

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**PRESOJANJE DOLGOROČNE NALOŽBE
PODJETJA**

Ljubljana, april 2005

MARK POTOČNIK

IZJAVA

Študent Mark Potočnik izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 15.04.2005

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. ODLOČANJE O DOLGOROČNIH NALOŽBAH PODJETJA	2
2.1. USTVARJANJE IDEJ	2
2.2. RAZVRSTITEV DOLGOROČNIH NALOŽB	3
3. STRATEŠKO TVEGANJE	4
3.1. ORODJA ZA PROUČEVANJE DEJAVNIKOV STRATEŠKEGA TVEGANJA	4
3.2. IZGRADNJA UČINKOVITEJŠEGA PRISTOPA RAVNANJA S TVEGANJEM	8
4. EKONOMSKA OCENA DOLGOROČNE NALOŽBE	10
4.1. KRITERIJI ODLOČANJA O DOLGOROČNIH NALOŽBAH	11
4.1.1. Doba povračila	12
4.1.2. Diskontirana doba povračila	12
4.1.3. Neto sedanja vrednost	13
4.1.4. Notranja stopnja donosa	14
4.1.5. Popravljena notranja stopnja donosa	15
4.1.6. Indeks donosnosti	16
4.2. PRIMERJAVE KRITERIJEV ZA PRESOJANJE DOLGOROČNIH NALOŽB	17
5. OCENJEVANJE DENARNIH TOKOV	18
5.1. IDENTIFIKACIJA DENARNIH TOKOV	18
5.1.1. Razlika med relevantnim denarnim tokom in računovodskim tokom	19
5.1.2. Relevanten denarni tok	19
5.1.3. Čas nastanka denarnih tokov	20
5.2. DAVČNI VPLIVI	20
6. ANALIZA TVEGANJA	21
6.1. DONOSNOST IN TVEGANJE	21
6.2. VRSTE TVEGANJ PRI DOLGOROČNIH NALOŽBAH	21
6.2.1. Samostojno tveganje projekta	22
6.2.2. Tveganje projekta znotraj podjetja	23
6.2.3. Tržno tveganje projekta	23
6.3. ZMANJŠEVANJE TVEGANJA	24
7. REVIZIJA USPEŠNOSTI DOLGOROČNE NALOŽBE	24

8. PREDSTAVITEV PRAKTIČNEGA NALOŽBENEGA PROJEKTA IN ANALIZA PO POSAMEZNIH ELEMENTIH NALOŽBE	25
<i>8.1. KRATKA PREDSTAVITEV PODJETJA</i>	25
<i>8.2. PROIZVODNI PROGRAM</i>	25
<i>8.3. CILJI NALOŽBE</i>	26
<i>8.4. ANALIZA PRODAJNEGA TRGA, KONKURENTOV, KUPCEV IN DOBAVITELJEV</i>	26
<i>8.4.1. Analiza trga</i>	26
<i>8.4.2. Analiza konkurentov</i>	27
<i>8.4.3. Analiza kupcev</i>	27
<i>8.4.4. Analiza dobaviteljev</i>	28
<i>8.5. TEHNOLOŠKO – TEHNIČNI ELEMENTI NALOŽBE</i>	28
9. FINANČNA ANALIZA DOLGOROČNE NALOŽBE	29
<i>9.1. PREDRAČUNSKA VREDNOST NALOŽBE</i>	29
<i>9.2. OCENA PRIHODKOV IN ODHODKOV NALOŽBE</i>	29
<i>9.3. OCENA VIROV IN OBVEZNOSTI DO VIROV FINANCIRANJA NALOŽBE</i>	31
<i>9.4. NAČRTOVAN IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA IN IZKAZ DENARNIH TOKOV NALOŽBE</i>	32
10. EKONOMSKA OCENA DOLGOROČNE NALOŽBE	33
<i>10.1. KRITERIJI ODLOČANJA O DOLGOROČNIH NALOŽBAH</i>	33
<i>10.1.1. Doba povračila</i>	33
<i>10.1.2. Neto sedanja vrednost – NPV in tehtani povprečni strošek kapitala – WACC</i>	34
<i>10.1.3. Notranja stopnja donosa</i>	36
<i>10.1.4. Popravljen notranja stopnja donosa</i>	37
<i>10.1.5. Indeks donosnosti</i>	37
<i>10.2. SKLEP NA PODLAGI PRIMERJAVE KRITERIJEV</i>	38
11. SKLEP	38
LITERATURA	40
VIRI	41

