

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE ZAPRTIH GOSPODARSKIH DRUŽB

Ljubljana, junij 2010

JERNEJA PFAJFAR

IZJAVA

Študent/ka JERNEJA PFAJFAR izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Igorja LONČARKEGA in dovolim objavo diplomskega dela na spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 VREDNOTENJE PODJETIJ	1
1.1 Kaj je vrednotenje?	1
1.2 Ključni elementi ocenjevanja vrednosti	3
1.3 Standardi vrednosti	6
2 ANALIZA PODJETJA IN NJEGOVEGA OKOLJA	7
2.1 Analiza podjetja	7
2.2 Analiza širšega in ožjega okolja podjetja	8
3 NAČINI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI	9
3.1 Na donosu zasnovan način (angl. <i>income approach</i>)	11
3.1.1 Metoda diskontiranih prihodnjih donosov	18
3.1.2 Metoda uglavničenja (kapitalizacije) donosa	19
3.1.3 Dvostopenjski model	21
3.2 Način tržnih primerjav (angl. <i>market approach</i>)	23
3.2.1 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi	23
3.2.2 Metoda kupoprodaj primerljivih podjetij	25
3.3 Na sredstvih zasnovan način (angl. <i>asset-based approach</i>)	26
3.3.1 Metoda čiste vrednosti sredstev	26
3.3.2 Metoda presežnih donosov	27
4 PRIBITKI, ODBITKI IN KONČNA VREDNOST	27
4.1 Pribitki in odbitki	27
4.2 Določitev končne vrednosti	30
5 VREDNOTENJE ČLOVEŠKEGA KAPITALA	33
6 OCENA VREDNOSTI PODJETJA PROJEKT M D. O. O.	34
6.1 Ključni elementi ocenjevanja vrednosti	34
6.2 Osnovni podatki o podjetju, ki je predmet ocenjevanja vrednosti	34
6.2.1 Poslanstvo in strategija ocenjevanega podjetja	35
6.3 Analiza podjetja in njegovega okolja	35
6.3.1 Makroekonomske razmere in napoved v prihodnje	35
6.3.2 Analiza panoge	37
6.3.3 Finančna analiza	38
6.4 Vrednost podjetja in njegova cena	41
6.4.1 Napoved čistega denarnega toka in preostale vrednosti	41
6.4.2 Ocena stroška kapitala	42
6.4.3 Ocena vrednosti	42
SKLEP	43
LITERATURA IN VIRI	45

KAZALO TABEL

Tabela 1: Pregled glavnih makroekonomskih kazalnikov za Slovenijo v obdobju 2005-2011	37
--	-----------

KAZALO SLIK

Slika 1: Celotni in lastniški kapital	10
--	-----------

UVOD

Vrednotenje podjetij se je v Sloveniji začelo razvijati s procesom privatizacije, v zadnjih letih pa je pomembno vlogo odigralo predvsem pri različnih družitvah in delitvah podjetij ter odkupih in prodajah podjetij. Kljub temu, da so se z razvojem ocenjevalske stroke uveljavila tudi standardna strokovna pravila ter vzpostavile širše baze podatkov, vrednotenje nejavnih gospodarskih družb zaradi specifičnosti takšnih podjetij in pomanjkanja kakovostnih podatkov še vedno ostaja zahtevna naloga.

Namen ocenjevanja vrednosti je, s pomočjo teoretične podlage oceniti vrednost lastniško zaprtega podjetja Projekt M d.o.o. na dan 31.12.2008, z namenom pomagati lastniku družbe pri njegovih nadaljnjih investicijskih odločitvah. Lastnik podjetja, gospod Novak, bo s pomočjo ocene vrednosti presodil, ali podjetje, v katerem je prisoten že od njegove ustanovitve, v celoti prodati ali pa morda le odstopiti del podjetja zaposlenemu kot nagrado in motivacijo za nadaljnje uspešno delo.

Diplomsko delo je razdeljeno na šest poglavij. V prvem poglavju predstavim postopek ocenjevanja vrednosti ter ključne elemente ocenjevanja vrednosti, največji poudarek je na predstavitvi podlage vrednosti, ki je eden najpomembnejših elementov ocenjevanja. Ocenjevanje vrednosti se začne z analizo preteklega poslovanja podjetja in njegovega okolja, ki je predstavljena v drugem poglavju, v tretjem poglavju sledi predstavitev vseh treh metod ocenjevanja vrednosti ter načinov v okviru posamezne metode. Četrto poglavje je namenjeno obravnavi pribitkov in odbitkov, s katerimi prilagodimo vrednost za specifične dejavnike podjetja. Peto poglavje je namenjeno vrednotenju človeškega kapitala, ki je pomemben dejavnik ocene vrednosti, vendar pa njegovo vrednotenje v ocenjevalski stroki še ni povsem sprejeto.

Zadnje, šesto poglavje, je v celoti namenjeno praktičnemu primeru. Po opredelitvi in opisu predmeta ocenjevanja ter drugih ključnih elementov ocenjevanja sledi analiza podjetja in njegovega okolja, ki je podlaga za oceno oziroma napoved prihodnjih denarnih tokov ter oceno tehtanega stroška kapitala, s katero pretvorimo prihodnje denarne tokove na datum ocenjevanja vrednosti. Z oceno vrednosti želimo dobiti vrednost 100% lastniškega kapitala na obvladujoči in netržljivi osnovi, zato je na koncu potrebno razmisliti še o uporabi pribitkov in odbitkov, še posebno o odbitku zaradi pomanjkanja tržljivosti.

1 VREDNOTENJE PODJETIJ

1.1 Kaj je vrednotenje?

Vsak, ki se sooča z investicijskimi odločitvami, pa naj bo to iskanje primerne cene za prevzem podjetja, nakup delnic ali nepremičnine, želi vedeti, koliko je neko sredstvo vredno in kaj določa njegovo vrednost. Osnovno načelo vrednotenja je, da lahko ocenimo razumno

vrednost prav za vsa sredstva. Kljub temu, da nekatera sredstva lažje ocenimo kot druga in da pri tem lahko uporabimo tudi različne načine vrednotenja, osnovna pravila vrednotenja ostajajo enaka (Damodaran, b.l., str. 1).

Lastniki in poslovodstvo za doseg temeljnega cilja podjetja – dolgoročno rast ob doseganju največje tržne vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala – vsakodnevno sprejemajo poslovne odločitve, ki neposredno ali posredno vplivajo na vrednost podjetja, njegovih sredstev in dolgov. Lastniki in preko njih uprava podjetij se zato večkrat soočajo s potrebo po ugotavljanju resnične vrednosti podjetja, posameznega obrata ali opreme, saj bi radi vedeli, koliko denarja lahko pričakujejo ob prodaji ali zamenjavi teh nedenarnih sredstev. Deloma bi odgovor lahko poiskali v računovodskih izkazih podjetja, vendar nam le-ti ne dajo popolnega odgovora, saj se knjigovodske vrednosti lahko bistveno razlikujejo od vrednosti, ki v danem trenutku prevladujejo na trgu (Koletnik, 2006, str. 4).

Ocenjevanje vrednosti podjetja je proces oziroma aktivnost, s katero pridemo do ocene vrednosti deleža v lastniškem kapitalu podjetja na določen dan, ki smo ga opredelili kot datum ocenjevanja vrednosti. Za razliko od ocenjevanja vrednosti stvari, kjer se vprašamo, kaj ocenjujemo, se pri ocenjevanju vrednosti podjetja vedno vprašamo, za koga ocenjujemo. Obstajajo namreč pomembne razlike v postopkih in rezultatih ocenjevanja vrednosti, če ocenjujemo vrednost deleža manjšinskega ali obvladujočega delničarja/družbenika v lastniškem kapitalu podjetja (Lušnic & Praznik, 2009, str. 1).

V diplomskem delu bo poudarek na ocenjevanju zaprtih oziroma nejavnih gospodarskih družb. To so lahko majhna družinska podjetja ali pa tudi večja podjetja, ki z lahkoto konkurirajo večjim javnim družbam. Postopek ocenjevanja vrednosti nejavnih družb, ki bo predstavljen v nadaljevanju, se bistveno ne razlikuje od postopka pri ocenjevanju javnih družb; razlike se pojavijo predvsem pri pridobivanju in izračunavanju vhodnih podatkov o ocenjevanem podjetju ter uporabi pribitkov in odbitkov za tržljivost in obladovanje. Zaradi milejše zakonodaje, ki velja za nejavne družbe, so podatki takšnih družb zelo omejeni in le redko tudi javno dostopni. Poleg spletnih strani podjetij in javne objave letnih poročil le s težavo pridobimo tudi druge informacije o nejavnih družbah.

Kljub temu, da imajo javna in nejavna podjetja veliko skupnih lastnosti, pa Damodaran (2002, str. 1) navaja štiri bistvene razlike, zaradi katerih se vrednotenje takšnih podjetij lahko razlikuje. Prvič, javna podjetja se morajo strogo držati računovodskih standardov, medtem ko so le-ti za nejavne družbe nekoliko ohlapnejši, rezultat tega pa so lahko razlike v vrednotenju posameznih postavk računovodskih izkazov. Drugič, za nejavne družbe je javno dostopnih zelo malo podatkov. Slovenska zakonodaja za majhna podjetja predpisuje le javno objavo temeljnih računovodskih izkazov, ne pa tudi poslovnega poročila, iz katerega je razviden pričakovan razvoj poslovanja ter opis bistvenih tveganj in negotovosti, ki jim je družba izpostavljena. Tretjič, za podjetja, ki poslujejo na organiziranem trgu, se podatki o vrednosti delnice nenehno posodablajo in so lahko dostopni, za nejavne družbe pa takšnih podatkov ne moremo pridobiti. Posledično to pomeni, da je tudi prodaja deleža v nejavni družbi težja in

dražja. Četrto, v javnih družbah lastniki, ki so največkrat hkrati tudi lastniki drugih družb, izberejo poslovodstvo, v nejavnih družbah pa so lastniki tesno povezani s podjetjem in ponavadi tudi večinski lastniki podjetja. Zaradi tega je v nejavnih družbah pri ocenjevanju težko ločiti poslovno nepotrebne stroške in stroške, ki so potrebni za opravljanje in poslovanje podjetja. Vse te razlike vplivajo na izračun diskontnih stopenj, opredelitev denarnega toka in pričakovano stopnjo rasti.

1.2 Ključni elementi ocenjevanja vrednosti

V nadaljevanju so predstavljeni ključni elementi vsakega ocenjevanja vrednosti, in sicer: predmet in namen ocenjevanja vrednosti, datum ocenjevanja ter datum poročila o oceni vrednosti, podlaga vrednosti ter cena izvedbe ocenjevanja vrednosti.

Pred samim postopkom ocenjevanja vrednosti moramo najprej opredeliti **predmet ocenjevanja vrednosti**. To pomeni, da jasno in nedvoumno opredelimo naziv in sedež podjetja, katerega vrednost ocenjujemo, njegovo organizacijsko obliko in sestavo celotnega kapitala. Natančno opišemo tudi lastniški delež, iz katerega so razvidne njegova obvladljivost, tržljivost in druge značilnosti.

Pomembno je, da pri ocenjevanju vrednosti razkrijemo, za kakšen **namen** je pripravljena posamezna ocena vrednosti, saj se le-ta sme uporabiti zgolj v namen, opredeljen v poročilu. Ocenjevanje vrednosti se uporablja za različne namene, med katerimi so najpogostejši (Lušnic & Praznik, 2009, str. 29):

- ocena deleža v lastniškem kapitalu, ki bi ga nekdo investiral kot stvarni vložek v lastniški kapital drugega podjetja;
- ocena lastniškega kapitala dveh ali več podjetij, na osnovi katerega se določi menjalno razmerje, po katerem bi delnice/deleže enega podjetja zamenjali za delnice/deleže drugega podjetja;
- ocena pravične denarne odpravnine za manjšinske delničarje v primeru iztisnitve (angl. *squeeze out*);
- ocena lastniškega deleža družbenika, ki izstopa iz družbe;
- ocena lastniškega kapitala družbe, ki jo nameravajo prodati ali kupiti;
- ocena lastniškega kapitala za potrebe računovodskega poročanja;
- ocena lastniškega kapitala pri likvidacijskih ali stečajnih postopkih;
- ocena lastniškega kapitala pri notranjih poslovodskih odkupih (angl. *management buyout* - *MBO*).

V namenu ocenjevanja vrednosti je določeno, katero **podlago vrednosti**, ki je vsebinsko eden pomembnejših elementov posameznega ocenjevanja vrednosti, bomo uporabili. Za razumevanje njene vsebine je potrebno razumeti, kako je zasnovan koncept vrednosti. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (2007, str. 42; v nadaljevanju MSOV) določajo, da se zasnova vrednosti nanaša na ceno, za katero bi se najverjetneje pogodili kupci in

prodajalci proizvodov ali storitev, ki so na voljo za nakup. Vrednost ni dejansko uresničena cena, je le hipotetična ali namišljena cena oziroma ocena najverjetnejše cene, plačane za proizvod ali storitev, ki je na voljo za nakup ob določenem času. Podlaga vrednosti tako opisuje le naravo hipotetične transakcije, na primer, ali se le-ta izvaja na javnem trgu ali ne, in kaj vpliva na motivacijo in ravnanje strank. Podlaga ne opisuje stanja blaga ali storitev, ki so predmet transakcije, zato jo morajo običajno spremljati dodatne predpostavke, s katerimi lahko ustrezno opredelimo sprejeto hipotezo ocenjevanja vrednosti. Pomembno je, da dodatne predpostavke jasno opredelimo in jih razumemo, saj lahko pripeljejo do različnih vrednosti za isto sredstvo.

MSOV (2007, str. 43) razdelijo podlage vrednosti v dve skupini. Skupino podlag, ki so tržna vrednost, obravnava Standard 1, skupino podlag, ki niso tržna vrednost, pa Standard 2. Ocenjevanje vrednosti premoženja na tržnih podlagah predvideva delovanje trga, na katerem potekajo transakcije brez omejevanja netržnih sil. Takšna vrednost temelji na trgu, zato morajo vsi vložki izhajati iz tržnih podatkov, potrebno pa je določiti tudi najgospodarnejšo (angl. *highest and best use*) ali najverjetnejšo uporabo premoženjskega sredstva.

Najgospodarnejša uporaba je najverjetnejša uporaba premoženja, ki je fizično možna, ustrezno utemeljena, zakonsko dopustna, finančno izvedljiva, in katere posledica je najvišja vrednost premoženja, katerega vrednost se ocenjuje (MSOV, 2007, str. 47).

»Tržna vrednost je ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala premoženje na datum ocenjevanja vrednosti v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri kateri sta stranki delovali seznanjeno, previdno in brez prisile (MSOV, 2007, str. 45).«

Tržna vrednost je v praksi najbolj uporabljena oziroma najustreznejša podlaga vrednosti, vendar pa so lahko v določenih okoliščinah ustrežnejše tudi druge, alternativne podlage ocenjevanja vrednosti. Pomembno je, da tako ocenjevalec vrednosti kot tudi uporabniki ocenjevanj vrednosti jasno razumejo razliko med tržno vrednostjo in drugimi podlagami ocenjevanja vrednosti ter morebitne učinke, ki jih imajo lahko razlike med podlagami na uporabnost ocenjevanja vrednosti. V primeru, da ocenjujemo vrednost na netržnih podlagah, upoštevamo alternativno ekonomsko uporabo ali funkcijo sredstva oziroma predvidevamo, da vrednost sredstva temelji na nenavadni ali neobičajni motivaciji strank v transakciji, lahko pa jo določa tudi zakon (MSOV, 2007, str. 52).

Najpogosteje uporabljene podlage, ki niso tržna vrednost, so (MSOV, str. 52):

- **vrednost za naložbenika** – vrednost premoženja za naložbenika ali skupino naložbenikov s prepoznavnimi naložbenimi ali poslovnimi cilji;
- **poštena vrednost** – znesek, za katerega naj bi seznanjeni in voljni stranki zamenjali sredstvo v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama;
- **posebna vrednost** – znesek nad tržno vrednostjo, ki izraža posebne lastnosti sredstva, ki predstavljajo vrednost le za posebnega kupca;

- **sinergijska vrednost** – dodatna sestavina vrednosti, ki jo ustvari kombinacija dveh ali več interesov, pri katerih je vrednost kombiniranih interesov višja od vsote prvotnih interesov.

Vrednost za naložbenika izraža koristi, ki jih ima neko podjetje na podlagi lastništva sredstva in je zato specifična za to podjetje. Vrednost izraža koristi, pridobljene na podlagi posedovanja nekega sredstva.

Poštena, posebna in sinergijska vrednost predstavljajo ceno, za katero bi se sporazumeli specifični stranki pri menjavi sredstva. Čeprav se stranki pogajata kot neodvisni in nepovezani, pa ni nujno, da je sredstvo izpostavljeno širšemu trgu, tako da lahko dosežena cena izraža specifične prednosti lastništva vpletenih strank in ne razmer na prostem trgu. **Posebna vrednost** tako nastane, če ima sredstvo lastnosti (na primer posebne geografske, fizične, pravne, ekonomske značilnosti), zaradi katerih je bolj atraktivno za določenega kupca kot za splošno skupino kupcev na trgu. Za **sinergijsko vrednost** je značilno, da izhaja iz dveh ali več sredstev, ki skupaj ustvarjajo novo sredstvo, ki ima višjo vrednost kot vsota posameznih sredstev. Običajna uporaba **poštene vrednosti** je pri ocenjevanju cene, ki je poštena za lastniški delež v podjetju, kjer določene sinergije med specifičnima strankama lahko pomenijo, da je cena, ki je poštena za njiju, različna od cene, ki bi bila lahko dosežena na širšem trgu (MSOV, 2007, str. 54).

Eden ključnih elementov ocenjevanja vrednosti je tudi **datum ocenjevanja vrednosti**, saj v postopku ocenjevanja vrednosti pridobljena vrednost podjetja velja izključno za datum, ki smo ga opredelili kot datum ocenjevanja vrednosti. **Datum poročila o oceni vrednosti** pa je datum, na katerega je bilo dokončano poročilo o ocenjevanju vrednosti in se praviloma razlikuje od datuma ocenjevanja vrednosti. Pomemben element je tudi **cena**, pri opredelitvi katere moramo strogo upoštevati etična načela ocenjevanja vrednosti. V primeru, da pri ocenjevanju sodeluje neodvisni ocenjevalec vrednosti, je ceno potrebno določiti kot fiksno ceno, ceno urne postavke ali kombinacijo obojega, nikakor pa ne kot odstotek od dobljene vrednosti ipd.. Neodvisni svetovalec namreč deluje v nikogaršnjem interesu in strogo upošteva standarde ocenjevanja vrednosti, cena njegovega dela pa ni odvisna od rezultata. Če ima pri postopku vrednotenja ocenjevalec tudi vlogo svetovalca, ki ponavadi deluje v interesu naročnika, je posledično njegovo plačilo odvisno tudi od rezultata ocene vrednotenja.

