pivovarna Laško postala aktivna tudi na naložbenem področju. Vrednost njenega naložbenega portfelja presega 120 mio EUR. Vrednost naložbenega portfelja brez upoštevanja naložbe v Delo znaša 106 mio EUR ali 21 EUR na delnico. Pivovarna Laško je skupaj z družbama Radenska d.d. in Talis d.o.o. aprila uspešno izvedla prevzem podjetja Delo d.d. in kasneje izključila vse manjšinske delničarje ter tako postala 100 % lastnica tega podjetja. Ker je delo v 100 % lasti Skupine Pivovarna Laško, lastništvo pa naj bi kmalu v celoti prešlo v roke podjetja Firma Del d.o.o. (bivši Talis d.o.o.) (Matejčič, 2007), ki je v 100 % lasti Pivovarne Laško, bom iz vrednotenja tega naložbenega portfelja izključil 19 % lastniški delež in kasneje upošteval celotno vrednost Dela na ravni Skupine. Kljub temu, da Radenska ni v 100 % lasti Pivovarne Laško, je očitno, da je Radenska v tem primeru zgolj parkirišče za omenjene delnice.⁵⁰

⁴⁹ Radenska je dne 12. 2. 2007 pridobila 96.952 delnic Mercatorja, ki so vključene v zgornji izračun vrednosti portfelja. Glede na to, da mi ni poznan način financiranja zgornjega nakupa, je končna ocena vrednosti Radenske delno popačena. V primeru, da bi bil nakup teh delnic financiran z dodatnim finančnim dolgom, ki v bilancah za leto 2006 še ni zaveden, bi to lahko zmanjšalo končno vrednost Radenske d.d. Morebitno povečanje finančnega dolga v izračunu končne vrednosti nisem upošteval.

⁵⁰ Dejstvo o parkirišču velja tudi za nekatere druge naložbe odvisnih družb v Skupini, vendar jih bom zaradi poenostavitve pripisal trenutnim lastnikom.

Priloga 9: Vrednotenje podjetja Delo d.d. z metode primerljivih podjetij

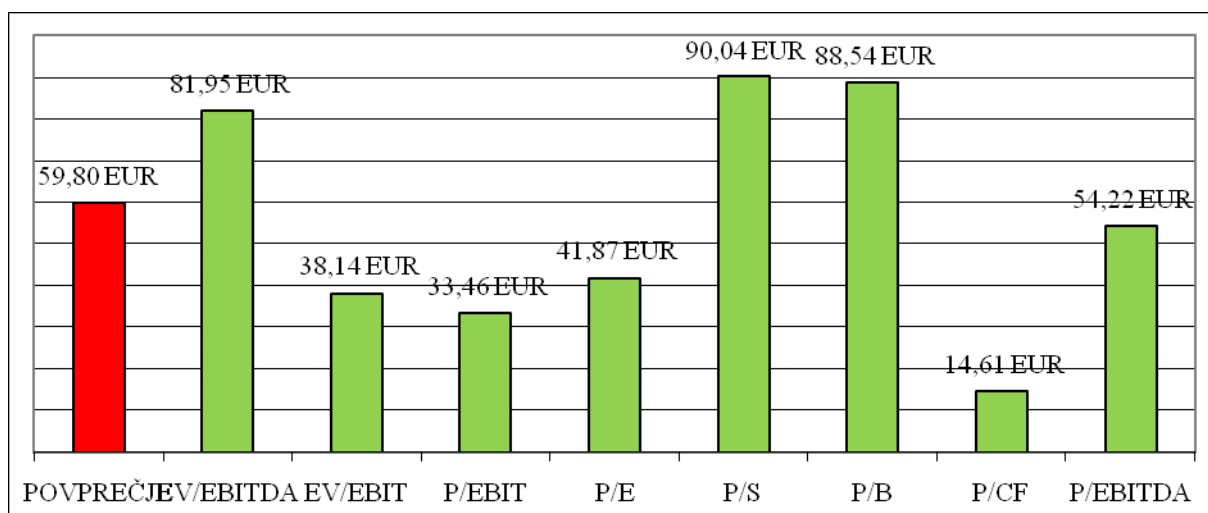
Tabela 12: Primerjalna analiza večkratnikov vrednotenja podjetja Delo d.d. in tujih primerljivih podjetij na dan 28. 11. 2007

Primerljiva podjetja	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/EBIT	P/E	P/S*	P/B*	P/CF	P/EBITDA
Delo d.d. ⁵¹	17,10	37,97	35,07	45,33	1,60	3,89	23,60	15,80
New York Times	7,33	11,82	7,30	12,72	0,72	2,42	2,56	4,53
Washington Post	11,33	17,29	17,15	27,2	1,86	-	2,31	11,24
Gannet	6,72	7,75	4,55	7,8	1,1	3,72	0,95	3,98
RCS MediaGroup	12,65	17,39	9,29	8,71	0,87	2,54	1,87	6,75
Daily Mail & General Trust	13,2	23,13	11,33	19,71	0,94	1,51	3,07	6,39
Independent News & Media	11,04	12,33	4,95	14,04	1,02	3,71	8,45	4,54
Tamedia	10,68	13,22	14,12	15,23	2,07		2,98	10,75
Gruppo Editoriale L'Espresso	7,94	9,91	8,03	13,97	1,23		2,53	6,25
Povprečje	10,11	14,11	9,59	14,92	1,23	2,78	3,09	6,80
Mediana	10,86	12,78	8,66	14,01	1,06	2,54	2,55	6,32
Cena delnice v EUR	81,95	38,14	33,46	41,87	90,04	88,54	14,61	54,22
Ponder	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,10	0,00	0,15

Legenda: *zavoljo konsistentnosti pri vrednotenju sem mnogokratnikoma zmanjšal uteži.

Vir: Letno poročilo 2006 Delo d.d., 2007, str. 51 – 52.

Slika 2: Ocenjena vrednost Dela d.d. na podlagi metode primerljivih podjetij ob upoštevanju rezultatov za leto 2006 na dan 28.11.2007



⁵¹ Za izračun večkratnikov sem uporabil prevzemno ceno 135,5 EUR in rezultate podjetja Delo d.d. iz Letnega poročila 2006 in polletnih poročil 2006 in 2007. Posamezni vhodni podatki so bili ustrezno »raztegnjeni« (eng. trailing) na celo leto, kar je v tem primeru pomenilo od 30. 6. 2006 do 30. 6. 2007.

Na podlagi metode primerljivih podjetij je ocenjena vrednost delnice podjetja Delo d.d. 60 EUR, kar pri 667.464 izdanih delnicah pomeni 40 mio EUR tržne kapitalizacije.