1. UVOD

Poslovno okolje se hitro spreminja. Spremembe so tako številne in tako vsakdanje, da je cilj podjetja, da se na njih poskuša čim hitreje odzivati. Potrebne so vedno nove, bolj domišljene rešitve. Te so tem boljše, kolikor kvalitetnejše so informacije, na katerih rešitve temeljijo.

V diplomski delu je predstavljena pomembnost odločanja o dolgoročnih naložbah (*ang. capital budgeting*) podjetja. Naložbe so ključnega pomena, saj podjetje brez stalnega posodabljanja, uvajanja in obnavljanja novosti, ne more obstati in se normalno razvijati. Odločanje o dolgoročnih naložbah je zahtevno in odgovorno delo, ki ima lahko velike posledice pri prihodnjem poslovanju podjetja. Za odločanje o dolgoročnih naložbah je značilno, da so potrebne velike priprave, analize različnih področij ter obvladovanje najrazličnejših tveganj.

Namen diplomskega dela je predvsem predstavitev pomembnosti odločanja o dolgoročnih naložbah za podjetja in procesa presojanja različnih projektov za posodobitev in razširitev podjetja. *Cilj* je utemeljiti pomembnost odločanja o dolgoročnih naložbah na praktičnem primeru hipotetičnega podjetja. Dolgoročne naložbe so v neposredni povezavi s tveganjem. Načrtovanje oziroma napovedovanje v prihodnosti je zaradi pomanjkljivih in negotovih informacij oteženo. Prav zato mora biti podlaga za odločitve o naložbah skrbno in strokovno pripravljena. *Metoda*, uporabljena v diplomski delu, temelji na študiju domače in tuje literature o analizi dolgoročnih naložb in preučitvi gradiva podjetja M, d.o.o.. Na podlagi literature je predstavljen pristop k oceni dolgoročne naložbe. Zaradi zaupnosti podatkov je namesto registriranega imena uporabljeno ime »podjetje M, d.o.o.«.

Tematika je predstavljena v sledečem vrstnem redu. Uvodu sledi predstavitev pomembnosti odločanja o dolgoročnih naložbah ter razvrstitev dolgoročnih naložb po vrstah. V nadaljevanju sledi preučitev pomembnosti strateškega tveganja za podjetja in oblikovanje modernejšega pristopa k učinkoviti strateški politiki podjetja. V četrtem poglavju so predstavljeni kriteriji odločanja o dolgoročnih naložbah. Najtežji nalogi odločanja o dolgoročnih naložbah, oceni denarnih tokov, je namenjeno peto poglavje, ki vključuje davčne vplive slovenske zakonodaje na odločanje o dolgoročnih naložbah podjetij. V šestem poglavju je predstavljena analiza tveganja, vrste tveganj in načini za zmanjšanje tveganja. Teoretični del naloge zaključijo poglavje o reviziji uspešnosti dolgoročnih naložb.

Druga polovica diplomskega dela je namenjena praktični uporabi teorije v prvi polovici diplomskega dela. Ravno zato, je v osmem poglavju praktično prikazana analiza po posameznih elementih naložbe podjetja M, d.o.o.. Predstavljeno je podjetje, proizvodni program, cilji dolgoročne naložbe ter analiza poslovnega okolja podjetja. Zadnji dve poglavji pred sklepom, sta namenjeni finančni analizi dolgoročne naložbe in praktični uporabi kriterijev odločanja glede novih dolgoročnih naložb. Na podlagi informacij in narejenih izračunov, so v sklepu podani zaključki za oceno uspešnosti dolgoročne naložbe podjetja M, d.o.o.. Slednji, služijo tudi kot ključna podpora za odločanje kreditodajalca.