Pri ocenjevanju je pomembno predpostaviti, da se vsako podjetje pri ocenjevanju obravnava kot **delujoče podjetje** (angl. *going concern*), kar pomeni, da ocenjevalci vrednosti upoštevajo, da bo obravnavano podjetje nadaljevalo svoje poslovanje v neskončnost in nima niti namena niti potrebe po likvidaciji ali znatnem zmanjšanju obsega poslovanja (MSOV, 2007, str. 136).

1.3 Standardi vrednosti

Damodaran (b.l., str. 1) navaja dva pogleda na proces vrednotenja. Prvi vidik pravi, da je vrednotenje znanost, kjer ni prostora za človeške napake in čustva, drugi pa, da pri procesu vrednotenja ocenjevalec lahko dobi takšno vrednost, kakršno si sam želi. Resnica je nekje vmes; zagotovo je vrednotenje pogojeno z vrsto subjektivnih presoj, od katerih je odvisen tudi končni rezultat. Prav zato so se v teoriji in praksi vrednotenja uveljavila standardna strokovna pravila, ki ocenjevalcem pomagajo pri izbiri ustreznih načinov, metod in tehnik izvajanja ocenjevanja ter jim dajejo napotke, kako ravnati v določenih situacijah. Standardi ocenjevanja vrednosti podjetja temeljijo na najboljši praksi ocenjevanja vrednosti in so zasnovani na splošno sprejetih načelih ocenjevanja vrednosti (Lušnic & Praznik, 2009, str. 3).

V Sloveniji predstavljajo strokovne temelje ocenjevanja vrednosti standardi, opredeljeni v Hierarhiji standardov ocenjevanja vrednosti (Uradni list RS št. 47/04; v nadaljevanju Hierarhija), ki je v veljavi od 8.5.2004. Hierarhija je zasnovana tako, da opredeljuje tri temeljne ravni standardov, s katerimi so določene prioritete standardov. V primeru nasprotij med standardom na prvi in standardom na drugi ravni, se uporabi standard na prvi stopnji, v primeru nasprotja med standardi iste temeljne ravni pa se uporabijo višje razvrščeni standardi (Lušnic & Praznik, 2009, str. 3).

Standardi na **prvi temeljni ravni** obsegajo zakonodajo, ki se nanaša na področje ocenjevanja vrednosti, in sicer:

- a) Zakon o revidiranju;
- b) avtentično razlago določb Zakona o revidiranju;
- c) predpise državnih organov, ki urejajo ocenjevanje vrednosti;
- d) Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti;
- e) Slovenske poslovnofinančni standarde za ocenjevanje vrednosti in Slovenski kodeks poklicne etike ocenjevalca vrednosti;
- f) Standarde ocenjevanja vrednosti podjetij, nepremičnin ter strojev in opreme, ki jih sprejema strokovni svet Slovenskega inštituta za revizijo (v nadaljevanju Inštitut).

Pojasnila strokovnega sveta Inštituta ter metodološka gradiva in priročniki Inštituta predstavljajo standarde na **drugi temeljni ravni** in se izdajajo z namenom, da bi ocenjevalcem vrednosti pomagali pri izvajanju višje ležečih standardov v Hierarhiji ali pri širjenju dobrih rešitev.

Tretja temeljna raven obsega domačo in tujo strokovno literaturo ter splošno sprejeta načela ocenjevanja vrednosti v tuji praksi, ki jih potrdi strokovni svet Inštituta, med drugim tudi dela uglednega ameriškega strokovnjaka za ocenjevanje vrednosti podjetij Shannona P. Pratta ter Ameriške standarde ocenjevanja vrednosti.

2 ANALIZA PODJETJA IN NJEGOVEGA OKOLJA

Prvi korak po skrbni določitvi namena in cilja vrednotenja je analiza podjetja ter njegovega ožjega in širšega okolja. S pomočjo računovodskih izkazov in drugih finančnih kazalnikov skušamo ugotoviti, kako je podjetje poslovalo v preteklem obdobju in kakšno je bilo poslovanje v primerjavi s konkurenčnimi podjetji, nato pa na podlagi ugotovitev oblikujemo pričakovanja glede uspešnosti prihodnjega poslovanja podjetja (Slapničar, b.l., str. 5).

2.1 Analiza podjetja

Po MSOV (2007, str. 140) lahko s pomočjo računovodske analize in prilagoditev bolje razumemo povezave, ki obstajajo v izkazu poslovnega izida in bilanci stanja, vključno z razvojnimi trendi v preteklem obdobju, s katerimi nato ocenimo tveganja podjetja in možnosti za njegovo prihodnje delovanje. Tveganja ocenjevanega podjetja lahko ocenimo s primerjavo le-tega s podobnimi, konkurenčnimi podjetji. S prilagoditvijo preteklih računovodskih izkazov pa lažje ocenimo tudi gospodarske zmožnosti in pričakovanja podjetja.

S tako imenovano strukturno analizo, ki je lahko vodoravna ali navpična, izločimo vpliv absolutne velikosti postavk v temeljnih računovodskih izkazih in ugotovimo njihov relativni pomen. Z vodoravno analizo bilance stanja in izkaza poslovnega uspeha dobimo informacije o velikosti, smeri in relativni pomembnosti sprememb posameznih postavk glede na preteklo leto. Za vse ali zgolj za posamezne pomembnejše postavke se izračuna odstotek spremembe glede na preteklo leto. Pri navpični analizi pa prikazujemo postavke bilance stanja in izkaza poslovnega izida kot relativni delež glede na bilančno vsoto oziroma čiste prihodke od prodaje. Pomemben del analize je tudi analiza s pomočjo kazalnikov. Njena prednost je v tem, da omogoča primerljivost računovodskih izkazov različno velikih podjetij ter zmanjša veliko število podatkov na nekaj glavnih parametrov. Kazalnik pa sam po sebi ničesar ne pove, zato ga je potrebno primerjati s kazalniki podjetja za pretekla poslovna obdobja, kazalniki konkurenčnih podjetij ali s panožnim povprečjem ipd. (Slapničar, b.l., str. 8).

Pri analizi podjetja za potrebe ocenjevanja je potrebno najprej prilagoditi računovodske izkaze oziroma le najbolj primerne in pomembne postavke za postopek ocenjevanja, z namenom, da se čim bolj približamo ekonomski stvarnosti. To pomeni, da iz računovodskih izkazov izločimo enkratne oziroma neponavljajoče, izredne dogodke, ki so v preteklosti močno vplivali na uspešnost poslovanja ocenjevanega podjetja, v prihodnosti pa jih ne pričakujemo več in jih zato ne bomo vključevali v prihodnji denarni tok. Takšni neponavljajoči dogodki so lahko na primer stavke delavcev, odprtje novega obrata, vremenski pojavi ... Prav tako je potrebno iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida odstraniti vse neposlovne postavke ter njihovo vrednost oceniti ločeno. Nepomembno osebje, nepomembna in nepotrebna (presežna, ne nujno potrebna) sredstva so primeri neposlovnih postavk, ki jih je potrebno pri analizi izločiti oziroma opraviti ustrezne prilagoditve. V primeru, da ocenjevano podjetje zaposluje nepomembno osebje (na primer več direktorjevih osebnih tajnic, zadostovala pa bi le ena), je iz računovodskih izkazov potrebno odstraniti odhodke za plače in davke, ki se nanašajo na te

odhodke ter prilagoditi davek iz dobička. V kolikor podjetje med svojimi sredstvi izkazuje nepotrebno sredstvo, na primer letalo, je iz računovodskih izkazov potrebno odstraniti vrednost le-tega ter tudi vse z njim povezane odhodke (gorivo, vzdrževanje...) in prihodke (oddajanje letala v najem). Pri tem je potrebno opozoriti, da je večina prilagoditev ustreznih le, če lahko lastnik oziroma oseba, katere delež ocenjujemo, naredi spremembe, ki so vsebovane v prilagoditvi (MSOV, 2007, str. 141).

MSOV (2007, str. 142) navajajo tudi prilagoditve amortizacije, obračuna zalog, nagrad lastnikom, vse z namenom, da bodo te postavke bolj primerljive s postavkami podobnih oziroma primerljivih podjetij.

Poleg same analize računovodskih izkazov je pri ocenjevanju koristna tudi predstavitev zgodovine podjetja, ki lahko daje napotke glede prihodnjih pričakovanj v zvezi s podjetjem. Zadošča kratka zgodovina, iz katere so razvidne predvsem večje spremembe v organizaciji podjetja, lastništvu, lokaciji poslovanja ter pri proizvodih oziroma storitvah. Pri analizi ne smemo zanemariti velikega pomena samega obiska podjetja, ki pripomore k boljšemu razumevanju problematike podjetja in s tem lažji opredelitvi tveganja. Intervjuji s poslovodstvom in zaposlenimi omogočajo boljši vpogled v delo zaposlenih, njihove cilje, pričakovanja in sposobnosti. Pomembno je, da podjetje obiščemo šele po tem, ko smo opravili celovito analizo računovodskih izkazov, primerjalne analize s panogo ali primerljivimi podjetji ter analize makroekonomskega okolja, saj nam le-te omogočajo kakovostnejšo pripravo na intervjuje (MSOV, 2007, str. 139; Pratt, 2000, str. 75; Praznik, 2004, str. 121).

2.2 Analiza širšega in ožjega okolja podjetja

Vsa podjetja so pri svojem poslovanju močno odvisna od dogajanj v okolju, zato je prav, da se pri ocenjevanju vrednosti podjetja osredotočimo tudi na analizo širšega, predvsem gospodarskega okolja, in razmer v panogi, v kateri ocenjevano podjetje posluje ter skušamo pokazati, kako ti dejavniki vplivajo na tveganje podjetja, njegovo prihodnjo uspešnost in vrednost (Praznik, 2004, str. 120).

Pučko (2003, str. 119) meni, da je pri ocenjevanju okolja podjetja potrebno zbrati vse ključne razvojne trende v najširšem okolju podjetja, nato pa se osredotočiti še na analizo ožjega okolje, ki mora vsebovati vsaj oceno privlačnosti panoge ter analizo trga podjetja. Najširše okolje je potrebno razdeliti na več podokolij – gospodarsko, kulturno, tehnološko, politično-pravno in naravno – ter za vsakega oceniti ključne razvojne trende, relevantne za podjetje. Ko izluščimo glavne razvojne trende v teh podokoljih, je lažje ugotoviti, kaj lahko pričakujemo v prihodnosti. Vendar pa Pratt (2000, str. 89) poudarja, da se moramo pri analizi osredotočiti le na tiste dejavnike, ki zadevajo ocenjevano podjetje in nanj tudi vplivajo. Prav tako je smiselno pri analizi upoštevati najpomembnejše dogodke v času ocenjevanja (npr. gospodarska kriza).

Pri ocenjevanju panoge podjetja je potrebno izdelati oceno privlačnosti panoge, ki pravzaprav pomeni oceno donosnosti, ki jo lahko pričakujemo podjetja, ki poslujejo v ocenjevani panogi.

Privlačnost panoge je odvisna od petih spremenljivk, in sicer od nevarnosti vstopa novih konkurentov v panogo, od pogajalske moči dobaviteljev v panogi, pogajalske moči kupcev, nevarnosti substitucije ter stopnje rivalstva v sami panogi (Pučko, 2003, str. 123). Pučko (2003, str. 124) meni, da je ocenjevanje ciljnega okolja pomanjkljivo, če ne vključuje tudi analize prodajnega trga, kar pa pomeni, da moramo ugotoviti tržni potencial in napovedati njegov razvoj ter prav tako opredeliti glavne tržne segmente, njihovo velikost in potrebe.

3 NAČINI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI

Na področju ocenjevanja vrednosti podjetij se je uveljavila metodologija ocenjevanja na treh hierarhičnih ravneh:

- **načini ocenjevanja vrednosti**, ki predstavljajo najširšo kategorijo metodologije ocenjevanja;
- **metode ocenjevanja vrednosti**, ki predstavljajo skupek postopkov ocenjevanja v okviru posameznega načina;
- **postopki ocenjevanja vrednosti**, ki predstavljajo tehnike ocenjevanja znotraj posamezne metode ocenjevanja.

V okviru ocenjevanja vrednosti torej vedno govorimo o načinih ocenjevanja vrednosti in znotraj teh načinov opredeljenih metodah ocenjevanja vrednosti. V splošnem poznamo tri načine vrednotenja. Prvi, na donosu zasnovan način, temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku. Pri načinu tržnih primerjav se primerja predmet ocenjevaja vrednosti s podobnimi podjetji, lastniškimi deleži v podjetju in vrednostnicami, ki so prodane na trgu. Tretji, na sredstvih zasnovan način, pa temelji na načelu nadomestitve, po katerem sredstvo ni vredno več kot bi plačali za nadomestitev vseh njegovih sestavnih delov (MSOV, 2007, str. 143-146).

Praznik (2004, str. 39) znotraj že omenjenih treh načinov ocenjevanja razvršča naslednje metode ocenjevanja vrednosti podjetja:

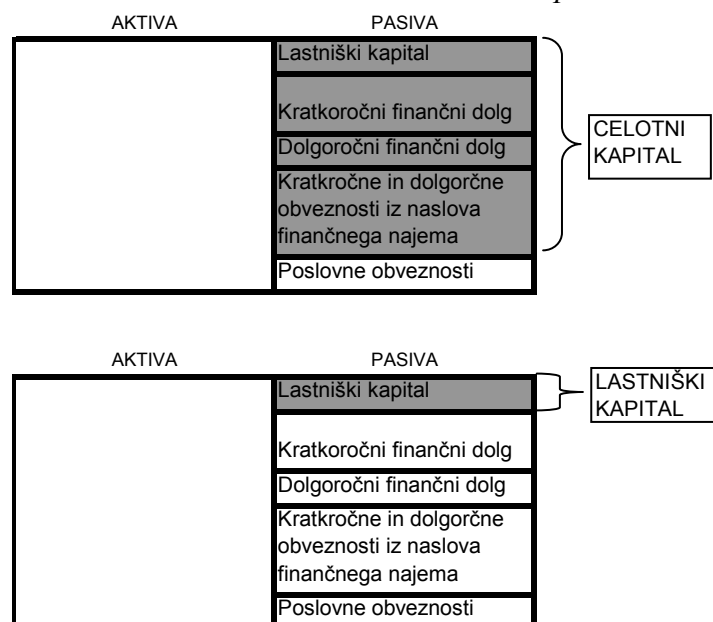
- 1. na donosu zasnovan način (angl. *income approach*)**
 - a. metoda diskontiranega denarnega toka in
 - b. metoda uglavničenja (kapitalizacije donosa)
- 2. način tržnih primerjav (angl. *market approach*)**
 - a. metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi in
 - b. metoda primerljivih kupoprodaj podjetij
- 3. na sredstvih zasnovan način (angl. *asset-based approach*)**
 - a. metoda čiste vrednosti sredstev in
 - b. metoda presežnih donosov.

V poslovni praksi predpisi oziroma standardi praviloma ne dajejo prednosti nobenemu načinu, metodi ali postopku ocenjevanja vrednosti. Težko je govoriti o edinstvenemu in najkakovostnejšemu načinu in metodi ocenjevanja vrednosti, saj vedno obstaja več možnosti. Potrebno je izbrati tisto, ki je v posameznem primeru najbolj verjetna, prepričljiva in

razumljiva (Koletnik, 2006, str. 5). Glede na dejstvo, da se v praksi zaradi njenih prednosti največkrat uporablja metoda diskontiranega denarnega toka, bo le-ta v nadaljevanju predstavljena najbolj natančno, na njej pa bo temeljil tudi praktični primer.

Vsako od zgoraj omenjenih metod ocenjevanja vrednosti je možno uporabiti za oceno celotnega kapitala podjetja ali za oceno lastniškega kapitala podjetja. V primeru, da ocenjujemo vrednost celotnega kapitala, lahko na tej podlagi ocenimo tudi vrednost lastniškega kapitala, tako da odštejemo vrednost dolga. Na sliki 1 sta opredeljena celotni in lastniški kapital. Celotni kapital je opredeljen kot vsota lastniškega kapitala in obrestovanega dolga podjetja, ki poleg kratkoročnega in dolgoročnega finančnega dolga obsega tudi obveznosti iz finančnega najema. Lastniški kapital pa je enak zmnožku števila delnic in trenutne cene delnice (Lušnic & Praznik, 2009, str. 7).

Slika 1: Celotni in lastniški kapital



Vir: B. Praznik, K. Lušnic, *Gradivo za izobraževanje za pridobitev strokovnega naziva preizkušeni davčnik: Ocenjevanje vrednosti podjetja*. 2009, str. 7.

V primeru, da ocenjujemo vrednost celotnega kapitala, moramo upoštevati vse donose, ki so na voljo vsem naložbenikom, torej lastnikom navadnih in prednostnih delnic ter posojilodajalcem, in sicer: anuitete iz dolga, dividende iz prednostnih delnic, donos (običajno čisti denarni tok), ki je na voljo imetnikom navadnih delnic oziroma družbenikom. Kadar pa ocenjujemo vrednost lastniškega kapitala, moramo upoštevati le tiste donose, ki ostanejo imetnikom navadnih delnic po odštetju obveznosti iz naslova anuitet iz dolga in dividend iz prednostnih delnic. Pravila o tem, kdaj uporabimo pri ocenjevanju vrednosti postopek, ki temelji na lastniškem in kdaj postopek, ki temelji na celotnem kapitalu, ni. Izbira postopka je v praksi odvisna predvsem od razpoložljivosti in zanesljivosti vseh podatkov, ki jih upoštevamo pri ocenjevanju. Zaradi enostavnosti in preglednosti se v zadnjem času največkrat uporablja postopek ocenjevanja, ki temelji na celotnem kapitalu (Praznik, 2004, str. 41).

3.1 Na donosu zasnovan način (angl. *income approach*)

Ključna elementa na donosu zasnovanega načina sta:

- a) strošek kapitala, ki predstavlja diskontno mero oziroma mero kapitalizacije, s katero pričakovani donos diskontiramo na sedanjo vrednost, in
- b) pričakovani donos, ki predstavlja običajno čisti denarni tok, razpoložljiv za imetnika navadne delnice/deleža (če ocenjujemo lastniški kapital) ali za vse naložbenike (če ocenjujemo celotni kapital podjetja), in za katerega je pričakovati, da ga bo podjetje ustvarilo v obdobju napovedi.

Diskontna mera je mera donosa, s katero spremenimo prihodnje donose v sedanjo vrednost. Teoretično gledano je diskontna mera oportunitetni strošek, ki je enak pričakovanemu donosu na alternativne naložbe s približno enako stopnjo tveganja kot obravnavana naložba. Temelji na načelu substitucije, investitor namreč ne bo vlagal v določeno naložbo, če obstaja boljša alternativa. Tveganje pri tem pomeni stopnjo negotovosti v zvezi z uresničitvijo prihodnjih donosov. Ker tveganja ni mogoče neposredno opazovati, so analitiki z uporabo razpoložljivih tržnih podatkov razvili različne načine njegovega ocenjevanja (Lušnic & Praznik, 2009, str. 10).

Kapital, s katerim v finančnih krogih označujemo vse dolgoročne vire financiranja podjetja, delimo na dolžniški in lastniški kapital; lastniški kapital delimo naprej še na prednostne delnice in navadni lastniški kapital, ki ga sestavljajo osnovni kapital, zadržani dobički ter vplačani presežek kapitala. Glede na to, da se podjetja večinoma financirajo z različnimi vrstami kapitala, nas zanima, koliko podjetje ta kapital stane. Strošek kapitala pomeni strošek ali ceno dolgoročnih in trajnih virov financiranja podjetja in je le delno pod nadzorom podjetja, saj so nekatere vhodne spremenljivke (npr. obrestne mere, davčne stopnje) podane od zunaj. Ne glede na dejanski način financiranja konkretne dolgoročne naložbe pri izračunu stroška kapitala vedno uporabimo tehtano povprečje različnih virov kapitala, ki jih uporablja podjetje. V primeru, da bi podjetje financiralo neko novo naložbo le z dolžniškim kapitalom, ki je cenejši, bi podjetje kmalu izkoristilo svojo kapaciteto zadolževanja in bi v prihodnje moralo poseči tudi po novemu lastniškemu kapitalu, ki pa je tudi dražji. Prav zato strošek kapitala imenujemo **tehtano povprečje stroškov kapitala** oziroma *WACC* (angl. *Weighted Average Cost of Capital*). Izračunamo ga tako, da naprej določimo in analiziramo strošek vsake od vrst kapitala, nato pa te stroške pomnožimo z deleži posamezne vrste kapitala v celotnem podjetju (Berk et al., 2004, str. 80)

WACC izračunamo s pomočjo formule (1):

$$WACC = (k_e * W_e) + (k_p * W_p) + k_d * (1 - t) * W_d \quad (1)$$

pri čemer je:

WACC = tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala

k_e = strošek lastniškega kapitala (navadne delnice)

W_e = delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu, opredeljenemu na osnovi tržnih vrednosti

k_p = strošek prednostnih delnic

W_p = delež prednostnih delnic v celotnem kapitalu, opredeljenemu na osnovi tržnih vrednosti

k_d = strošek dolga pred obdavčitvijo

t = davčna stopnja

W_d = delež dolga v celotnem kapitalu, opredeljenemu na osnovi tržnih vrednosti

Glede na dejstvo, da manjšinski lastnik ne more vplivati na spremembo sestave celotnega kapitala, v primeru vrednotenja manjšinskega deleža v lastniškem kapitalu podjetja običajno uporabimo dejansko sestavo celotnega kapitala. V primeru, da ocenjujemo obvladujoči delež, pa običajno uporabimo hipotetično sestavo celotnega kapitala, pri čemer kot osnovo za njeno določanje uporabimo običajno sestavo celotnega kapitala, ki predstavlja aritmetično sredino ali mediano panoge, v kateri deluje podjetje. Če uporabimo panožna povprečja, moramo paziti, da le-ta temeljijo na tržnih vrednostih pozameznih sestavin celotnega kapitala in ne na knjigovodskih vrednostih (Praznik, 2004, str. 53).

Strošek dolga: Do dolžniškega kapitala pride podjetje z najetjem kredita, izdajo obveznic ali drugih dolžniških papirjev. Pri najetju kredita je strošek dolga obrestna mera, ki jo zaračunava banka, prišteti pa je potrebno tudi druge stroške, ki nam jih zaračuna kreditodajalec kot na primer zavarovanje kredita, stroške odobritve in podobno. V primeru, da podjetje prejema posojilo po trenutnih obrestnih merah, dejansko plačuje obresti v višini dolga pred obdavčitvijo. Če se obrestne mere najetega kredita razlikujejo od tržnih, je potrebno narediti primerjalne analize z obrestnimi merami za posojila na trgu s podobnim tveganjem. Pri takšnem načinu financiranja je smotno upoštevati tudi davke, saj so obresti na dolg odbitna postavka od davčne osnove in znižujejo davčno breme podjetja (Praznik, 2004, str. 51).

Pri izračunu stroška dolga uporabimo obrazec (2):

$$\text{strošek dolga po davkih} = \text{stroški dolga pred davki} * (1 - \text{davčna stopnja}) \quad (2)$$

Strošek dolga predstavlja obrestna mera, po kateri si podjetje izposoja denar. Pri ocenjevanju javnih podjetij, katerih dolgoročne obveznice še niso dospele in se z njimi veliko trguje, je najlažji način izračuna stroška dolga, da na podlagi tržne cene delnice in denarnih tokov obveznice ugotovimo donosnost do dospelja (angl. *yield to maturity*). Seveda je na trgu mnogo podjetij, z obveznicami katerih se ne trguje in posledično za njih ne obstajajo cene, zato je takšen izračun nekoliko težji (Damodaran, 2002, str. 673).

V primeru, da si je ocenjevano podjetje nedavno izposodilo denar, lahko kot strošek dolga uporabimo za to posojilo dogovorjeno obrestno mero. Glede na dejstvo, da banke največkrat denar posojajo po spremenljivi medbančni obrestni meri z dodanimi pribitki, bi najverjetneje tudi knjigovodska obrestna mera, izračunana kot razmerje med stroški obresti ter knjigovodsko vrednostjo dolga, predstavljala dobro oceno stroška dolga. V primeru

ocenjevanja podjetja za prvo javno ponudbo (angl. *initial public offering – IPO*) pa lahko predvidevamo, da se bo strošek dolga nagibal k povprečju stroška dolga panoge, ki ji podjetje pripada. Ko bo takšno podjetje postalo javno, se bo nagibalo k strukturi kapitala, ki bo podobna panožni. Damodaran (2002, str. 673) navaja še tretji način izračuna stroška dolga, in sicer s pomočjo sintetične bonitetne ocene (angl. *estimation of a synthetic rating*). Najprej izračunamo obrestno pokritje (angl. *interest coverage ratio*), ki predstavlja razmerje med EBIT (dobiček pred obrestmi in davki) in stroški obresti, nato pa s pomočjo tabele v Prilogi 8 poiščemo rang podjetja ter kreditni razpon (angl. *default spread*); le-tega dodamo netvegani obrestni meri, da dobimo strošek dolga.

Strošek prednostnih delnic: Prednostne delnice s fiksno in kumulativno dividendo izplačajo imetnikom vsako leto enako dividendo, v primeru slabega poslovnega rezultata in posledično nezmožnosti izplačila dividend, pa se neizplačane dividende kumulirajo in se v celoti izplačajo s tekočo dividendo v letu, ko poslovni rezultat to spet omogoča. Z vidika tveganja so prednostne delnice bolj tvegane kot obveznice, kar pomeni tudi višji strošek pri prednostnih delnicah v primerjavi z obveznicami. Poleg tega so prednostne delnice manj ugodne tudi z davčnega vidika, saj ne znižujejo osnove davka od dohodkov pravnih oseb. Strošek kapitala iz prednostnih delnic dobimo tako, da primerjamo donos iz dividend prednostnih delnic s tržno mero donosa prednostnih delnic z enakim tveganjem. V primeru, da sta donosa enaka, dobimo strošek kapitala prednostnih delnic, v nasprotnem primeru pa moramo tržno mero donosa oceniti z analizo tveganja podjetja v primerjavi z donosom prednostnih delnic s primerljivim tveganjem (Praznik, 2004, str. 51).

V praksi največkrat uporabimo formulo za dividendni donos (3), kjer upoštevamo tudi stroške izdaje, in sicer:

$$r_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_0 - fl} \quad (3)$$

pri čemer je:

r_{ps} = dividendni donos

D_{ps} = dividenda

P_0 = tržna vrednost prednostne delnice

fl = stroški izdaje prednostnih delnic

Strošek navadnega lastniškega kapitala: Določitev stroška navadnega lastniškega kapitala je zahtevnejša, saj stroška ni mogoče neposredno spremljati na trgu. Na trgu ni podatkov o pričakovanih donosih, na katerih temelji cena delnice, zahtevane donosnosti navadnih delničarjev pa so odvisne od njihovih pričakovanj glede prihodnjega poslovanja podjetja.

Za izračun stroška kapitala navadnih delnic so se zato v teoriji razvile različne metode, na primer (Hartman, 2010, str. 13):

- model ocenjevanja vrednosti dolgoročnih sredstev (angl. *capital asset pricing model*, v nadaljevanju CAPM);
- model dograjevanja (angl. *buildup model*);

- model diskontiranega denarnega toka;
- model uravnoteženega določanja stroška kapitala.

V nadaljevanju bo natančneje predstavljen CAPM model, ki ga v praksi tudi najpogosteje uporabljamo. CAPM model je model za določanje zahtevane donosnosti posamezne naložbe. Model podaja razmerje med tveganjem, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju premoženja in zahtevano donosnostjo te posamezne naložbe. Zahtevana donosnost posamezne naložbe je sestavljena iz netvegane stopnje donosa in dodatne premije za tveganje, ki ga ta naložba prinese v premoženje. Premija za tveganje je nagrada za prevzemanje sistematičnega (tržnega) tveganja, ki se ga ne da odpraviti z razpršitvijo (Berk et al., 2004, str. 64).

CAPM model temelji na naslednjih predpostavkah (Mramor, 2000, str. 100):

- investitorji so nenaklonjeni tveganjem in za vsako povečanje tveganja zahtevajo višji donos, da bodo pripravljene izbrati naložbo z večjim tveganjem;
- racionalni investitorji si prizadevajo za razpršenost portfelja naložb;
- vsi investitorji vlagajo v kapital za časovno neomejeno obdobje (teoretična neskončnost);
- transakcijski stroški niso upoštevani;
- nobeni davki, povezani z investiranjem (razen davka od dohodka pravnih oseb), niso upoštevani;
- obrestna mera za dana posojila je enaka obrestni meri za izposojeni denar;
- trg je popolnoma transparenten in likviden.

Dejanske razmere na trgu kapitala, posebej v primeru lastniško zaprtih podjetjih, se močno razlikujejo od zgoraj opredeljenih predpostavk CAPM modela, zato je model potrebno prilagoditi dejanskim razmeram ocenjevanih lastniško zaprtih podjetij in upoštevati posebna tveganja, ki so značilna za ocenjevano podjetje (Praznik, 2004, str. 58).

CAPM model je sestavljen iz netvegane mere kapitala, h kateri prištejemo mero za splošno tveganje, pomnoženo s splošnim kapitalskim tveganjem. Formula za izračun stroška kapitala po tradicionalno razširjenemu CAPM modelu (4) je (Hartman, 2010, str. 15):

$$E(R_i) = R_f + \beta(ERP) + R_s + R_c + R_u = R_f + \beta*(R_m - R_f) + R_s + R_c + R_u \quad (4)$$

pri čemer je:

$E(R_i)$ = zahtevana mera donosa (strošek lastniškega kapitala) navadne delnice

R_f = mera donosa netvegane vrednostnega papirja na dan ocenjevanja vrednosti

β = beta, mera splošnega (sistematičnega) tveganja,

ERP = pribitek za kapitalsko tveganje

R_m = zahtevana mera donosa tržnega portfelja

R_s = pribitek za majhnost (angl. *size premia*)

R_c = pribitek za deželno tveganje (angl. *country risk*)

R_u = pribitek za nesistematično tveganje

Netvegana mera donosa (angl. *risk free rate*) je mera donosa zaradi odloga potrošnje ali časovna vrednost denarja. Običajno je to mera donosa dolgoročnih državnih obveznic, ker imajo le-te zelo nizko tveganje izostanka plačil, visoko unovčljivost in vključujejo pribitek za časovni horizont, ki ga predstavlja možnost, da bo tržna vrednost obveznice nihala s spreminjanjem splošne ravni obrestnih mer (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Dolgoročne državne obveznice se uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v okviru katerega investitor poseduje svoje kapitalske naložbe (Lušnic & Praznik, 2009, str. 12).

Teorija kapitalskega trga deli tveganje na dva dela, in sicer na sistematično ali splošno in nesistematično ali posebno tveganje. **Nesistematično tveganje** (angl. *unsystematic risk*) je tveganje premoženja, ki ga lahko odpravimo z razpršitvijo in ga določajo dejavniki specifični za posamezno podjetje oziroma panogo. **Sistematično tveganje** (angl. *systematic risk*) pa je preostalo tveganje, ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (Berk et al., 2004, str. 60).

Beta koeficient (β) je mera sistematičnega tveganja in prikazuje prispevek posamezne delnice k tveganju celotnega portfelja oziroma meri usklajenost gibanja donosnosti posamezne naložbe z donosnostjo tržnega premoženja. Beta tržnega premoženja β_m je tehtana aritmetična sredina bet pozameznih naložb in je po definiciji enaka 1. V primeru, da beta znaša 1, ima delnica enako sistematično tveganje kot tržni portfelj oziroma je enako tvegana kot celoten trg. Posamezna naložba z beto med 0 in 1 je podpovprečno tvegana, tista z beto večja od ena pa je nadpovprečno tvegana in bo povečala tveganje in pričakovano donosnost premoženja. V praksi to pomeni, da se v primeru 1% povečanja donosnosti tržnega premoženja, donosnost posamezne naložbe poveča za več kot 1%. Teoretično je možna tudi negativna vrednost bete, kar pomeni, da bi v primeru naraščanja donosnosti tržnega premoženja, donosnost posamezne naložbe padala. Vrednost beta koeficienta netvegane naložbe je 0, kar pomeni, da je zahtevana donosnost na takšno naložbo enaka netvegani donosnosti R_f (Berk et al., 2004, str. 63).

Beta koeficient torej meri dodatno tveganje, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju celotnega premoženja. Ocenjen je na podlagi zgodovinskih podatkov z regresijsko analizo med donosom delnice in tržnim portfeljem delnic. Zaradi dejstva, da so pri izračunih bete uporabljeni podatki javnih podjetij ter zaradi nezmožnosti lastnikov nejavnih družb, da razpršijo svoje premoženje, so mnogi mnenja, da je v primeru ocenjevanja lastniško zaprtih podjetij tako izračunana beta lahko sporna.

Damodaran (2002, str. 667) zato pri ocenjevanju nejavnih družb predlaga izračun bete s pomočjo naslednje formule (5) (angl. *Bottom-up Betas*):

$$\beta_{nejavna} = \beta_u(1 + (1-t)(\text{panožno povprečje } D/E)) \quad (5)$$

ali

$$\beta_{nejavna} = \beta_u(1 + (1-t)(\text{optimalno } D/E)) \quad (6)$$

pri čemer je:

β_u = beta brez zadolžnosti

t = davčna stopnja

D/E = dolg v kapitalu

Lastniki nejavnih podjetij imajo vse svoje premoženje največkrat naloženo kar v lastnem podjetju in zato nimajo možnosti razpršitve svojega premoženja, s čemer bi se izognili nesistematičnemu tveganju. Lastnik je tako izpostavljen vsem tveganjem v podjetju in ne le tržnemu, ki ga meri beta. Nesistematično tveganje lahko s pomočjo spodnje formule (7) upoštevamo pri izračunu bete (Damodaran, 2002, str. 670).

$$\text{celotna } \beta = \frac{\text{tržna } \beta}{\rho_{jm}} \quad (7)$$

pri čemer je:

ρ = korelacijski koeficient med tržnim indeksom in vrednostjo delnice oziroma deleža nejavnega podjetja

Pribitek za kapitalno tveganje (angl. *equity risk premium – ERP*) je mera donosa, ki jo naložbenik dodatno zahteva nad netvegano mero donosa, če namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v delnice/deleže podjetij. Pribitek za kapitalno tveganje se določa sproti na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med donosom košaric delnic (določene standardne košare navadnih delnic, npr. S&P 500) in mero netveganega donosa.

Pribitek za kapitalno tveganje je pomemben sestavni del izračuna CAPM oziroma diskontne mere, s katero diskontiramo prihodnje denarne toke podjetja, zato ima njegova sprememba ali sprememba parametrov, ki ga sestavljajo, močan vpliv na končno vrednost podjetja. Na področju ocenjevanja vrednosti podjetij številni ocenjevalci pri svojem delu uporabljajo pribitek za kapitalno tveganje, ki ga izračunava Ibbotson Associates. Ta s svojo letno publikacijo SBBI Valuation Edition Yearbook predstavlja svetovni standard za določene vrste podatkov kot sta na primer pribitek za kapitalno tveganje in pribitek za majhnost. Potrebno se je zavedati, na kakšnih predpostavkah temelji njihov izračun in ali je izračun sploh primeren za vsako ocenjevano podjetje ter v vsakih gospodarskih razmerah. Ibbotson Associates izračunava pribitek za kapitalno tveganje kot razliko med aritmetično sredino vseh kapitalskih donosov košarice delnic (npr. S&P 500) in aritmetično sredino vseh kapitalskih donosov 20-letnih državnih obveznic. Kljub temu, da je pribitek za kapitalno tveganje usmerjen v prihodnost in predstavlja neko pričakovanje, za katerega na dan ocenjevanja na trgu nimamo na voljo podatkov, Ibbotson Associates-ovi izračuni temeljijo na zgodovinskih podatkih, s časovno vrsto podatkov o merah donosa košare delnic in mero netveganega donosa za vsa obdobja od leta 1926 naprej. Ibbotson Associates svoje izračune

podkrepi s predpostavko, da so zgodovinski podatki o uresničenih pribitkih za kapitalsko tveganje ustrezna podlaga za sklepanje o bodočih pribitkih za kapitalsko tveganje in bo razmerje med mero donosa košarice delnic in mero netveganega donosa konstantno. Morda bi bilo bolj smiselno, da bi pri izračunu zanemarili zgodovinske podatke in pribitek za kapitalsko tveganje ocenili sami, z vključitvijo trenutnih gospodarskih gibanj trga (Lušnic, 2007, str. 73).