2. ODLOČANJE O DOLGOROČNIH NALOŽBAH PODJETJA

Odločanje o dolgoročnih naložbah je ena najpomembnejših nalog managerjev. Posledice le teh so namreč vidne za daljše obdobje in močno omejuje fleksibilnost podjetja za to obdobje. Vsaka naložba zato zahteva natančno analizo in projekcijo prihodnjih prodaj za čas svoje življenjske dobe. Odločitve o dolgoročnih naložbah namreč v veliki meri vplivajo na strateško usmeritev podjetja, saj so odločitve podjetja za predstavitev novih izdelkov, storitev ali vstop podjetja na potencialno nove trge povezane z velikimi denarnimi izdatki.

Prav zato je odločitev o obsegu sredstev tako ključnega pomena in ima lahko za podjetje resne posledice. Če managerji vlagajo v prevelikem obsegu, lahko svoje podjetje hitro pripeljejo do nepotrebno visokih izdatkov za podjetje (amortizacija, fiksni in drugi stroški). Na drugi pa s premajhnim obsegom naložb, podjetje ne razpolaga z ustrežno opremo. Grozi mu izguba tržnega deleža in stalnih strank, ki pa jih je zelo težko in drago pridobiti nazaj (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 422).

Izrednega pomena za podjetje je tudi čas izvedbe projekta (*ang. timing*). Zato je zelo pomembno pravilno načrtovati prihodnje povpraševanje. Takojšnji odziv na povpraševanje je nemogoč za podjetje, ki deluje ves čas na robu svojih zmogljivosti. Iskanje in najem novih površin ter nakup in montaža ustrezne opreme pa preveč zamudno. Podjetje, ki se na spremembe v povpraševanju ne odzove pravočasno, vzpostavi potrebne kapacitete prepozno. Učinkovito odločanje o dolgoročnih naložbah lahko izboljša čas izvedbe naložbe, kot tudi kvaliteto nakupa opreme. Pomembna je torej pravilna in pravočasna napoved. S tem se lahko izognemo večini težav povezanim z neustreznimi zmogljivostmi in tako prilagodimo zmogljivosti preden se vzpostavi potreba po njih. Na žalost pa večina podjetij ne deluje tako. Podjetja običajno ne povečujejo zmogljivosti ali pa se odločajo za nakup nove opreme tik preden se približajo robu svojih obstoječih zmogljivosti. Zato porast povpraševanja na trgu sproži val povpraševanja vseh podjetij po kapitalnih dobrinah v istem času, kar pripelje do daljših čakalnih rokov in višjih cen.

V primeru, da se podjetje odloči za povečanje zmogljivosti, prodaja pa se ne poveča, podjetje bremenijo veliki stroški in drage neizkoriščene zmogljivosti, ki ga lahko pahnejo v izgube in celo stečaj, zato je natančna napoved prihodnje prodaje zelo pomembna (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 422).

2.1. Ustvarjanje idej

Naložbene ideje prihajajo običajno iz podjetja samega. Ponavadi prve znake zaznajo prodajalci, saj so v stalnem in v neposrednem stiku s kupci. Pogostejše zanimanje za določene izdelke ali storitve prodajalci prenesejo vodjam prodajnih oddelkov. Slednji pa se z trženjskim oddelkom dogovorijo za raziskavo trga, da ocenijo njegovo velikost in perspektivo. V primeru pozitivnega mnenja vodstvo odredi izdelavo predračuna stroškovne cene izdelka. Če ugotovijo, da bi se izdelek prodajal in izdeloval ob ustreznem dobičku, se prižge zelena luč za začetek projekta. Ustvarjanje novih idej za nove in izboljšane produkte je tako ključnega pomena za podjetje. Je

pomemben dejavnik za rast in razvoj podjetja ter za uspešno sodelovanje v hudi tekmi s konkurenco.