Poleg stroška kapitala, ki pri ocenjevanju vrednosti s pomočjo na donosu zasnovanega načina predstavlja diskontno mero, je ključni element tudi pričakovan donos. Čisti denarni tok je najprimernejše merilo za ekonomski donos. Lahko ga razdelimo lastnikom ali pa z njim prosto razpolagamo, ne da bi ogrozili načrtovano dejavnost podjetja in načrtovani denarni tok v prihodnosti.

Čisti denarni tok za celotni kapital opredelimo na sledeči način (Praznik, 2004, str. 71):

- dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo (NOPLAT)
- + nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij)
- naložbe v osnovna sredstva (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)
- + denar, pridobljen z dezinvestiranjem (v obsegu, ki je potreben za prilagoditev sredstev v načrtovanem obsegu aktivnosti)
- vlaganja v obratni kapital (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)
- = čisti denarni tok za celotni kapital

Čisti denarni tok za lastniški kapital opredelimo kot (Praznik, 2004, str. 70):

- čisti dobiček (po davku na dobiček; EBIT)
- + nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij)
- naložbe v osnovna sredstva (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)
- + denar, pridobljen z dezinvestiranjem (v obsegu, ki je potreben za prilagoditev sredstev načrtovanemu obsegu aktivnosti)
- vlaganja v obratni kapital (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)
- + denar iz novo najetih posojil (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)
- odplačila anuitet iz najetih posojil
- = čisti denarni tok za lastniški kapital

Definiciji čistega denarnega toka sta enaki pri ocenjevanju tako javnih kot nejavnih družb. Damodaran (2002, str. 676) navaja tri bistvene probleme, ki vplivajo na ocenjevanje lastniško zaprtih podjetij. Zaradi dejstva, da so pri takšnih podjetjih lastniki hkrati tudi poslovodje, velikokrat pride do **nejasne ločnice med poslovnimi in zasebnimi stroški**. Veliko podjetij

ima na primer poslovne prostore v stanovanjski hiši lastnika in uporablja domači telefon in internet ter osebno vozilo za službene namene. V primeru, da so takšni stroški vključeni v poslovne stroške, je smiselno, da se za namene ocenjevanja vrednosti podjetja poslovni izid prilagodi za poslovno nepotrebne stroške. Drugi problem oblikovanja čistega denarnega toka lastniško zaprtih podjetij so tudi **plače lastnikov in njihov vpliv na čisti denarni tok**. V javnih podjetjih je namreč jasno ločeno, kdo je lastnik podjetja in prejema dividende ter kdo je poslovodja in za svoje delo prejema plačo, ki je pravzaprav nadomestilo za opravljene strokovne storitve. Lastniki nejavnih družb, ki so nemalokrat tudi zaposleni v tej družbi, si namreč v praksi izplačujejo nižje, z davki in prispevki obremenjene plače, z namenom, da si ob koncu leta lahko izplačajo višje in davčno ugodnejše dividende. To pomeni, da ocenjeni denarni tok ne izkazuje realnega stanja, saj so stroški dela izkazani prenizko. Kot tretji problem Damodaran (2002, str. 678) navaja **davčne učinke**, ki jih imajo potencialni kupci ocenjevanega podjetja zaradi različnih mejnih davčnih stopenj. Le-te se razlikujejo, glede na to ali je kupec druga gospodarska družba, premožna fizična oseba ali fizična oseba z nizkimi dohodki. Različne davčne stopnje vplivajo na izračun čistega denarnega toka ter prav tako na izračun stroška dolga, posledično pa seveda na izračun ocene vrednosti podjetja.

V primeru večine naložb v lastniški kapital se predpostavlja, da le-te trajajo v teoretično neskončnost (angl. *going concern*), vendar je smiselno, da se pripravi napoved denarnega toka za omejeno obdobje v prihodnosti, ki predstavlja možnost predvidevanja; običajno je to obdobje treh do desetih let. Po obdobju napovedi denarnih tokov sedanjo vrednost preko obdobja napovedi določimo z izračunom preostale vrednosti (angl. *terminal* ali *residual value*), ki jo diskontiramo, upoštevajoč število let konkretne napovedi. Obstaja več metod za izračun preostale vrednosti, vendar pa se v praksi največkrat uporablja Gordonov model, ki bo predstavljen v poglavju 3.1.2.

3.1.1 Metoda diskontiranih prihodnjih donosov

Metoda temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa (Lušnic & Praznik, 2009, str. 12).

Pri izračunu uporabimo formulo (8) za sedanjo vrednost, ki združuje tri spremenljivke – čisti denarni tok, ki ga lahko pričakujemo, obdobje, v katerem pričakujemo čisti denarni tok ter negotovost, povezano s čistim denarnim tokom.

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n} \quad (8)$$

pri čemer je:

PV = sedanja vrednost

NDT₁...NDT_n = čisti denarni tok, pričakovan v obdobjih 1 do n; n predstavlja zadnji denarni tok

d = diskontna mera

Metodo diskontiranih prihodnjih denarnih tokov lahko uporabimo pri ocenjevanju tako lastniškega kot tudi celotnega kapitala, vendar pa moramo paziti, da v števcu formule opredelimo pravilne denarne tokove, v imenovalcu pa pravilno diskontno mero. Kadar ocenjujemo celotni kapital, mora napoved donosov vključevati donose, namenjene lastnikom navadnih delnic in tudi donose, ki so namenjeni drugim naložbenikom v podjetju (imetnikom prednostnih delnic, obveznic in posojilodajalcem). Diskontna mera mora biti rezultat tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC). Za oceno lastniškega kapitala morajo biti v števcu opredeljeni le tisti donosi, ki so namenjeni lastnikom navadnih delnic, diskontna mera pa mora obsegati le strošek lastniškega kapitala. Lastniški kapital bi lahko ocenili tudi tako, da bi od ocene celotnega kapitala odšteli tržno vrednost dolgovanega kapitala.

Prednost metode diskontiranja denarnega toka je v tem, da zajema sedanjo vrednost vseh v prihodnosti uresničenih denarnih tokov. Prav zaradi tega se jo v praksi tudi največkrat uporablja za različne namene in jo naročniki vedno bolj sprejemajo kot temeljno metodo ocenjevanja vrednosti. Kljub temu, da je metoda teoretično najbolj korektna, ima tudi nekatere pomanjkljivosti. Ena izmed večjih pomanjkljivosti je ta, da zahteva napoved oziroma projekcijo prihodnjih donosov ter oceno ustrezne diskontne mere, kar pa je lahko sporno. Problematična je lahko tudi izbira ustreznega števila let napovedi preden ocenimo preostalo vrednost. Ta metoda, ki je za naročnika, ki ima premalo znanja s področja podjetniških financ, težko razumljiva, je negotova tudi glede izbire osnove za ekonomski donos (npr. čisti denarni tok), ki je predmet transakcije.

3.1.2 Metoda uglavničenja (kapitalizacije) donosa

Pri metodi uglavničenja, ki je pravzaprav skrajšana različica metode diskoniranja, temelji ocenjevanje vrednosti na normaliziranemu letnemu donosu (pri metodi diskoniranja se upoštevajo vsakoletni donosi). Metoda uglavničenja je le poseben primer metode diskontiranega denarnega toka in se v praksi zaradi velikih poenostavitev kot samostojna metoda le rekdo uporablja. Večinoma se uporablja le kot metoda izračuna preostale vrednosti (Hartman, 2010, str. 70).

Z metodo uglavničenja izračunamo vrednost tako, da donos delimo z mero uglavničenja. Vse spremembe v pričakovanih prihodnjih donosih pri tej metodi zajamemo v meri uglavničenja (v imenovalcu) in ne v posebnih napovedih donosov (v števcu), kot to storimo pri metodi diskontiranja. Spremembe donosov opredelimo s stopnjo rasti, ki jo odštejemo od diskontne mere. Pri izračunu uporabimo naslednjo formulo Gordonovega modela (9):

$$c = d - g \quad (9)$$

pri čemer je:

c = mera uglavničenja

d = diskontna mera

g = stopnja rasti (pričakovana dolgoročna stalna stopnja rasti v teoretično neskončnost).

Za izračun vrednosti podjetja pri metodi uglavničenja uporabimo spodnjo formulo (10), ki pa ne vključuje rasti.

$$PV = \frac{NDT}{c} \quad (10)$$

pri čemer je,

PV = sedanja vrednost

NDT_1 = čisti denarni tok, ki ga pričakujemo v obdobju, ki sledi datumu ocenjevanja

c = mera uglavničenja

Pri večini podjetij gre pričakovati, da bo donos, ki je namenjen lastnikom navadnih delnic in tudi vsem drugim naložbenikom, naraščal, zato moramo pri izračunu upoštevati spodnjo formulo Gordonovega modela rasti (11), ki vključuje tudi rast donosa.

$$PV = \frac{NDT_0(1+g)}{d-g} \quad (11)$$

pri čemer je,

PV = sedanja vrednost

NDT_0 = čisti denarni tok, ki je neposredno pred datumom ocenjevanja

d = diskontna mera

g = pričakovana dolgoročna konstantna stopnja rasti čistega denarnega toka

Za razliko od formule, ki ne upošteva rasti in pri kateri čisti denarni tok predstavlja donos, ki ga pričakujemo v obdobju, ki sledi datumu ocenjevanja vrednosti, pa mora pri tej formuli čisti denarni tok, opredeljen v števcu (NDT_0), predstavljati normalizirani denarni tok leta, ki je pred datumom ocenjevanja vrednosti in za katerega bomo predpostavili, da bo naraščal z določeno stabilno stopnjo rasti. Čisti denarni tok NDT_0 ne izraža nujno dejansko doseženega denarnega toka v letu pred datumom ocenjevanja, temveč lahko utegne predstavljati rezultat določenih prilagoditev, s katerimi dejanski tok pretvorimo v normalizirani denarni tok.

Damodaran (2002, str. 681) posebno pozornost namenja določanju rasti, saj pri ocenjevanju lastniško zaprtih podjetij ne gre povsem zaupati zgodovinskim podatkom in objavljenimi ocenami rasti s strani različnih analitikov. Kot razloge za to navaja ohlapnejše računovodske standarde za nejavna podjetja, poleg tega pa so za razliko od javnih podjetij nejavna ponavadi mlajša in merijo svoje prihodke le ob koncu leta in ne vsako četrletje, kar posledično pomeni, da za njih ne obstaja dovolj zanesljivih zgodovinskih podatkov o ocenjeni rasti.

Pričakovano stopnjo rasti lahko ocenimo s pomočjo spodnje formule (12):

$$\text{Pričakovana stopnja rasti} = \text{stopnja reinvestiranja} * \text{donosnost kapitala} \quad (12)$$

Stopnjo reinvestiranja ter donosnost kapitala pa izračunamo na naslednji način:

$$\text{Stopnja reinvestiranja} = \text{rast} / \text{donosnost kapitala} \quad (13)$$

$$\text{Donosnost kapitala} = \text{čisti dobiček} / \text{knjigovodska vrednost kapitala} \quad (14)$$

Metodo uglavničenja lahko uporabimo za ocenjevanje lastniškega kapitala ali celotnega kapitala. Pri tem moramo paziti, tako kot pri metodi diskontiranja, katere donose in kakšno diskontno mero upoštevamo pri izračunu. Osnova za uporabo metode uglavničenja za ocenjevanje vrednosti lastniškega kapitala so donosi, razpoložljivi imetnikom navadnih delnic, mera uglavničenja pa mora izvirati iz stroška lastniškega kapitala. Ocenjevanje lastniškega kapitala je mogoče izvesti tudi tako, da uglavničimo donos, razpoložljiv za vse naložbenike, nato pa odštejemo vrednost dolga in deleža, ki se nanaša na imetnike navadnih delnic. Pri oceni celotnega kapitala so osnova donosi, razpoložljivi za vse naložbenike, mera uglavničenja pa mora izražati tehtano povprečje kapitala (WACC).

Prednost metode uglavničenja (kapitalizacije donosov) je v tem, da ta metoda ne zahteva dolgoročnih napovedi oziroma projekcij donosov in jo naložbeniki zaradi tega precej pogosto uporabljajo. Še vedno pa se uporablja v manjši meri kot metoda diskontiranja. Metoda uglavničenja je zelo enostavna in jo zato razumejo tudi finančni nepoznavalci. Na drugi strani pa omenjena metoda preveč poenostavlja metodo diskontiranja, ker predvideva stabilnost poslovanja v teoretično neskončnost. Prav tako metoda brezpogojno predvideva, da donos, ki ga kapitaliziramo, predstavlja tudi ustrezno osnovo za prihodnje donose; sporna sta tudi donos, ki ga kapitaliziramo in mera kapitalizacije. Ena izmed slabosti je tudi ta, da je metodo težko uporabiti za novo nastala podjetja ter podjetja z visoko stopnjo rasti.

3.1.3 Dvostopenjski model

Ključna razlika med diskontiranjem in uglavničenjem je v tem, da je pri diskontiranju vsak porast prihodnjega donosa posebej opredeljen in prikazan v števcu formule kot čisti denarni tok, pri uglavničenju pa so spremembe v prihodnosti zajete v obliki povprečne letne stopnje rasti, ki jo nato odštejemo od diskontne mere v imenovalcu. V primeru, da upoštevamo konstantno rast donosa tudi pri opredelitvi napovedi donosov v posameznem letu s predpostavko, da bodo takšni donosi dosežni v teoretično neskončnost, potem obe metodi pripeljeta do enakega izračuna vrednosti.

Kljub temu, da sta obe metodi v okviru na donosu zasnovanega načina v praksi zelo razširjeni, se pri ocenjevanju sedanje vrednosti srečujemo z dvema problemoma. Problem metode diskontiranja je v tem, da takšnih naložb, pri katerih bi lahko natančno napovedali denarni tok za več let v prihodnosti, ni, problem metode kapitalizacije pa je v tem, da za večino naložb ni mogoče predvideti konstantne stopnje rasti v neskončnost. Prav zato v praksi uporabljamo kombinacijo obeh metod, s čimer omilimo omenjena problema. Praznik (2004,

str. 81) navaja postopek ocenjevanja vrednosti z uporabo dvostopnjskega modela v sedmih korakih:

1. določimo razumno obdobje, za katero lahko ocenimo projekcijo čistih denarnih tokov;
2. ocenimo znesek denarnega toka, ki ga pričakujemo v posameznem letu, za obdobje, ki smo ga opredelili v točki 1;
3. ocenimo dolgoročno konstantno stopnjo rasti denarnega toka po obdobju konkretne napovedi;
4. uporabimo Gordonov model za izračun vrednosti denarnega toka na koncu obdobja napovedi;
5. diskontiramo denarne tokove iz 2. točke na sedanjo vrednost, upoštevajoč diskontno mero;
6. diskontiramo denarni tok iz 4. točke na sedanjo vrednost, upoštevajoč število let, opredeljenih v točki 1;
7. seštejemo vrednosti iz 5. in 6. točke.

Ob predpostavki, da dobimo denarni tok konec leta, lahko zgornji postopek opredelimo z naslednjo formulo (15):

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n} + \frac{NDT_n(1+g)}{(1+d)^n} \quad (15)$$

pri čemer je,

PV = sedanja vrednost

$NDT_1 \dots NDT_n$ = čisti denarni tok, pričakovan v obdobjih 1 do n; n predstavlja zadnji denarni tok

d = diskontna mera

g = pričakovana dolgoročna konstantna stopnja rasti čistega denarnega toka

Praznik (2004, str. 83) opozarja, da bo v primeru uporabe krajšega obdobja projekcije čistih denarnih tokov, preostala vrednost predstavljala velik odstotek končne vrednosti. Pri uporabi dvostopenjskega modela je potrebno upoštevati tudi dejstvo, da bolj kot je stopnja rasti preostale vrednosti po velikosti bližja višini diskontne mere, občutljivejši bo model na spremembe v oceni stopnje rasti.

Pri oceni preostale vrednosti upoštevamo, da bo podjetje poslovalo v neskončnost in nima niti namena niti potrebe po likvidaciji ali večjemu zmanjšanju svojega poslovanja. Pri ocenjevanju lastniško zaprtih podjetij pa je s to predpostavko potrebno ravnati bolj previdno. Za razliko od javnih podjetij, kjer se poslovodstvo lahko menja pogosteje, je pri nejavnih podjetjih lastnik kot manager lahko prisoten dlje časa, ob upokojitvi pa posel preda družinskemu članu, kar ni nujno vedno tudi uspešno. Zaradi tega dejstva, bi morala biti ocenjena preostala vrednost nekoliko nižja kot pri ocenjevanju javne družbe. Preostala vrednost bi tako ocenili kot likvidacijsko vrednost, saj bi predvidevali, da bo podjetje v prihodnosti prenehalo poslovati (na primer ob upokojitvi lastnika). Takšen izračun preostale

vrednosti ni potreben, če je ocenjena nejavna družba po svojih lastnostih podobna javnim (Damodaran, 2002, str. 685).

3.2 Način tržnih primerjav (angl. *market approach*)

Način tržnih primerjav temelji na predpostavki, da dajejo kupoprodaje premoženj podobnih ocenjevanemu (premoženj s primerljivimi opisnimi in merljivimi lastnostmi, ki jih je možno identificirati in smiselno primerjati) empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega premoženja, pri čemer je pomembno, da gre za transakcije med nepovezanimi osebami (angl. *arm's-length transactions*). Obstajati mora tudi ustrezna podlaga za primerjavo in navezavo na podobna podjetja, ki morajo biti iz iste panoge kot predmet ocenjevanja vrednosti ali pa iz panoge, ki se odziva na enake ekonomske spremenljivke. Podatke, ki se uporabljajo pri načinu tržnih primerjav, lahko črpamo iz javnih trgov delnic, na katerih se trguje z lastniškimi deleži podobnih podjetij, prevzemnih trgov, na katerih so kupljena in prodana celotna podjetja in iz prejšnjih transakcij v zvezi z lastništvom podjetja, ki je predmet ocenjevanja vrednosti (MSOV, str. 143).

V okviru načina tržnih primerjav uporabljamo metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi in metodo kupoprodaj primerljivih podjetij. Pri obeh metodah ocenjujemo vrednost podjetja tako, da določimo tržne mnogokratnike, s katerimi pomnožimo izbrane finančne kategorije ocenjevanega podjetja. Pri prvi metodi izbiramo primerljiva, na borzi kotirajoča podjetja, in na osnovi borznih kotacij na dan ocenjevanja vrednosti izberemo namenu in predmetu ocenjevanja vrednosti primerne tržne mnogokratnike. Pri drugi metodi izbiramo primerljiva podjetja, ki so bila v času čim bližje datumu ocenjevanja vrednosti, predmet transakcij in tako tržni mnogokratniki temeljijo na cenah, doseženih pri nakupih podjetij. Pri tem gre običajno za transakcije obvladujočih deležev, medtem ko se na trgu kapitala praviloma kupujejo in prodajajo manjšinski deleži (Lušnic & Praznik, 2009, str. 15).

3.2.1 Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi

Lušnic in Praznik (2009, str. 15) navajata sedem načel, ki jih je potrebno upoštevati pri metodi primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij:

- izbira primerljivih podjetij;
- izbira tržnih mnogokratnikov;
- določitev časovnega obdobja pri določanju finančnih spremenljivk, pomnoženih z mnogokratnikom;
- prilagoditev izkazov poslovanja ocenjevanega in primerljivih podjetij;
- izbira in tehtanje mnogokratnikov;
- izbira mnogokratnikov iz vzorca primerljivih podjetij;
- prilagoditve vrednosti glede na obvladljivost in tržljivost.

Pri izbiri primerljivih podjetij ni toliko pomembno, da imajo primerljiva podjetja podobne proizvode, kot to, da izberemo podjetja s podobnimi dejavniki tveganja. To pomeni, da

izberemo podjetja, ki imajo podobne značilnosti ponudbe in povpraševanja, prodajne poti ali pa podoben način distribucije. Lahko si pomagamo tudi z drugimi značilnostmi kot so na primer trg, proizvodi in storitve, geografsko območje delovanja, velikost in primerljivi pretekli podatki, na osnovi katerih izberemo primerljiva podjetja. Koliko primerljivih podjetij izberemo, je odvisno od več dejavnikov, najboljši vzorec pa šteje od pet do sedem podjetij. V primeru, da imajo podjetja podobne značilnosti, povezane s stopnjo tveganja, zadostujejo tudi le tri primerljiva podjetja (Praznik, 2004, str. 86).

Ko opredelimo primerljiva podjetja, je potrebno analizirati njihove računovodske izkaze, da ugotovimo in prilagodimo posamezne postavke izkazov, s čimer zagotovimo primerljivost in enaka računovodska izhodišča z ocenjevanim podjetjem. Največkrat prilagodimo računovodske izkaze za izjemne kategorije, poslovno nepotrebno premoženje ali pa za razlike v računovodskih izkazih, ki nastanejo zaradi uporabe različnih računovodskih standardov (Lušnic, 2006, str. 54).

Pri metodi primerljivih podjetij pomnožimo temeljne finančne spremenljivke podjetja (kot so na primer čisti dobiček, EBIT, EBITDA, dobiček na delnico ali bruto denarni tok) z mnogokratniki, ki so pravzaprav inverzna funkcija mere uglavničenja (kapitalizacije), dobimo pa jih iz borznih kotacij primerljivih podjetij. Pri tem je pomembno, da mnogokratnik ocenjevanja vrednosti določimo na enaki finančni spremenljivki ocenjevanja vrednosti (po vsebini in času), kot je predstavljala osnovo za opredelitev mnogokratnika pri primerljivih podjetjih. Mnogokratnik izračunamo s pomočjo naslednje formule (16):

$$MV = \frac{I}{c} = \frac{I}{(d - g)} \quad (16)$$

pri čemer je:

MV = mnogokratnik ocenjevanja vrednosti

c = mera uglavničenja (kapitalizacije)

d = diskontna mera

g = stopnja rasti

Mnogokratniki so kvocienti, ki primerjajo finančne kategorije na borzi uvrščenih podjetij s tržno kotacijo/ceno posameznega podjetja, pri tem pa je pomembno, da se cena oziroma borzna kotacija nujno nanaša na dan ocenjevanja vrednosti ocenjevanega podjetja. S tem zagotovimo, da je v oceno vrednosti vključena komponenta delujočega trga. Datum finančnih podatkov primerljivih podjetij, vključenih v izračun mnogokratnika, se sicer lahko razlikuje od datuma borzne cene delnice, vendar pa je zaželeno, da ta kljub temu ni preveč oddaljen od datuma ocenjevanja vrednosti. Nujno pa je, da je izračunani mnogokratnik pomnožen s finančno kategorijo ocenjevanega podjetja, ki se nanaša na isti datum, kot je bil uporabljen v izračunu mnogokratnika. Od uporabe finančnih kategorij, ki jih uporabimo pri izračunu mnogokratnikov, je odvisno, ali dobimo mnogokratnike celotnega kapitala (na primer celotni kapital/EBITDA) ali pa mnogokratnike lastniškega kapitala (na primer cena/dobiček). Mnogokratnike celotnega kapitala uporabimo ponavadi takrat, ko se primerljiva podjetja

pomembno razlikujejo od ocenjevanega po sestavi kapitala in sredstev. V tem primeru dobimo kot ocenjeno vrednost vrednost celotnega kapitala družbe in moramo zato od te vrednosti odšteti obrestovani dolg, da dobimo vrednost lastniškega kapitala družbe. (Lušnic, 2006, str. 56).

Primer izračuna mnogokratnika (M) cena/dobiček je tako lahko:

$$M = \frac{\text{cena delnice primerljivega podjetja na borzi na dan 31.12.2009}}{\text{dobiček na delnico primerljivega podjetja na dan 31.12.2009}} \quad (17)$$

S pomočjo mnogokratnika izračunamo vrednost podjetja z naslednjo formulo (18):

$$\text{Vrednost podjetja } X = M * \text{dobiček na delnico Podjetja } X \text{ na dan 31.12.2009} \quad (18)$$

Z metodo primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij, dobimo kot osnovo vrednost lastniškega kapitala za manjšinskega lastnika na popolnoma tržljivi osnovi, zato je potrebno uporabiti pribitke ali odbitke za obvladovanje in pomanjkanje tržljivosti, kar bo predstavljeno v četrtem poglavju.

Prednosti te metode so predvsem v tem, da je trg najboljši razsodnik za določanje vrednosti in so cene podjetij, uvrščenih na borzi, na voljo za katerikoli datum ocenjevanja vrednosti. Metoda je zlasti primerna za ocenjevanje vrednosti manjšinskega deleža, saj ni potrebno uporabiti odbitka za manjšinski delež, medtem ko obstajajo za odbitek za pomanjkanje tržljivosti dobre statistične podlage. Slabosti omenjene metode pa so predvsem v tem, da za posamezne panoge ni razpoložljivih podatkov ter je zelo težko najti resnično primerljiva podjetja, ki so ponavadi precej večja od ocenjevanega podjetja. V državah v tranziciji trg kapitala pogosto tudi ni dovolj razvit za pridobivanje kakovostnih primerljivih osnov (Praznik, 2004, str. 44).

3.2.2 Metoda kupoprodaj primerljivih podjetij

Ta metoda temelji na enakih osnovah kot metoda primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij, vendar običajno obravnava kupoprodaje obvladujočih deležev, medtem ko se na trgu kapitala kupujejo oziroma prodajajo manjšinski deleži. Če lahko za trg kapitala trdimo, da gre za kupoprodaje nepovezanih oseb, tega za kupoprodaje ne moremo trditi in moramo zato preveriti, ali gre resnično za kupoprodaje med nepovezanimi osebami (angl. *arm's-length relationship*). Pri kupoprodajah podjetij lahko namreč cena vsebuje tudi druge motive, ki jih opredelitev tržne vrednosti ne upošteva in niso značilni za kupoprodaje med nepovezanimi osebami. Zaradi motivov, kot so na primer prednosti, pridobljene s posedovanjem obvladujočega deleža ali sinergijski učinki nakupa določenega podjetja, je kupec pripravljen plačati ceno s pribitki, ki presega običajne pribitke za obvladujoči delež (Praznik, 2004, str. 91).

Metoda, ki je sicer uporabna predvsem za ocenjevanje vrednosti obvladujočega deleža, saj ni potrebno uporabiti pribitka za obvladovanje, ima kar nekaj slabosti. Čeprav je vsako leto več primerov kupoprodaj podjetij pa je največja pomanjkljivost prav razpoložljivost podatkov o kupoprodajah, ki jih je težje pridobiti kot podatke o podjetjih, uvrščenih na borzah. Prav tako je majhna verjetnost, da bi bila kupoprodaja primerljivega podjetja uresničena na datum ocenjevanja vrednosti ocenjevanega podjetja, in je zato potrebno izbrati časovni okvir primerljivih kupoprodaj, ki temeljijo na približno enakih tržnih razmerah kot na datum ocenjevanja vrednosti (Praznik, 2004, str. 92).

Primerljive kupoprodaje je potrebno iskati v različnih bazah podatkov. Določiti je potrebno enaka merila kot pri metodi primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij, ki pa jih nekoliko omilimo, saj je razpoložljivih primerljivih kupoprodaj manj kot primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij. Praznik (2004, str. 92) na sledeči način določa postopek izbire:

- določimo merila izbire;
- opredelimo širši izbor primerljivih kupoprodaj;
- izberemo vse kupoprodaje, ki ustrezajo merilom;
- obrazložimo razloge za izločitev katere izmed kupoprodaj iz širšega izbora;
- število izbranih kupoprodaj je običajno manjše od števila izbranih primerljivih, na borzi uvrščenih podjetij, zaradi manjšega števila razpoložljivih kupoprodaj med medsebojno neodvisnimi strankami.

3.3 Na sredstvih zasnovan način (angl. *asset-based approach*)

3.3.1 Metoda čiste vrednosti sredstev

Po MSOV (2007, str. 146) na sredstvih zasnovan način oziroma metoda čiste vrednosti sredstev temelji na načelu nadomestitve, kar pomeni, da sredstvo ni vredno več, kot bi plačali za nadomestitev vseh njegovih sestavnih delov. Pri ocenjevanju podjetja je potrebno bilanco stanja, ki upošteva nabavne vrednosti, zamenjati z bilanco stanja, ki predstavlja vsa sredstva (opredmetna in neopredmetna) in obveznosti po *tržni vrednosti*, lahko pa tudi drugi ustrezni trenutni vrednosti.

Metoda, ki jo največkrat uporabimo za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev in le redko za ocenjevanje vrednosti manjšinjskih deležev, je enostavna za razumevanje. Ustrezna je za ocenjevanje vrednosti podjetij, katerih vrednost temelji na vrednosti sredstev oziroma naložb (holdingi), če ocenjujemo obvladujoči delež. V primeru, da imamo opraviti z obvladujočim deležem in je vrednost sredstev poslujočega podjetja nižja, je metoda ustrezna tudi za ocenjevanje likvidacijske vrednosti. Ima pa metoda tudi pomanjkljivosti, saj je običajno delovno zelo intenzivna in zahtevna glede pridobivanja podatkov o tržnih vrednosti posameznih sredstev in obveznosti. Prav tako metoda ni primerna za ocenjevanje tistih poslujočih podjetij, pri katerih njihova vrednost ni odvisna pretežno od materialnih sredstev (Lušnic & Praznik, 2009, str. 9).

3.3.2 Metoda presežnih donosov

Metodo presežnih donosov uporabimo običajno le za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev in le takrat, kadar ni mogoče uporabiti nobene druge metode. Metoda, ki je sicer primerna za ocenjevanje majhnih družinskih podjetij, ima veliko slabosti, saj je lahko sporna in nedorečena glede tega, katere osnove lahko vzamemo za ocenjevanje vrednosti. Metoda ne omogoča vključevanja pričakovane rasti, prav tako pa ne obstajajo statistične osnove za določanje mere kapitalizacije presežnih donosov (Praznik, str. 45).

Praznik (2004, str. 99) v sledečih korakih opiše postopek uporabe te metode: potrebno je:

1. oceniti tržno vrednost opredmetenih osnovnih sredstev;
2. oceniti normalno raven dobička;
3. oceniti zahtevano mero donosa opredmetenih osnovnih sredstev;
4. pomnožiti zahtevano mero donosa iz 3. točke z oceno tržne vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev iz 1. točke;
5. odšteti tako dobljen zmnožek od ocenjene normalne ravni dobička iz 2. točke; tako dobimo presežek donosov;
6. oceniti ustrezno mero kapitalizacije, s katero kapitaliziramo presežek donosov (ta mera je običajno višja od mere donosa opredmetenih osnovnih sredstev);
7. deliti znesek presežnih donosov iz 5. točke z mero kapitalizacije iz 6. točke; to je ocenjena vrednost neopredmetenih sredstev;
8. prišteti tako dobljeno vrednost neopredmetenih sredstev iz 7. točke k tržni vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev iz 1. točke; dobimo oceno vrednosti lastniškega kapitala podjetja;
9. uporabiti odbitek za neobvladljivost in odbitek za pomanjkanje tržljivosti, če ocenjujemo manjšinski delež.

4 PRIBITKI, ODBITKI IN KONČNA VREDNOST

4.1 Pribitki in odbitki

Pratt (2001, str. 3) razvršča odbitke in pribitke v dve glavni skupini, in sicer:

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

Odbitki in pribitki iz prve skupine se nanašajo na podjetje kot celoto in ne izražajo značilnosti posameznih lastnikov. Veljajo za vse lastnike v enaki meri, ne glede na njihov delež in upravljalvske pristojnosti, uporabimo pa jih pred odbitki in pribitki iz druge skupine, tako da jih vgradimo v že uporabljene metode ocenjevanja vrednosti. Ti pribitki in odbitki veljajo za

nekatera posebna dodatna tveganja, ki jih pri ocenjevanju pripisujemo ocenjevanemu podjetju. Primeri odbitkov zaradi posebnih tveganj so lahko:

- odbitek zaradi vpliva ključne osebe;
- odbitek zaradi nerešenih ekoloških problemov;
- odbitek zaradi grozečih sodnih sporov;
- odbitek zaradi posebnih tržnih tveganj ipd.

V kolikor uporabljamo na donosu zasnovan način, mora ocenjevalec vrednosti takšne odbitke vgraditi kot dodatne odstotne točke pri diskonti meri oziroma meri uglavničenja (kapitalizacije). V primeru uporabe načina tržnih primerjav pa odbitke uporabimo kot ustrezno zmanjšanje mnogokratnikov.

Odbitek zaradi vpliva ključne osebe uporabimo takrat, kadar je podjetje odvisno od posameznika ali skupine, ki lahko pomembno vpliva na posamezne poslovne funkcije v podjetju (npr. vodenje družbe, razvoj novega produkta, prodaja, trženje...). Ključna oseba je lahko kdorkoli, na primer prodajnik podjetja, ki sklene več kot polovico vseh naročil podjetja, ni nujno, da je ključna oseba poslovodja ali lastnik podjetja ali da ima v lasti del podjetja (Pratt, 2000, str. 410).

Pribitek za tveganje majhnosti izhaja iz izsledkov raziskav (npr. Rolf W. Banz. (1981). The relationship between Return and Market Values of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18), ki dokazujejo, da stopnja tveganja in temu ustrezen strošek kapitala naraščata z zmanjševanjem velikosti podjetja. Za potrebe izračuna stroška lastniškega kapitala s CAPM modelom uporabimo podatke o pribitku za majhnost podjetij, izračunane s prilagoditvijo za faktor beta. Večina podatkov o velikosti premije za majhnost temelji na ameriških podatkih, apliciranje le-teh pa je pri ocenjevanju slovenskih podjetij lahko sporno; večkrat je potrebno ameriške podatke o premiji za majhnost prilagoditi slovenskim razmeram. Neupoštevanje premije za majhnost oziroma predpostavljjanje, da je le-ta enaka 0, pa bi bilo v nasprotju z znanstvenimi raziskavami in dobro ocenjevalsko stroko. Res pa je, da so danes kapitalski trgi že tako prepleteni, da je popolnoma vseeno, v kateri državi se nahajamo. Investitorji imajo možnost globalne razpršitve premoženja, zato bodo vsa podjetja presojali z globalnega vidika. Tu je potrebno dodati, da so nekateri trgi, tudi slovenski, zelo lokalizirani in na njih prevladujejo pretežno lokalni investitorji, zato je podatke z ameriškega trga smiselno prilagoditi za uporabo v lokalnih razmerah in ni smiselno največjim slovenskim podjetjem pripisovati rezmeroma velike premije za majhnost zgolj zato, ker so majhna z vidika Amerike (Kunovar, 2008, str. 74).

Pribitek za politično oziroma deželno tveganje je pribitek za prilagoditev diskontne mere za posebne dejavnike tveganja v določeni državi. V posameznih državah obstajajo namreč različna finančna (variabilnost tečajev valut, ovire pri menjavi valut, plačilna nesposobnost države), ekonomska (nestabilno gospodarstvo, inflacija) in politična (zavračanje izvajanja pogodb s strani oblasti, nedoseganje gospodarskih planov) tveganja, zaradi katerih

naložbeniki zahtevajo nadomestilo za vlaganja v takšnih državah. Obstaja več načinov, kako izračunati tveganje posamezne države (Hartman, 2010, str. 43):

- mednarodni CAPM model (angl. *International CAPM*);
- svetovno zasnovani CAPM model (angl. *Globally Nested CAPM*);
- model deželnega pribitka (angl. *Country-Spread Model*);
- model relativnega standardnega odklona (angl. *Relative Standard Deviation Model*);
- model deželne bonitetne ocene (angl. *Country Risk Rating Model*);

V praksi za izračun deželnega oziroma političnega tveganja največkrat uporabimo model deželne bonitetne ocene, ki ga izračunamo s pomočjo spodnje formule (19) (Praznik, 2004, str. 66).

$$RP_d = \left(\frac{RP_{ZDA}}{RP_{SLO}} * RP \right) - RP \quad (19)$$

pri čemer je:

RP_d = dodatne odstotne točke k temeljni diskontni meri zaradi tveganja v določeni državi

R_{ZDA} = ocena tveganja za Združene države Amerike po Institutional Investor

R_{SLO} = ocena tveganja za Slovenijo po Institutional Investor

RP = pribitek za splošno kapitalsko tveganje na kapitalskem trgu Združenih držav Amerike

Podatke o oceni tveganj v posamezni državi od leta 1979 dvakrat letno objavlja Institutional Investor. Ekonomisti in analitiki tveganj vodilnih bančnih in finančnih organizacij posamezno državo ocenijo na lestvici od ena do sto z vidika ekonomskih, političnih in finančnih kazalcev, pri čemer država z ratingom sto predstavlja tisto z najmanjšo možnostjo neizpolnitve obveznosti.