Če podjetje razpolaga z sposobnimi in ustvarjalnimi vodjami ter postopek ustvarjanja idej teče nemoteno, je ustvarjanje idej pogosto. Ideje pa žal niso vse dobre. Zato je pomembno tudi dobro proučiti uspešnost dolgoročnih naložb in strogo spremljanje izvedbe le teh (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 423).

2.2. Razvrstitev dolgoročnih naložb

Analiza naložbenih predlogov predstavlja za podjetje velik strošek. Nekatere naložbe zahtevajo bolj podrobno analizo, druge manj. Glede na to, podjetja razlikujejo med sledečimi naložbami (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 424):

1. *Zamenjava: vzdrževanje delovnega sredstva v proizvodnji.* Izdatki namenjeni zamenjavi izrabljenega ali pokvarjenega osnovnega sredstva. Potrebno se je odločiti ali nadaljevati s proizvodnjo ali uporabiti enak proizvodnji proces. Navadno je odgovor na obe vprašanji pozitiven, zato odločitve o zamenjavi osnovnega sredstva ne zahtevajo obsežnih elaboratov in s tem običajno ne predstavljajo izdatkov za podjetje.
2. *Zamenjava: namen zmanjšanja stroškov.* V to kategorijo spadajo izdatki za zamenjavo delujočega, a zastarelega osnovnega sredstva. Namen zamenjave je predvsem zmanjševanje stroškov dela, materiala in drugih stroškov (elektrika). Te vrste odločitev zahtevajo izjemno natančno analizo alternativne rešitve.
3. *Razširitev ponudbe.* Sem vključujemo izdatke povezane z povečanjem proizvodnje, in razširitvijo prodajne mreže ali distribucijskih centrov. Za sprejetje teh odločitev je potrebno vložiti veliko denarja, saj so tukaj napake pogostejše in analize zahtevnejše. Potrebno je narediti natančne napovedi rasti in povpraševanja v prihodnosti. Odločitve se običajno sprejemajo na višjih nivojih odločanja.
4. *Razširitev: novi izdelki in novi trgi.* Te naložbe so namenjene proizvodnji novih izdelkov in vstopu na nove trge. Odločitve te vrste so strateško pomembne za podjetje saj lahko spremenijo temeljno politiko podjetja in so ponavadi povezane z visokimi stroški, ki obetajo prihodke šele čez nekaj let. Potrebna je natančna analiza in odločitve se navadno sprejemajo v samem vrhu podjetja – s strani članov uprave, kot strateški plan podjetja.
5. *Varnost in okoljevarstvo.* Izdatki potrebni za uskladitev z zakonodajo, delovnimi sporazumi in zavarovalnicami so predmet te skupine. Nemalokrat so strošek, ki ne obljublja nobenih prihodkov. Odločanje je odvisno od obsega stroška.
6. *Raziskave in razvoj.* Za večino podjetij, ki resno delujejo v tekmi s konkurenco, ti izdatki predstavljajo sorazmerno največji delež. Prihodnji prihodki iz tega naslova so zelo negotovi ter prinašajo rezultate šele čez leta kasneje. Odločanje ponavadi zahteva posebno metodo imenovano »drevo odločanja«.
7. *Ostalo.* V to skupino spadajo raznovrstni izdatki, kot so: zgradbe za pisarne, parkirni prostori, letala... Odločanje in ravnanje v teh primeru se spreminja od podjetja do podjetja.