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

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

Preden uporabimo pribitke in odbitke moramo najprej skrbno določiti osnovno vrednost, ki jo bomo nato korigirali z ustreznimi pribitki in odbitki. Pribitki in odbitki so namreč brez prave vrednosti, dokler ni natančno določena osnovna vrednost. Ob upoštevanju vidika obvladovanja in tržljivosti lastniškega deleža lahko opredelimo različne ravni vrednosti, ki nam dajo osnovno vrednost, na kateri temelji uporaba pribitka ali odbitka. Praznik (2004, str. 102) na sledeči način opredeli ravni vrednosti:

1. raven: strateška ali sinergijska vrednost;
2. raven: vrednost za obvladujočega lastnika;

3. raven: vrednost za manjšinjskega lastnika, katerega lastniški deleži/delnice se prosto prodajajo na aktivnem trgu kapitala;
4. raven: vrednost deleža za manjšinjskega lastnika v lastniško zaprtem podjetju.

Vse ravni, razen prve, veljajo ob predpostavki delujočega podjetja za tržno vrednost. Prva raven, strateška ali sinergijska vrednost, pa se nanaša na vrednost za naložbenika, ko si le-ta s posebnimi znanji in ukrepi zagotovi dodatne sinergijske učinke in s tem višjo vrednost, kot bi jo lahko dosegel hipotetični voljan naložbenik, kakršnega predvideva standard tržne vrednosti.

4.2 Določitev končne vrednosti

Z različnimi metodami ocenjevanja dobimo različne osnovne vrednosti. Če je cilj opredeliti vrednost, ki se po svojem odnosu do lastnika razlikuje od dobljene osnovne vrednosti, moramo uporabiti odbitek ali pribitek. Z uporabo na **donosu zasnovanega načina** dobimo, ob predpostavki popolne tržljivosti, vrednost obvladujočega ali manjšinskega deleža, odvisno od tega ali smo v števcu enačbe upoštevali denarni tok, ki je na voljo obvladujočemu ali manjšinskemu lastniku. V primeru, da želimo izračunati vrednost za manjšinskega lastnika v lastniško zaprti družbi, bomo v števcu enačbe opredelili denarni tok, ki je na voljo manjšinskemu lastniku, poleg tega pa uporabili odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Če pa želimo dobiti vrednost za obvladujočega lastnika v lastniško zaprtemu podjetju, bomo izhajali iz napovedi razpoložljivega denarnega toka za obvladujočega lastnika in uporabili premijo za kontrolo ter odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ki pa bo v tem primeru nižji. Če je v tem primeru naš cilj dobiti vrednost za manjšinskega lastnika, bomo najprej uporabili diskont zaradi pomanjkanja kontrole in nato še diskont zaradi pomanjkanja tržljivosti. V praksi si bomo seveda prizadevali, da bomo osnovno vrednost čim bolj približali ciljni vrednosti, s čimer se bomo izognili že tako subjektivnim pribitkom in odbitkom (Praznik, 2002, str. 52).

Pri uporabi **načina tržnih primerjav** je dobljena osnovna vrednost odvisna od uporabljene metode ocenjevanja vrednosti. Pri uporabi metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, temelji vrednost podjetja na primerjavah s cenami delnic podjetij, ki kotirajo na borzi. Glede na to, da se na borzah trguje z manjšinskimi deleži, je tradicionalno mnenje ocenjevalcev, da s to metodo dobimo vrednost za manjšinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti. Če želimo pri ocenjevanju lastniško zaprtega podjetja dobiti vrednost za manjšinskega lastnika, bomo ob upoštevanju tradicionalnega mnenja uporabili odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti, če pa je naš cilj določanje vrednosti za obvladujočega lastnika, bomo uporabili pribitek za obvladovanje in odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ki bo v tem primeru nižji. Pri uporabi metode primerljivih transakcij dobimo običajno vrednost za obvladujočega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti. Dobimo pa lahko tudi sinergijsko vrednost, ki je značilna za vrednost za naložbenika, vendar ne dobimo tržne vrednosti. Če želimo oceniti vrednost za manjšinskega lastnika, bomo uporabili odbitek za neobvladljivost in odbitek za pomanjkanje tržljivosti, medtem ko bomo pri vrednosti za obvladujočega lastnika po potrebi uporabili odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ki bo v tem primeru nižji.

Na **sredstvih zasnovan način** običajno predpostavlja obvladujoče lastništvo in se uporablja za oceno obvladujočih deležev, saj lahko le obvladujoči lastnik odloča o razprodaji sredstev ob likvidaciji podjetja oziroma o najgospodarnejši rabi sredstev v poslujočem podjetju, kar sta dve izmed temeljnih predpostavk tega načina. V primeru, da ocenjujemo finančni holding, bo potrebno pri ocenjevanju vrednosti za manjšinskega lastnika uporabiti odbitek za neobvladovanje in po potrebi tudi odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Kako velik bo pribitek za kontrolo oziroma odbitek zaradi pomanjkanja kontrole Praznik (2002, str. 53) pojasnjuje, da je pri ocenjevanju najprej potrebno analizirati vidik kontrole, saj je vrednost lastniškega deleža v kapitalu lastniško zaprtega podjetja le redko enaka sorazmernemu delu celotnega lastniškega kapitala podjetja in je manjšinski delež ponavadi manj vreden od obvladujočega. Koliko pa je manjšinski delež pravzaprav manj vreden, je odvisno od tega, v kolikšni meri lahko lastnik manjšinskega deleža uveljavlja svoje upravljalne pravice. Vrednost deleža lahko enačimo z vrednostjo podjetja le v primeru, ko ocenjujemo vrednost podjetja z enim samim, 100-odstotnim lastnikom, ki ima popoln nadzor nad podjetjem. V vseh ostalih primerih bomo morali razmisliti o uporabi odbitka zaradi pomanjkanja kontrole. Kadar ocenjujemo formalno obvladujoči delež, torej delež, ki je večji od 50% lastniškega kapitala, je velikost odbitka za kontrolo odvisna od številnih dejavnikov. Odbitek bo višji v primeru, da lastnik ne obvladuje nadzornega sveta ali ne more uveljaviti pravice do združitve, prestrukturiranja ali likvidacije podjetja, tudi če so ostali lastniški deleži razpršeni. V primeru, da ocenjujemo formalno manjšinski delež, torej delež, ki je manjši od 50% lastniškega kapitala, pa bo že zaradi tega odbitek nekoliko večji kot v primeru ocenjevanja formalno obvladujočega deleža. Odbitek bo še višji, v kolikor lastnik nima nobenega vpliva na odločitve o prestrukturiranju, likvidaciji ali združitvi, in nima pravice do sedeža v nadzornem svetu. Lahko pa se zgodi, da v primeru ocenjevanja manjšinskega deleža uporabimo tudi pribitek za kontrolo na osnovno vrednost na manjšinski osnovi. Kadar imamo v podjetju dva delničarja s 45% deležem, tretjega pa z 10% deležem, potem slednji lahko s svojim glasom prestopi na eno ali drugo stran, s čimer zagotovi enemu od delničarjev obvladujoči položaj, za katerega pa bi bila morda druga dva delničarja pripravljena plačati premijo za kontrolo. Poseben primer v podjetju je tudi, kadar imamo le dva delničarja in oba s 50% deležem v kapitalu. V takšnih primerih moramo proučiti, ali morda ne obstaja kakšen sporazum ali pogodba, ki bi enemu od lastnikov dala več glasov oziroma večje pravice.

Poleg pribitka za obvladovanje oziroma odbitka za neobvladljivost v drugo skupino odbitkov in pribitkov, povezanih z značilnostimi lastništva v podjetju, spada tudi odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ki ima pri ocenjevanju vlogo izenačevalca manjšinskega deleža v lastniško zaprtem podjetju z manjšinskim deležem v podjetju, z delnicami katerega se trguje na delujočih trgih kapitala. Za lastniške deleže v lastniško zaprtih podjetjih namreč ni trga, na katerem bi bilo mogoče le-te takoj in brez transakcijskih in administrativnih stroškov prodati ali kupiti in so zato ti deleži veliko bolj tvegani, manj zanimivi in posledično tudi manj vredni kot deleži, s katerimi se prosto trguje na organiziranemu kapitalškemu trgu.

Kakšen odbitek bomo uporabili, je odvisno tudi od tega, ali ocenjujemo manjšinski ali obvladujoči delež. Praznik (2002, str. 58) navaja, da merila za določanje odbitka zaradi pomanjkanja tržljivosti pri manjšinskih deležih dobimo iz dveh skupin raziskav, in sicer iz:

- raziskav restriktivnih delnic;
- raziskav prvih javnih ponudb (angl. *initial public offering* – *IPO*).

Za restriktivne delnice, katerih značilnost je, da z njimi določen čas ni mogoče trgovati na organiziranem trgu, se odločajo predvsem podjetja, ki želijo pridobiti svež kapital v čim krajšem času in s čim manjšimi stroški. Cene teh delnic, dosežene v zasebnih transakcijah, se tako primerjajo s cenami delnic istega podjetja, uvrščenimi na borzo. Restriktivne delnice se od navadnih ne razlikujejo po pravicah do dividende in glasovanja ter drugih pravicah, ki jih imajo imetniki navadnih delnic; razlika v ceni je zgolj posledica pomanjkanja tržljivosti. Restriktivne delnice se prodajajo z določenim odbitkom, kar pomeni, da so delnice, s katerimi ni mogoče trgovati na borzi, tudi manj vredne od delnic, s katerimi je mogoče trgovati na prostem trgu. Zaradi določbe, da se po določenem časovnem obdobju z restriktivnimi delnicami lahko prosto trguje tudi na borzi, to merilo ne daje popolnega podatka o odbitku za pomanjkanje tržljivosti. Zaradi dejstva, da bo lastnik restriktivne delnice z njo po preteku določenega obdobja lahko trgoval na borzi, je zanjo pripravljen danes plačati nekoliko več, za razliko od deleža v lastniško zaprtih podjetjih, kjer ni možnosti (ali pa so te majhne), da se bo s temi deleži nekoč trgovalo na borzi. Zaradi omejenosti raziskav restriktivnih delnic so ocenjevalci začeli primerjati cene transakcij z deleži oziroma delnicami, ki so bile realizirane pred začetno javno ponudbo s cenami delnic istih podjetij, ko so bile le-te uvrščene na borzo.

V praksi moramo poleg statističnih osnov, kadar pri ocenjevanju netržnih manjšinskih deležev opredeljujemo odbitek zaradi pomanjkanja tržnosti, po Prazniku (2002, str. 58) upoštevati tudi naslednje dejavnike:

- zgodovino izplačevanja dividend: delnice, za katere lastniki v preteklosti niso dobivali dividend, bo težje prodati kot delnice z redno izplačevanimi dividendami;
- možne kupce: obstoj več možnih kupcev zmanjšuje tveganje prodaje in s tem tudi odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti;
- pravico prodaje pod vnaprej znanimi pogoji: v primeru, da ima lastnik takšno pravico, bo njegov delež mnogo bolj tržen kot normalen manjšinski delež v lastniško zaprtem podjetju;
- možnost uvrstitve na borzo: v primeru te možnosti bo odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti manjši kot v primeru, ko na dolgi rok ni možnosti, da bi se delnice uvrstile na borzo;
- dostopnost do informacij in njihovo zanesljivost: čim lažja je za manjšinskega lastnika dostopnost do informacij in čim večja je zanesljivost teh informacij, tem manjši bo odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti.

Tudi pri ocenjevanju obvladujočega deleža v lastniško zaprtem podjetju moramo opredeliti ustrezen odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti oziroma likvidnosti, ki pa je v tem primeru

mного manjši od odbitka zaradi pomanjkanja tržljivosti pri manjšinskih deležih. Pratt (str. 392) opredeli likvidnost kot nezmožnost lastnika podjetja, da hitro in s čim manjšimi stroški unovči svojo lastnino. V primerjavi z lastnikom delnice, ki je uvrščena na borzo, proda lastnik obvladujočega deleža v lastniško zaprtem podjetju svoj delež mnogo težje, v daljšem obdobju, z večjimi stroški in bolj nepredvidljivim dobičkom.

5 VREDNOTENJE ČLOVEŠKEGA KAPITALA

Človeški kapital postaja vse pomembnejša sestavina vrednosti podjetja. Mnogi so mnenja, da je ustrezno vrednotenje podjetij mogoče le ob upoštevanju človeškega kapitala, od katerega so odvisna predvsem storitvena podjetja, ki bi brez izobraženega in izkušenega kadra težko sledila svojim temeljnim ciljem.

Človeški kapital, ki ga predstavljajo zaposleni s svojimi zmnožnostmi, znanjem, vedenjem in izkušnjami, je sposobnost podjetja, da čim bolj izkoristi znanje zaposlenih in ga usmeri v učinkovito reševanje poslovnih problemov in s tem v zmanjševanje negotovosti podjetja, kar je še posebej koristno v času hitrih in nepredvidljivih sprememb. Problem pa je v tem, da je vrednost človeškega kapitala težko izmeriti in jo zajeti v prihodnjih danarnih tokovih. V teoriji in praksi so se razvile številne metode za merjenje človeškega kapitala, vendar pa imajo vse določene omejitve, zaradi katerih ocenjevalska stroka še ni sprejela merjenja človeškega kapitala kot dela ocenjevanja vrednosti podjetja.

Slabost teh metod je v pomanjkanju sposobnosti hkratnega merjenja sedanje vrednosti človeških virov in njihove fleksibilnosti. Bolj kot je človeški kapital podjetja fleksibilen, lažje in hitreje se podjetje prilagaja in izkorišča nove tehnološke prednosti. Še posebej pomembno je, da je fleksibilno poslovodstvo, ki se prilagaja trenutnim razmeram v hitro spreminjajočem se okolju (Berk & Kaše, 2005, str. 4). Ker metoda neto sedanje vrednosti (in tudi druge metode prihodnjega denarnega toka) zanemarija nekatere ključne spremenljivke investicijskih odločitev, kot na primer sposobnost managementa, da se prilagaja prihodnjim spremembah in vpliva na potek investicijskega projekta, je bila zasnovana nova metoda (angl. *extended net present value*), ki združuje statičen del NSV (zajame sedanjo vrednost denarnih tokov) in vrednost realne opcije, ki je realizirana s strani poslovodstva v obdobju po investiranju (Berk & Kaše, 2010, str. 2).

$$ENPV = \text{pasivna NPV} + \text{vrednost opcije, ki izvira iz aktivnega managementa} \quad (20)$$

Realne opcije so investicije v fizična in neopredmetena sredstva, ki zagotavljajo priložnost odzivanja na prihodnje dogodke. Opcije človeškega kapitala pa so investicije v človeški kapital organizacije, ki omogoča prilagajanje prihodnjim dogodkom (Berk & Kaše, 2010, str. 2).

Vrednotenje drugega dela enačbe (20) temelji na prilagojenem modelu za vrednotenje delniških opcij, ki sta ga razvila Black in Scholes. Berk in Kaše (2010, str. 3) sta predstavila

model za vrednotenje opcije, ki si jo podjetje ustvari z vnaprejšnjim izobraževanjem in investiranjem v človeški kapital. Pri tem gre pravzaprav za merjenje organizacijske fleksibilnosti, ki je ustvarjena z investicijami v neopredmetena sredstva in človeški kapital (npr. urjenje, izobraževanje). Načelo vrednotenja realnih opcij predlaga, da fleksibilnost, ki izhaja iz urjenja (angl. *training*), ovrednotimo kot realno opcijo, ki raste oziroma se širi.

Vrednotenje opcije človeškega kapitala je bilo vzpostavljeno posredno z izračunavanjem razlike med vrednostima dveh tehnoloških opcij, ki se soočata z različnima stanjema človeškega kapitala. Pri vrednotenju sta bili tako primerjani strateški vrednosti dveh enakih investicijskih projektov dveh podjetij z različnima izobraževalnima programoma in posledično z različnima stanjema na področju človeškega kapitala (Berk & Kaše, 2010, str. 6).

6 OCENA VREDNOSTI PODJETJA PROJEKT M D.O.O.

6.1 Ključni elementi ocenjevanja vrednosti

Predmet ocenjevanja vrednosti je slovensko podjetje Projekt M d.o.o., namen ocenjevanja vrednosti pa je oceniti 100% delež te lastniško zaprte družbe (v nadaljevanju Podjetje) z vidika (obvladujočega) lastnika mag. Janeza Novaka. Mag. Novak je v Podjetju kot direktor prisoten že vse od njegove ustanovitve leta 1998, kot lastnik pa od leta 2004, ko se je Podjetje iz zavoda kot organizacijske oblike preoblikovalo v kapitalsko družbo z omejeno odgovornostjo (d.o.o.). Namen uporabe ocene je osebne narave. Lastnik morda želi imeti okvirno oceno Podjetja za morebitno prodajo oziroma odsvojitve lastniškega deleža.

Datum ocenjevanja vrednosti Podjetja, ki ga obravnavamo kot delujoče podjetje, je 31.12.2008; ocenjena vrednost velja izključno le za ta opredeljeni datum ocenjevanja vrednosti.

Kot podlaga za ocenjevanje vrednosti bo v postopku ocenjevanja uporabljena poštena vrednost, ki je znesek, za katerega naj bi seznanjeni in voljni stranki zamenjali sredstvo v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama, sredstvo (ocenjevano podjetje) pa ni izpostavljeno širšemu trgu. Potrebno je poudariti, da bi dejanska cena, dosežena pri prodaji ocenjevanega podjetja, skoraj zagotovo odstopala od ocenjene poštene vrednosti. Razloge za odstopanje gre iskati v različnih faktorjih kot so motivacija ter pogajalske sposobnosti obeh strank, stroški prodaje, morebitni pripadajoči davki, drugi dejavniki, specifični za prodajo...

6.2 Osnovni podatki o podjetju, ki je predmet ocenjevanja vrednosti

Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1998 kot zasebni zavod, nato pa se je leta 2004 preoblikovalo v kapitalsko družbo z omejeno odgovornostjo (d.o.o.), pri čemer je g. Janez Novak vplačal celotni osnovni kapital v višini 326.468 evrov. Od vsega začetka se Podjetje ukvarja z raziskovalno in razvojno dejavnostjo na področjih naravoslovja in tehnologije, s

poslovnim in drugim podjetniškim svetovanjem ter svetovanjem na področju informacijske tehnologije. Svojim strankam nudi storitve s področja projektnega vodenja, strateškega obvladovanja informatike in informacijskih procesov, celovite podpore pri izvedbi projektov informacijske tehnologije, poslovnih študij, optimizacije poslovnih procesov ter javnih naročil.

6.2.1 Poslanstvo in strategija ocenjevanega podjetja

Podjetje, ki svojim poslovnim partnerjem zagotavlja celovite in kakovostne storitve za njihovo uspešno poslovanje, želi v Sloveniji in državah bivše Jugoslavije postati vodilno svetovalno podjetje na področju poslovnega in informacijskega svetovanja. V prihodnosti želijo ohraniti dobre poslovne odnose z obstoječimi strankami ter s ponudbo dodatnih storitev povečati obseg sodelovanja z njimi, hkrati pa najti nove stranke, ki bodo čim bolj neodvisne od trenutnih strank. Zaradi dobrega poznavanja javne uprave, bo le-ta še vedno ostajala njihov strateški partner, vendar pa bo moralo Podjetje paziti na preveliko odvisnost od le-te ter drugih velikih strank. Prav zaradi širjenja mreže strank bo moralo Podjetje povečati svojo prepoznavnost tako v javni upravi kot tudi v gospodarstvu. V tam namen bodo v prihodnjih letih namenili dodatna sredstva prenovi podobe podjetja ter marketinškim akcijam. Kot vsako podjetje želi Projekt M d.o.o. optimizirati stroške poslovanja, kar jim je v preteklosti dobro uspevalo. Cilj podjetja je povečati prihodek na zaposlenega, kar naj bi bilo hkrati tudi eno izmed meril za merjenje uspešnosti posameznikov ter celotnega Podjetja. Podjetje se zaveda, da je izobražen kader ključnega pomena za uspešno poslovanje, zato bodo tudi v prihodnje zaposlovali mlad strokovno izobražen kader. Podjetje se želi razlikovati od konkurence kot najučinkovitejši in najodzivnejši ponudnik storitev ter ponudnik, ki svoje storitve prilagaja potrebam posameznih naročnikov. Želja podjetja je tudi razvoj novih in bolj kakovostnih storitev na obstoječih in novih področjih delovanja.

6.3 Analiza podjetja in njegovega okolja

6.3.1 Makroekonomske razmere in napoved v prihodnje

Gospodarska rast v Sloveniji se od leta 2003 nenehno povečuje, v letu 2007 je dosegla najvišjo raven po osamosvojitvi Slovenije – to je 6,8%, v letu 2008 pa se je spet nekoliko umirila na ravni 3,5%. Na visoko gospodarsko rast so, poleg konjunkturalnih razlogov v EU ter investicij, ki so se v preteklih letih okrepile zlasti zaradi pospešenih naložb v gradbeništvu, ugodno vplivali tudi učinki sprejetih reform, še posebno davčne. Glavni dejavnik gospodarske rasti pa ostaja izvoz blaga in storitev. Po podatkih UMAR-jevih napovedi se bo gospodarska rast v prihodnjih letih umirila, razloge za manjšo rast gre iskati predvsem v manjši domači investicijski dejavnosti ter v konjunkturalnem ohlajanju v mednarodnem okolju. Zaradi posledic mednarodne gospodarske in finančne krize je v letu 2009 prišlo do kar 7,8-odstotnega realnega padca bruto domačega proizvoda. V letih 2010 in 2011 naj bi se gospodarska rast postopoma okrepila na 0,9% in 2,5%. Počasna rast bo posledica zmanjšanja domače zasebne potrošnje zaradi nadaljnjega poslabševanja razmer na trgu dela, znižanja

investicij v gradbeništvu zaradi zaostrenih razmer pri pridobivanju kreditov in državne potrošnje kot posledice racionalizacije javnih izdatkov v vseh javnofinančnih blagajnah.

Inflacija se je v obdobju med letoma 2004 in 2006 gibala v povprečju okrog vrednosti 2,7%, v letu 2007 pa se je močno povečala in je na letni ravni znašala 5,6%. Rast inflacije je skoraj v celoti posledica pospešene rasti cen blaga (predvsem hrane in tekočih goriv za prevoz in ogrevanje). Delno je k povečanju medletne inflacije pripomogla tudi rast cen storitev, ki pa je povezana tudi z uvedbo evra, ko so se bolj kot običajno povišale predvsem cene gostinskih in nekaterih ostalih vrst storitev. V letu 2008 se je zaradi ohlajanja gospodarstva inflacija znižala na 2,1%. Nizko raven je zaradi gospodarske krize pričakovati tudi v prihodnjih letih, s postopnim okrevanjem gospodarske aktivnosti pa se pričakuje tudi povečanje inflacije.

Tudi rast dodane vrednosti je bila v letu 2007 najvišja v zadnjih dvanajstih letih (6,2%), k temu so največ prispevale predelovalne dejavnosti, gradbeništvo ter tržne storitve. Po podatkih UMAR-ja naj bi se rast dodane vrednosti v prihodnjih letih nekoliko umirila zaradi zmanjšanja investicij v gradbeništvu in predelovalni industriji. V letu 2008 je rast dodane vrednosti tako znašala 3,2%, zaradi gospodarske krize pa je bil v letu 2009 zabeležen 7,3% upad dodane vrednosti. Postopno povečevanje dodane vrednosti se po podatki UMAR-ja ponovno pričakuje v letih 2010 in 2011 (0,9% in 2,6%).

Po napovedih mednarodnih institucij se bodo gospodarska aktivnost in svetovni trgovinski tokovi po nizki stopnji rasti v letu 2008 ter padcu v letu 2009 v prihodnjih letih postopoma spet okrepili. Države so z obsežnimi fiskalnimi in monetarnimi ukrepi uspele zajeziiti upadanje gospodarske aktivnosti. V razvitih državah (EU, ZDA), kjer je na letni ravni gospodarska aktivnost v letu 2009 močno upadla, je okrevanje počasnejše, v nekaterih hitro rastočih azijskih državah (Kitajska, Indija), kjer so v letu 2009 zaradi močnega domačega povpraševanja zabeležili le upočasnitev gospodarske rasti, pa je okrevanje hitrejše. Krepitev industrijske proizvodnje je bila spodbujena zlasti z okrevanjem svetovne trgovine. Obseg svetovne trgovine naj bi se po napovedih Mednarodnega denarnega sklada po 12,3% padcu leta 2009 do leta 2012 povišal za okoli 6%.

Bruto domači proizvod evrskega območja se je v letu 2009 skrčil za 4,1%. V sredini leta 2009 je prišlo do prekinitve gospodarskih gibanj, saj so učinki ukrepov za spodbujanje zasebne potrošnje, investicij in ohranjanja delovnih mest ob krepitvi mednarodne trgovine uspeli spodbuditi povpraševanje. Padci gospodarske aktivnosti so bili zaradi različnih obsegov fiskalnih in monetarnih ukrepov ter različnega stanja gospodarskih razmer v različnih državah precej različni. Evropska komisija je ocenila, da so bile učinkom krize bolj izpostavljene države z večjim deležem slabih finančnih naložb in večjimi nesorazmerji na trgih nepremičnin ter tudi tiste z večjo odprtostjo gospodarstva.

Tveganja za rast v mednarodnem okolju ostajajo visoka, kar se odraža v pogostem spreminjanju napovedi mednarodnih institucij in velikem razponu med njimi. Med negativnimi tveganji se povečuje pomen poslabševanja stanja javnih financ v državah

članicah EU, saj se zaradi naraščajočega in dražjega dolga povečujejo tveganja glede sposobnosti odplačevanja dolga nekaterih držav članic. Pomembno tveganje predstavljajo tudi razmere v finančnem sektorju, ki še vedno okreva; nejasno je tudi, v kakšnem regulativnem okvirju bodo finančne institucije delovale v prihodnjih letih.

Podrobnejši pregled glavnih makroekonomskih kazalnikov je prikazan v spodnji tabeli.

Tabela 1: Pregled glavnih makroekonomskih kazalnikov za Slovenijo v obdobju 2005-2011

	stopnje rasti v %						
	2005	2006	2007	2008	2009 (napoved)	2010 (napoved)	2011 (napoved)
bruto domači proizvod	4,0	5,7	6,8	3,5	-7,3	0,9	2,5
inflacija	2,3	2,8	5,6	2,1	1,9	2,0	2,7
razmerje USD/EUR	1,244	1,254	1,371	1,470	1,380	1,430	1,430
stopnja registrirane brezposelnosti	10,2	9,4	7,7	6,7	9,1	10,6	10,9
stopnja brezposelnosti ILO	6,5	6,0	4,9	4,4	5,7	6,7	7,3
produktivnost (BDP na zaposlenega)	3,1	4,5	3,7	0,7	-5,0	2,5	3,4
bruto plača na zaposlenega	2,2	2,2	2,2	2,5	1,9	0,6	1,4
izvoz proizvodov in storitev	10,5	12,3	13,8	3,3	-15,6	4,3	6,3
uvoz proizvodov in storitev	7,0	12,2	15,7	3,5	-17,9	4,1	6,0
investicije v osnovna sredstva	1,5	8,4	11,9	7,7	-21,0	-2,0	3,0
zasebna potrošnja	3,4	4,0	5,0	2,0	2,0	0,0	1,0
državna potrošnja	2,2	4,4	2,5	6,2	3,2	0,2	1,6
gospodarska rast Evrskega območja	1,4	2,8	2,6	0,9	-3,9	0,2	1,6
povprečna cena nafte, v USD/sodček	54,4	65,4	72,7	96,9	63,0	75,0	80,0
6-mesečni EURIBOR (na dan 31.12.), v %	2,6	3,9	4,7	3,0	1,2	n.p.	n.p.

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2009, str. 10 in spletne strani SURS in EURIBOR (na dan 06.05.2009)

6.3.2 Analiza panoge

Podjetje je po standardni klasifikaciji dejavnosti (SKD 2008) uvrščeno v skupino 70.220 – Drugo podjetniško in poslovno svetovanje).

Po podatkih FEACO (Evropska zveza združenj za svetovanje poslovodstvu) (2009, str. 5) je trg svetovalnih storitev v Evropi (angl. *consulting market*) v letu 2008 narasel iz 81 bilijonov evrov na 86,2 bilijonov evrov, kar pomeni 8,2% stopnjo rasti glede na preteklo leto. V letu 2009 se zaradi splošnega gospodarskega ohlajanja pričakuje upad prihodkov. Med vsemi svetovalnimi storitvami največji delež predstavljajo poslovne storitve, storitve razvijanja in integracije ter zunanja izvajanja storitev (angl. *outsourcing*). V letu 2009 se pričakuje, da bodo pomemben delež pridobile storitve za javni sektor ter IT storitve.

Za Podjetje je najpomembnejši domači trg, ki ga sestavljajo javna uprava ter velika in srednja podjetja. Podjetje bo raziskalo možnost širitve poslovanja tudi na segment majhnih in mikro podjetij ter fizičnih oseb. Poleg poslovanja na domačem trgu bo Podjetje skušalo povečati

poslovanje tudi na tujih trgih, predvsem na trgih bivše Jugoslavije; v primeru povpraševanja bodo poslovanje razširili tudi na trge EU.

6.3.3 Finančna analiza

6.3.3.1 Bilanca stanja

Bilance poslovnega izida so prikazane v Prilogi 1.

DOLGOROČNA SREDSTVA

Delež dolgoročnih sredstev med celotnimi sredstvi se je v opazovanem obdobju znižal za 16 odstotnih točk, in sicer z 42% v letu 2005 na nekaj manj kot 20% v letu 2008. Med dolgoročnimi sredstvi podjetje poleg nepremične, v kateri ima poslovne prostore, in drugih opredmetenih poslovnih sredstev (računalniška, pisarniška in druga oprema poslovnih prostorov) izkazuje še neopredmetena dolgoročna sredstva – dolgoročne premoženjske pravice. To so predvsem različne licence za uporabo programske opreme, katerih delež je med celotnimi sredstvi v opazovanem obdobju zanemarljiv.

KRATKOROČNA SREDSTVA

Delež kratkoročnih sredstev se je v obdobju med letoma 2005 in 2008 povečal za več kot 30 odstotnih točk, in sicer z 725 tisoč evrov leta 2005 na 2 milijona evrov v letu 2008. Velik delež med kratkoročnimi sredstvi predstavljajo kratkoročne finančne naložbe, ki v večini predstavljajo presežna denarna sredstva, kratkoročno vezana pri slovenskih bankah. V letih 2006 in 2007 je delež le-teh močno narasel, v letu 2008 pa zaradi poteka bančnega depozita močno upadel. Zanemarljiv delež med kratkoročnimi finančnimi naložbami predstavljajo posojila zaposlenim v obravnavanem podjetju. Kratkoročna sredstva predstavljajo tudi poslovne terjatve ter denarna sredstva, ki so v letu 2008 znašala več kot 1,2 milijona evrov in so predstavljala kar 44% vseh sredstev (sprostitvev depozita). Največji porast denarnih sredstev podjetje sicer beleži v letu 2006, ko so se z 28 tisoč evrov povečala za več kot 1000% na 333 tisoč evrov. Kratkoročne poslovne terjatve v opazovanem obdobju predstavljajo spremenljiv delež med celotnimi sredstvi, v zadnjih letih se njihov delež nekoliko znižuje in predstavljajo okoli 11% vseh sredstev. Med temi terjatvami so terjatve do kupcev ter terjatve do države z naslova davkov.

DOLGOROČNE OBVEZNOSTI

Podjetje v opazovanem obdobju ne izkazuje niti dolgoročnih finančnih niti poslovnih obveznosti.

KRATKOROČNE OBVEZNOSTI

Med kratkoročnimi obveznostmi največji delež predstavljajo poslovne obveznosti, medtem ko finančne obveznosti v opazovanem obdobju predstavljajo zanemarljiv delež. Kratkoročne poslovne obveznosti – obveznosti do dobaviteljev ter države z naslova davkov in prispevkov, so se v opazovanem obdobju gibale spremenljivo. Leta 2008 so dosegale najvišji, 35 % delež med vsemi sredstvi podjetja, in sicer 973.020 evrov.

6.3.3.2 Izkaz poslovnega izida

Izkazi poslovnega izida so prikazani v Prilogi 2.

PRIHODKI

V obdobju med letoma 2005 in 2008 čisti prihodki od prodaje podjetja Projekt M d.o.o. vztrajno naraščajo, v letu 2008 glede na leto 2007 narastejo za skoraj 50%; posledično tudi čisti poslovni izid v opazovanem obdobju narašča (celotni odhodki naraščajo nekoliko počasneje). Največja rast je zabeležena predvsem v zadnjem letu, ki je bilo za Podjetje zelo uspešno. Poleg zagotavljanja kakovostnih storitev svojim naročnikom, usposobljenega kadra in uspešnega vodenja je bilo celotno opazovano obdobje uspešno tudi zaradi ugodnih gospodarskih pogojev.

Podjetje Projekt M d.o.o. svoje čiste prihodke od prodaje dosega na domačem trgu, prisotno pa je tudi na tujih trgih izven EU, predvsem na trgih bivše Jugoslavije. Delež prometa, ustvarjenega na tujem trgu izven EU, se je leta 2006 glede na leto 2005 povečal za 6,33-krat, v letu 2007 pa je zaradi zaključka projekta ta delež spet nekoliko upadel. Vsekakor pa je želja vodstva, da podjetje poveča svoj delež na omenjenih trgih.

Iz analize kupcev podjetja je razvidno, da visok delež med kupci dosega državna uprava, ki je največji naročnik podjetja. V letu 2003 je njen delež dosegal kar 88% vsega prometa, nato pa se je v opazovanem obdobju ta delež postopoma zmanjševal. Večji padec je bil v letu 2006, ko je delež državne uprave znašal 42% letnega prometa. Državna uprava je sicer strateški partner podjetja Projekt M d.o.o., kar le-temu prinaša konkurenčne prednosti, kljub temu pa podjetje stremi k vedno manjšemu deležu prihodkov s strani državne uprave. S povečanjem deleža strank v gospodarstvu se bo zmanjšalo tudi poslovno tveganje, saj podjetje ne bo več v tolikšni meri odvisno od velikega in pomembnega naročnika oziroma nekaj velikih naročnikov iz državne uprave (minimiziranje posledic izgube več strank v kratkem času). Po napovedih direktorja družbe bo med vsemi kupci vedno v določeni meri ostala tudi državna uprava.

Poslovni prihodki v celotnem opazovanem obdobju dosegajo več kot 95% delež med celotnimi prihodki podjetja Projekt M d.o.o.. V primerjavi s preostalimi leti so v letu 2007 nekoliko porasli drugi prihodki, vendar pa je njihov znesek med poslovnimi prihodki zanemarljiv.

ODHODKI

Med celotnimi odhodki največji delež zagotovo predstavljajo poslovni odhodki, med katerimi so najpomembnejši stroški dela ter stroški storitev. Ti v vseh opazovanih letih predstavljajo več kot 85% čistih prihodkov od prodaje oziroma okrog 95% vseh poslovnih odhodkov. Visok delež je razumljiv, saj podjetje deluje v delovno intenzivni panogi z visoko stopnjo dodane vrednosti. V zadnjem letu se je v primerjavi s stroški dela močno povečal delež stroškov storitev, kar je predvsem posledica večjega sodelovanja z zunanjimi

strokovnimi sodelavci. Med poslovnimi odhodki so manj pomembni stroški materiala in amortizacije, prav tako pa sta zanemarljiva deleža drugih ter finančnih odhodkov v celotnih odhodkih podjetja Projekt M d.o.o. v opazovanem obdobju.

Poslovni odhodki se v celotnem opazovanem obdobju gibljejo sorazmerno z gibanjem poslovnih prihodkov, vsako leto znašajo okoli 90% poslovnih prihodkov.

Med stroški storitev so najbolj pomembni stroški zunanjih podizvajalcev, ki podjetju zagotavljajo različna dodatna posebna znanja. Zaradi njihove pomembnosti je podjetje že v letu 2006 nekoliko povečalo sodelovanje s svojimi dobavitelji, največ pa prav v zadnjem letu, ko se je posledično delež stroškov storitev med celotnimi poslovnimi odhodki povečal za dobrih 15%. Intenzivno sodelovanje s podizvajalci pozitivno vpliva tudi na kakovost opravljenih storitev ter posledično na zadovoljstvo naročnikov.

Stroški dela v opazovanem obdobju predstavljajo skoraj 50% delež med prihodki od prodaje. V Podjetju, kjer zaposlujejo strokovnjake s področij informatike, managementa, ekonomije, organizacije in prava, je v vseh opazovanih letih zaposlenih nekaj manj kot 30 oseb, večina vsaj visokošolsko izobraženih. Zaposleni so aktivni v različnih strokovnih združenjih in s svojimi prispevki sodelujejo na številnih strokovnih srečanjih in konferencah, svoje teoretično znanje pa izvrstno dopolnjujejo z delom v praksi v javni upravi in gospodarstvu.