3. STRATEŠKO TVEGANJE

Strateško tveganje je neposredno povezano z različnimi vidiki strateškega obnašanja podjetij in vsebuje vse spremembe v ekonomskem okolju, ki spreminjajo pogoje poslovanja podjetij. Podjetja naj bi tveganje prepoznala, analizirala in se nanj ustrezno odzivala v procesu celovitega obvladovanja tveganja (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005).

Tveganje in občasni neuspehi so nekaj vsakdanjega in podjetje jih mora sprejemati ter se po najboljših močeh bojevati s ciljem doseganja končnega uspeha. Sodobni svet prinaša vse več strateških povezav med podjetji, ki v niti ne tako daljni preteklosti, niso bile tako močne kot danes. Poslovni strategji se vse bolj zavedajo dimenzije strateških povezav med subjekti na trgu, globalnega načina poslovanja in odvisnosti od lastne začrtane strategije. Napačno zasnovana strategija, je lahko vzrok za propad podjetja in ponovno razporeditev sredstev. V primeru, da podjetje sistematično spremlja tveganje propada in ima izpostavljene varnostne mehanizme, da se mu lahko zoperstavi in na ustrezen način prilagodi spremenjenim spremembam na trgih, na katerih je izpostavljeno, lahko s popravnimi ukrepi omili posledice neugodnega razpleta dogodkov oziroma zgrešene poslovne strategije.

Strateško tveganje je povezano z strateškim načrtovanjem in poslovno politiko. Podjetja naj bi neprestano skrbela za doseganje čim večje vzdržne konkurenčne sposobnosti. V tem sklopu naj bi proučevalo ponujene priložnosti, nezadovoljene potrebe potrošnikov, slabosti konkurentov in lastne neizkoriščene zmožnosti. Podjetje samo naj ne bi čakalo na poslovne priložnosti, temveč naj bi jih samo aktivno ustvarjalo. Proces prepoznave, oziroma kar celotnega obvladovanja tveganja je pri tem neločljivo povezan s strateškim načrtovanjem vodstva podjetja. Vsi dejavniki tveganja naj bi bili na primeren način upoštevanji pri oblikovanju strategije. Nekaterim se z opredelitvijo poslovne strategije podjetja lahko popolnoma izognemo, pred drugimi se zaščitimo, nekatere pa tudi zavestno prevzamemo in zanje vzpostavimo rezervne načrte (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005).

3.1. Orodja za proučevanje dejavnikov strateškega tveganja

Podjetje naj bi se torej preučevanja strateškega tveganja lotila v sklopu presojanja poslovnih strategij. Podjetja poskušajo na vse načine pridobiti potrošnikovo naklonjenost, prednost pred tekmeči in si pridobiti varen obstoj na trgu. Zaradi različnih trženjskih pristopov in strateških pobud vsakega podjetja, ki ustrezajo le konkretni situaciji, je izbor strategij številen. Drugače rečeno, število strategij ustreza številu tekmecev. Kljub temu pa izbrano strategijo določata le dva pogoja (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005):

1. Ali je ciljna skupina široka ali ozka in
2. Ali podjetje zasleduje strategijo primerjalne prednosti na podlagi nizkih stroškov ali razlikovanja proizvodov.

Poslovna strategija je strategija poslovanja za določeno strateško poslovno enoto (SPE) oziroma skupino proizvodov. Njeno bistvo je opredeljevanje poti do konkurenčne prednosti podjetja, od

katere bo odvisna njena uspešnost. Poslovna strategija vsebuje cilje glede proizvodov in trgov za določeno strateško poslovno enoto, zato kaže prihodnje aktivnosti podjetja v posameznih panogah. Gre za to, kako bo podjetje izboljševalo tržne pozicije na prodajnih trgih, katere privlačne segmente bo obdelovalo, kakšna bo širina njegove strateške skupine proizvodov (storitev), koliko ožjih skupin proizvodov bo le-ta vsebovala ter na kakšni osnovi bo sledilo na ravni poslovne enote različnim poslovnim aktivnostim, da bi doseglo možne sinergične učinke. Poslovna strategija mora biti pravilno izvedena iz celovite strategije podjetja ali z njo vsaj skladna (Pučko, 2001, str. 204).

Bistvo poslovne strategije je biti drugačen. To pomeni, da namenoma izbiramo drugačen način ali vrsto aktivnosti, da bi pridobili konkurenčno prednost in ponudili edinstveno mešanico (Thompson, Strickland, 1999, str. 133).

4 ključne strategije lahko izpostavimo (Thompson, Strickland, 1999, str. 135):

1. Strategija nizkih stroškov:

Strategija temelji na želji podjetja, da postane najugodnejši ponudnik proizvodov ali storitev na trgu, ki je cenovno občutljiv. Cilj je vodenje stroškovno zelo učinkovite politike v podjetju, ki zagotavlja zadostno stroškovno prednost pred konkurenco. Strategija nizkih stroškov pa kljub imenu, ne predstavlja strategijo absolutno najnižjih stroškov, temveč relativno najnižjih stroškov glede na konkurenco. Pri zasledovanju te strategije morajo managerji biti pozorni na vključitev vseh elementov, ki so za potrošnika ključni. Slabo opremljena ponudba bi namreč prej oslabila prednost, kot pa jo okrepila.

Poudariti je potrebno tudi »imunost« stroškovne učinkovitosti pred posnemanjem. Za podjetje je izjemno pomembno, da je podjetje čim dlje v prednosti. Če bi konkurenca z relativno nizkimi stroški in enostavno posnemala stroškovno učinkovitost vodilnega podjetja, slednje ne bi doseglo pričakovanih donosov. Vrednost konkurenčne prednosti se torej meri z njeno obstojnostjo.

2. Strategija razločevanja:

Bistvo te strategije je ustvariti posebnost, ki je privlačna za kupce in obstojna. Ta strategija je privlačen pristop, ko preference in zahteve potrošnikov presegajo standardizirano ponudbo. Da bi strategija razločevanja uspela, je potrebno podrobno preučiti zahteve in obnašanje ciljnih potrošnikov in tako ugotoviti kaj potrošniki pojmujejo kot pomembno. Te ugotovitve je potrebno vgraditi v proizvod ali storitev in tako jasno in vidno ločiti izdelek od konkurence ali pa zasnovati popolnoma nov izdelek ali storitev, ki bo v očeh kupcev nekaj posebnega. Bolj kot je izdelek ali storitev za kupce privlačen, bolj se ti »navežejo« na sam proizvod. Podjetje si tako ustvari povezavo s kupci, kar še dodatno poveča konkurenčno prednost.

Uspešna strategija razločevanja podjetju omogoči doseganje pribitka k ceni (*ang. premium price*) za svoje izdelke, povečanje prodanih količin (pridobitev dodatnih kupcev, zaradi privlačnih atributov izdelka) ter pridobitev zvestobe kupcev do znamke (nekateri kupci postanejo močno navezani na znamko podjetja in tako na proizvode).

Razločevanje poveča dobičkonosnost vedno, kadar pribitek k ceni pretehta dodatne stroške razločevanega proizvoda. Razločevanje proizvoda pa je lahko neuspešno, če kupci v zadostni meri ne cenijo posebnosti proizvoda in se posledično ne odločajo za nakup. Podobno se zgodi tudi, če tekmeci prehitro posnemajo attribute novega proizvoda.

Vodilno podjetje ima torej dve možnosti za doseg pribitka k dobičku. Prva je namenjena izključno za cenovno občutljive potrošnike. Temelji namreč na cenovni politiki, ki z najugodnejšo ceno privabi čim večje število kupcev, kar poveča dobiček podjetja. Pri drugi možnosti, pa se podjetje odloči, da ne bo spreminjalo cenovne politiko. V tem primeru podjetje pridobi večjo maržo, kar izboljša donosnost naložbe in poveča prihodke od prodaje.