DOBIČEK

Podjetje v celotnem opazovanem obdobju posluje s pozitivnim poslovnim izidom. Leto 2008 je bilo za podjetje najbolj uspešno, saj je povečalo svoj dobiček za več kot 50% glede na leto 2007.

6.3.3.3 Obratni kapital

Analiza obratnega kapitala nam pove, kolikšen del obratnega kapitala je potreben za normalno poslovanje podjetja, njen cilj pa je, da zagotovimo dovolj likvidnih sredstev za izpolnjevanje zahtev poslovanja in kratkoročnih obveznosti, ko le-te zapadejo. Iz Priloge 3 je razvidna analiza ter tudi izračun primerne obsega obratnega kapitala za ugotavljanje napovedi čistega denarnega toka.

Poslovni obratni kapital opredelimo kot presežek gibljivih sredstev nad kratkoročnimi obveznostmi, izračunamo pa ga tako, da od poslovnih kratkoročnih sredstev, ki jih sestavljajo denar, zaloge in terjatve do kupcev, odštejemo poslovne kratkoročne obveznosti, ki jih sestavljajo obveznosti do dobaviteljev ter pasivne časovne razmejitev. Pri tem je pomembno, da izločimo vse tiste dele, ki niso neposredno pomembni za običajno raven poslovanja, kot so na primer kratkoročne finančne naložbe in presežne količine denarja, saj te komponente bilance stanja v večini primerov nimajo narave operativnih sredstev oziroma obveznosti, ampak predstavljajo višek likvidnih sredstev ali poslovno nepotrebna sredstva (Hartman, 2010, str. 67). Na podlagi izračuna obratnega kapitala sem ugotovila odstotek le-tega v

prihodkih iz prodaje in primerjala dobljene podatke s primerljivimi podjetji in panožnimi podatki ter tako ocenila, da je najustreznejša stopnja 23% za celotno napovedano obdobje.

6.4 Vrednost podjetja in njegova cena

6.4.1 Napoved čistega denarnega toka in preostale vrednosti

Napoved čistega denarnega toka za obdobje od leta 2009 do leta 2015 in preostale vrednosti je razvidna na prvi strani Priloge 5, opravljena pa je bila s pomočjo posloводства ter na podlagi opravljenih analiz preteklega poslovanja podjetja ter analize in napovedi makroekonomskih in panožnih gibanj.

Zaradi gospodarske krize in okrevanja gospodarstva po njej sta pri napovedi prihodkov za prvi dve leti upoštevani nekoliko nižji stopnji rasti prihodkov glede na preteklo leto (2% in 3%) kot je posloводство sprva napovedovalo. Z vsakim letom podjetje načrtuje višjo rast prihodkov, le-ti naj bi do leta 2015 naraščali s povprečno 5% stopnjo rasti.

Pri napovedi stroškov sem upoštevala, da bo podjetje v enaki meri kot do sedaj uspešno pri optimiziranju stroškov in se bodo celotni stroški kot v preteklih letih gibal na okrog 50% vseh doseženih prihodkov. Glede na dejstvo, da Podjetje deluje v delovno intenzivni panogi in se zaveda, da so ključ do uspeha kakovostni in motivirani zaposleni, so pri napovedi upoštevani tudi letni stroški izobraževanja zaposlenih ter letna povišanja stroškov plač.

Pri izračunu amortizacije je upoštevana amortizacija tako obstoječih sredstev kot tudi novih investicij, ki so bile določene na podlagi razgovora z direktorjem družbe in so prikazane v Prilogi 4. Poleg nadomeščanja zastarele računalniške opreme Podjetje v letih 2010 in 2011 načrtuje tudi nekoliko večje investicije v opremo poslovnih prostorov.

Na podlagi napovedanih prihodkov in odhodkov in z upoštevanjem davka od dohodkov pravnih oseb sem tako izračunala prilagojeni poslovni izid (NOPLAT), ki sem ga nato prilagodila še za amortizacijo, ki ne predstavlja dejanskega odliva denarja iz podjetja ter za investicije v osnovna sredstva, kar je predstavljeno v Prilogi 4. Pri izračunu neto denarnega toka za celotni kapital je upoštevan še denar, pridobljen z dezinvestiranjem ter vlaganja v obratni kapital. Pri izračunu sem predvidevala, da bo podjetje nekaj dodatnega denarja lahko zaslužilo s prodajo odslužene računalniške opreme, ki bi jo prodali zaposlenim in drugim zainteresiranim. Glede na ugotovitve iz analize podjetja in njegovega okolja ter analize obratnega kapitala (Priloga 3) sem predpostavila, da bo obratni kapital v prodaji v napovedanem obdobju znašal 23%. Vlaganja v obratni kapital tako predstavljajo razliko do ciljne stropnje obratnega kapitala v posameznem letu.

Pri ocenjevanju podjetja velik in pomemben delež končne ocene predstavlja preostala vrednost, katere izračun je razviden iz Priloge 5.

6.4.2 Ocena stroška kapitala

Iz Priloge 6 je razviden izračun diskontne mere oziroma tehtanega stroška celotnega kapitala (WACC), ki je izračunan s pomočjo formule (1). Za ocenjevano podjetje na dan 31.12.2008 znaša 23,23%.

Zahtevana donosnost lastniškega kapitala je bila izračunana s pomočjo CAPM modela ob upoštevanju dodatnih elementov tveganja. Kapitalski pribitek za tveganje znaša 6,43%, kot netvegana mera donosa je bila uporabljena dolgoročna nemška državna obveznica Bund 98 z dospetjem 04.01.2028, katere nominalni donos do dosvetja na dan 31.12.2008 znaša 3,88%. Uporabljen dolgoročni vrednosti papir se ujema z dolgoročnim značajem investicij v lastniški kapital in je podvržen manjšim nihanjem kot kratkoročni vrednostni papirji.

Koeficient beta, ki je bil izračunan s pomočjo formule (5), prilagoditev pa s pomočjo formule (7), znaša 2,75. Pri izračunu sem upoštevala panožno razmerje zadolženosti, to je razmerje D/E, ki ga dosegajo podjetja iz iste panoge kot ocenjevano podjetje. Ali je prilagoditev bete sploh potrebna ali ne, je odvisno od namena ocenjevanja podjetja. V primeru, da potrebujemo oceno vrednosti podjetja zaradi prodaje, je prilagoditev bete odvisna od potencialnega kupca in razpršenosti njegovega portfelja. Bolj kot bo portfelj razpršen, višja bo korelacija portfelja s trgom in manjša prilagoditev bete bo potrebna. V primeru, da oceno vrednosti potrebujemo zaradi prve javne objave (angl. *initial public offering* - IPO), potem prilagoditev bete ni potrebna, saj so potencialni kupci pravzaprav investitorji na delniških trgih (Damodaran, 2002, str. 671).

Izračunani strošek lastniškega kapitala sem dodatno prilagodila za specifična deželna tveganja (1,02%, glej formulo (19)) ter upoštevala pribitek za majhnost, saj je ocenjevano podjetje v primerjavi s tistimi, ki so uvrščena na ameriških borzah, izredno majhno. Pri izračunu je tako upoštevan pribitek za majhnost, ki po Ibbotsonovih izračunih za leto 2008 znaša 5,81%.

Kot strošek dolga je upoštevana nominalna obrestna mera za nova posojila nefinančnim družbam v višini 6,03%. Pri izračunu povprečnega tehtanega stroška kapitala sem upoštevala panožno razmerje dolga v celotnem kapitalu.

6.4.3 Ocena vrednosti

Na podlagi izhodišč poslovanja, napovedi denarnih tokov in izračuna WACC sem ocenila sedanjo vrednost celotnega podjetja. Izračun sedanje vrednosti z uporabo metode diskontiranih prihodnjih donosov je podrobneje predstavljen v Prilogi 5. Napovedane čiste denarne tokove za obdobje od leta 2009 do leta 2015 sem s pomočjo diskontne stopnje prevedla na sedanjo vrednost. S poslovodstvom smo ocenili, da je za omenjeno obdobje še smiselno predvidevati o višini denarnega toka. Sedanjo vrednost pričakovanih donosov po letu 2015 pa smo določili z izračunom preostale vrednosti (formula (11)). Od tako izračunane vrednosti iz kapitala iz poslovne dejavnosti sem odštela obveznosti iz financiranja ter prištela dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe ocenjevanega podjetja, ki jih v višini 2,1 milijona

evrov predstavljajo poslovno nepotrebna sredstva, in tako dobila oceno vrednosti 100% lastniškega kapitala na obvladujoči in tržljivi osnovi.

Glede na to, da ocenjujem vrednost lastniško zaprtega podjetja, je potrebno razmisliti tudi o uporabi odbitka za pomanjkanje tržljivosti. Odbitka za neobvladovanje oziroma pribitka za obvladovanje ne bom uporabila, saj sem pri izračunu izhajala iz denarnega toka, ki je razpoložljiv edinemu (obvladujočemu) lastniku podjetja in sem kot osnovno vrednost dobila vrednost za obvladujočega lastnika. Izračun odbitka za pomanjkanje tržljivosti je podan v Prilogi 7 in znaša 22%.

Z upoštevanjem odbitka za pomanjkanje tržljivosti dobimo ocenjeno vrednost 100% lastniškega kapitala na obvladujoči in netržljivi osnovi na dan 31.12.2008 v višini 3,8 milijonov evrov. Rezultat ocenjevanja sem preverila tudi z analizo občutljivosti na spremembo diskontne mere ter dolgoročno stopnjo rasti. Rezultati pokažejo relativno neobčutljivost podatkov na spremembo dolgoročne stopnje rasti ter nekoliko večjo občutljivost pri spremembi diskontne mere. Ob spremembi diskontne mere za $\pm 1\%$ se vrednost podjetja poveča za 3,16% oziroma zmanjša za 2,86%.

Kljub temu, da je človeški kapital (zaposleni s svojim znanjem in izkušnjami) v ocenjevanem podjetju pomemben in igra pomembno vlogo pri zagotavljanju konkurenčne sposobnosti podjetja, pa pri oceni vrednosti podjetja njegova vrednost ni upoštevana, saj ocenjevalska stroka še ni sprejela merjenja človeškega kapitala kot dela ocenjevanja vrednosti podjetja. Vrednost človeškega kapitala je namreč izredno težko izmeriti in njegovo vrednost zajeti v prihodnjih danarnih tokovih.

SKLEP

Ocena vrednosti podjetja je enaka sedanji vrednosti vseh prihodnjih donosov, ki jih podjetje zagotavlja lastniku, diskontiranih z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa.

Postopek ocenjevanja vrednosti nejavnih družb, obravnavan v diplomskem delu, se bistveno ne razlikuje od postopka pri ocenjevanju javnih družb. Obstajajo pa pomembne razlike pri pridobivanju in izračunavanju vhodnih podatkov o ocenjevanem podjetju ter trgu, na katerem le-to deluje. Za lastniško zaprta podjetja obstaja namreč zelo malo podatkov, zaradi majhnosti pa ta podjetja največkrat tudi težko primerjamo z drugimi, večjimi in na borzo uvrščenimi podjetji, za katere podatke lažje pridobimo. Pri že tako zahtevnem postopku ocenjevanja vrednosti podjetja pa se v praksi srečujemo še z dejstvom, da so kakovostni viri podatkov plačljivi, kar posledično pomeni, da se naša ocena lahko bistveno razlikuje od dejanske tržne cene.

Četudi je teorija vrednotenja podjetij na določenih mestih razumljiva in enostavna, se v praksi izkaže, da temu ni tako. Vrednotenje podjetij je zahtevno opravilo, ocena vrednosti pa je v

veliki meri odvisna od uspešnosti napovedovanja prihodnjega denarnega toka in diskontne mere. K uspešnemu napovedovanju pa seveda veliko pripomore tudi dobro sodelovanje z vodstvom podjetja. Pomembno je, da vodstvo razume postopek ocenjevanja in se zaveda pomembnosti kakovostnih informacij in podatkov, ki jih predloži ocenjevalcu. Kljub temu, da so ocenjevalci strokovno zelo usposobljeni in razgledani, saj morajo poleg teorije poznati tudi ključne razvojne trende v gospodarstvu in določeni panogi, bi brez pomoči vodstva v napovedih denarnega toka težko uspešno predvideli prihodnji razvoj podjetja ter priložnosti, ki jih ponuja panoga.

V praksi zasledimo veliko mero subjektivnosti, ki lahko močno vpliva na končno vrednost ocenjevanega predmeta in posledično tudi na ceno, ki jo investitor dejansko plača za predmet oziroma podjetje. Dobri ocenjevalci bi se morali izogibati subjektivnosti in izračune podkrepiti z empiričnimi ugotovitvami.

V praktičnemu delu diplomskega dela, pri oceni vrednosti slovenskega lastniško zaprtega podjetja, sem v največji možni meri upoštevala vsa dognanja in napotke ocenjevalske stroke z namenom, da bi pridobila čim realnejšo oceno podjetja Projekt M d.o.o. na dan 31.12.2008, ki bi lahko služila lastniku podjetja pri njegovih nadaljnjih investicijskih odločitvah.

Praktični prikaz vrednotenja je bil opravljen s pomočjo metode diskontiranih prihodnjih denarnih donosov. S pomočjo analize preteklega poslovanja podjetja in njegovega širšega in ožjega okolja sem pripravila napoved denarnih tokov ocenjevanega podjetja v obdobju od leta 2009 do 2015 ter jo nato s pomočjo izračunanega povprečnega stroška kapitala prevedla na dan 31.12.2008. Glede na zastavljeni cilj, oceniti vrednost 100% lastniškega kapitala na obvladujoči in netržljivi osnovi, sem od dobljene vrednosti odštela še denarne tokove iz financiranja ter na dobljeno vrednost aplicirala odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti, saj je ocenjevano podjetje lastniško zaprto. Poleg tega njegovo preoblikovanje v denar z najmanjšimi administracijskimi in transakcijskimi stroški ter verjetnostjo, da bomo denar od prodaje dobili v najkrajšem možnem času, ni možno. Tako dobljena vrednost podjetja Projekt M d.o.o. bi na dan 31.12.2008 znašala 3,8 milijonov evrov.

LITERATURA IN VIRI

1. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P.; (soavtorji) Deželan, S., Kuhelj Krajnovič, E., Valentinčič A., Groznik, P. (2004). *Vodnik po predmetu: Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Berk, A. & Kaše, R. (2005). *Measuring Value of an HR Practice: A Case of Real Options Methodology Application*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Berk, A. & Kaše, R. (2010). Establishing the Value of Flexibility Created by Training: Applying Real Options Methodology to a Single Hr Practice. *Organization Science*, 1-16.
4. Banka Slovenije. (2009). *Bilten Banke Slovenije*. (Št. 1, Leto 18). Ljubljana: Banka Slovenije.
5. Damodaran, A. What is valuation? Najdeno 5.decembra 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
6. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (Second Edition). New York: Wiley Finance.
7. FEACO. (2009). *Survey of the European Management Consultancy Market 2008*. Bruselj: FEACO.
8. Koletnik, F. (2006). *Gradivo za izobraževanje za pridobitev strokovnega naziva pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetja: Ocenjevanje vrednosti podjetij (pojem, namen, vrste in pravila za ocenjevanje vrednosti)*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
9. Lušnic, K. (2006). Uporaba metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, pri ocenjevanju vrednosti podjetij. *Revizor*, 09.
10. Lušnic, K. (2007). Pribitek za kapitalsko tveganje: najnovejše raziskave. *Revizor*, 02.
11. Lušnic, K. (2009). *Gradivo za izobraževanje za pridobitev naziva pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij: Ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
12. Lušnic, K. & Praznik, B. (2009). *Gradivo za izobraževanje za pridobitev strokovnega naziva preizkušeni davčnik: Ocenjevanje vrednosti podjetja*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
13. Hartman, A. (2010). *Gradivo za izobraževanje za pridobitev naziva pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij: Ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
14. Kunovar, B. (2008). Določanje premije za majhnost podjetja pri ocenjevanju vrednosti podjetij v razmerah slovenskega gospodarstva. *Revizor*, 03.
15. *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti*. (2007). (Osma izdaja). London: International Valuation Standards Committee.
16. Mramor, D. (2002). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. Podatki o glavnih makroekonomskih kazalnikih za Slovenijo od leta 2005 naprej. Najdeno 6.maja 2009 na spletnem naslovu http://www.stat.si/indikatorji_list.asp
18. Podatki o metodologiji izračuna deželnega tveganja ter ocene deželnih tveganj po Institutional Investors. Najdeno 4.maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.iimagazine.com/Rankings/rankingsRankCCMaGlobal09.aspx?src=http://www.iimagazinerankings.com/rankingsRankCCMaGlobal09/methodology.asp>
19. Podatki o vrednosti medbančne obrestne mere EURIBOR. Najdeno 6.maja 2009 na spletnem naslovu http://www.euribor.org/html/content/euribor_data.html
20. Podatki za izračun bete (beta brez zadolženosti; korelacijski koeficient; delež dolga v strukturni tržne vrednosti kapitala). Najdeno 08.05.2010 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
21. UMAR. (2010). *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2009*. Ljubljana: UMAR.

22. Pratt Shannon, P., Reilly Robert, F. & Schweihs Robert, P.(2000). *Valuing a business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. (Forth Edition). New York: Mc GrawHill.
23. Pratt Shannon, P.(2001). *Business Valuation Discounts and Premiums*. (First Edition). New York: John Wiley&Sons, Inc.
24. Praznik, B. (2002) Premije in diskonti pri ocenjevanju vrednosti podjetij. *Revizor*, 06.
25. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. (1.izdaja). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
26. Pučko, D. (2003). *Strateško upravljanje*. (3.natis). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Slapničar, S.(b.l.). *Analiza računovodskih izkazov – gradivo za vaje pri finančnem računovodstvu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: Zgodovinske bilance stanja	1
PRILOGA 2: Zgodovinski izkazi poslovnega izida	2
PRILOGA 3: Analiza obratnega kapitala	3
PRILOGA 4: Načrtovane investicije podjetja	4
PRILOGA 5: Projekcije izkazov poslovnega izida ter vrednotenje po metodi DFC	5
PRILOGA 6: Izračun povprečnega tehtanega stroška kapitala	7
PRILOGA 7: Študije odbitkov za pomanjkanje tržljivosti	8
PRILOGA 8: Kazalec pokritja finančnih stroškov, ocene ter kreditni razpon	9