3. Strategija najugodnejšega nakupa:

Strategija je osnovana na dejstvu, da ponudimo kupcem največ vrednosti za njihov denar. To uresničimo tako, da kombiniramo poudarek na nizkih stroških in razločevanju proizvodov. Ideja je ponuditi nadpovprečen proizvod, ki ustreza ali celo presega kupčeve zahteve pri kvaliteti, obenem pa ostaja cenovno zelo zanimiv. Cilj je torej postati cenovno ugoden ponudnik izdelkov in storitev, ki so dobre do odlične kvalitete in s tem izriniti dražje ponudnike primerljivih izdelkov s trga. Takšen pristop imenujemo strategija ponudnika z najnižjimi stroški (*ang. best-cost provider strategy*). Če hoče podjetje vpeljati takšno strategijo mora kupcem ponuditi izdelek, ki po kvaliteti, karakteristikah in ponudbi ustreza primerljivim konkurenčnim proizvodom, a je stroškovno konkurenčen. Da podjetje lahko uspešno vpelje takšno strategijo mora imeti dober »know-how«, finančne vire in ustrezne zmogljivosti. Le najuspešnejša podjetja zmorejo istočasno povečevati stroškovno učinkovitost in izboljševati lastnosti proizvoda ali storitve. Takšna podjetja proizvajajo izdelek z nadpovprečno vrednostjo tako, da izravnava strateški poudarek nizkih stroškov in strateškega razločevanja izdelka. Z drugimi besedami, je strategija »hibrid«, ki omogoča podjetju na trgu ponuditi nadpovprečno vrednost za kupca.

Na trgih, kjer vlada raznolikost kupcev in je razločevanje proizvodov stalnica, potrošniki pa so cenovno in vrednostno občutljivi je strategija najugodnejšega nakupa zagotovo boljša od čiste strategije nizkih stroškov ali strategije razločevanja. To je zato, ker se podjetje z strategijo najugodnejšega nakupa, lahko pozicionira kot ponudnik izdelkov srednje kvalitete s podpovprečno ceno ali kot ponudnik visoko kvalitetnih izdelkov z ugodno ceno. Pogostokrat imajo kupci raje izdelek, ki je srednje pozicioniran, kot pa najcenejši ali najdražji proizvod.

4. Strategija tržne niše na podlagi (a) nizkih stroškov, (b) razločevanja

Strategija te vrste temelji predvsem na usmeritvi podjetja v ozek del trga. Ta delček trga je lahko specifičen zaradi njegove geografske posebnosti, ali posebnih potreb pri uporabi proizvoda. Namen strategije tržne niše je boljše zadovoljiti nišne kupce kot konkurenca. Podjetje lahko realizira to strategijo na podlagi nizkih stroškov ali pa ponudi kupcem izdelek, ki je za potrošnike bolj privlačen.

Strategija tržne niše na podlagi nizkih stroškov ali razločevanja postane privlačna kadar so izpolnjeni sledeči pogoji:

- tržna niša je dovolj velika, da je produkcija lahko dobičkonosna
- tržna niša ima rastoči potencial
- tržna niša ni ključna za uspeh glavnih konkurentov
- podjetja mora razpolagati z ustreznimi zmogljivostmi in finančnimi viri
- podjetje se lahko učinkovito brani pred konkurenco z uveljavljenim imenom

Za izbiro konkurenčnih strategij naj bi se podjetje odločalo na podlagi petih t.i. Porterjevih silnic (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005). Prvo silnico predstavlja *pogajalska moč kupcev*, ki se presoja na različne, bolj ali manj kvalitativne načine. Drugo silnico predstavlja *pogajalska moč dobaviteljev*. Pomembneje jo opredeljujejo obseg nabav, stopnja razločevanja vhodnih surovin, proizvodov oziroma storitev, možnost njihove zamenjave v proizvodnem procesu oziroma procesu ustvarjanja dodane vrednosti... Tretja silnica predstavlja *nevarnost vstopa novih konkurentov*, za kar so ključnega pomena ekonomija obsega, vstopne ovire, višina nepovratnih stroškov vstopa, razpoložljivost ustrezno izobražene delovne sile, značilnosti krivulje učenja, višine absolutnih stroškovnih prednosti, v nekaterih dejavnostih pa tudi zahteve po minimalnem kapitalu. *Nevarnost pojava in obstoja substitutov* predstavlja četrto silnico, ki naj bi jo podjetje upoštevalo pri snovanju in izbiri strategije. Nevarnost je večja v primeru, da je nagnjenost potrošnikov k zamenjavi proizvodov različnih konkurentov velika. V primeru, da večina podjetij zasleduje strategijo cenovnega konkuriranja, je ta odvisna od potrošnikovega zaznavanja razločevanja proizvodov in od stroškov ter časa, potrebnega za menjavo proizvoda oziroma storitve. Zadnja silnica pri izbiri strategije pa je *stopnja konkurence v dejavnosti*. Nanjo v zelo veliki meri vpliva razpršenost in moč kupcev, število ponudnikov na trgu in njihova moč ter nevarnost vstopa novih ponudnikov. Ti trije dejavniki namreč ključno vplivajo na osnovni tržni mehanizem – ponudbo in povpraševanje. Nadalje je lahko konkurenca v precejšnji meri tudi odvisna od potrošnikovih zaznav substitutov. V primeru, da je substitutov veliko, je konkurenca nedvomno močnejša.

Pri izbiri strategije mora podjetje pazljivo proučiti posamezne silnice in predvideti mogoče oziroma verjetne spremembe v prihodnosti. Spremembe v okolju in sprememba razmerij med interesnimi skupinami na trgu povzročijo neprestano spreminjanje poslovnega okolja, ki se lahko z nekoč močno naklonjenega, prevesi v močno sovražnega.

Kot pomoč pri izbiri poslovne strategije služi analiza prednosti, slabosti, priložnosti in groženj - *SWOT analiza*. Ta temelji na osnovnem načelu, da morajo strateški nameni podjetja ciljati na primerno usklajenost med sredstvi in zunanjim okoljem. *Prednost* predstavlja nekaj v čemer je podjetje dobro ali mu izboljšuje konkurenčnost. Podjetju lahko prednost predstavlja določeno znanje, pomembno fizično sredstvo, izkušeni zaposleni, odlična organizacijska struktura... *Slabost* predstavlja nekaj, kar podjetju manjka v primerjavi s konkurenco in ga postavlja v slabši položaj. Sem uvrščamo pomanjkanje strateške vizije, zastarelo opremo, previsoko zadolženost, visoke stroške na enoto glede na konkurenco... *Priložnosti* predstavljajo pomemben faktor za oblikovanje strategije. Podjetju lahko priložnost predstavlja nova ciljna skupina ali možnost

razširitve na nova geografska območja, razširitev ponudbe, konec carin... Pogostokrat določeni faktorji za podjetje predstavljajo *grožnjo* za dobičkonosnost in položaj na trgu. Prihod nove tehnologije, predstavitev novih izdelkov s strani konkurence, vstop cenejših konkurentov in podobni, lahko močno destabilizirajo prihodnje poslovanje podjetja. Naloga managerjev je predvideti ta tveganja na prihodnje poslovanje in priprava ustreznih aktivnosti za omejitev ali ublažitev teh tveganj (Thompson, Strickland, 1999, str. 105-113).

Dober pregled nad elementi te analize je za podjetje ključnega pomena pri izgradnji strategije za prihodnje poslovanje podjetja. Negotovost se namreč spreminja s časom in situacijo. Napovedovanje na podlagi preteklih podatkov velja le v pogojih stabilnosti. V bolj nemirnem obdobju ali kadar želimo planirati dolgoročno je bolj primerno uporabiti *analizo scenarijev*. Slednja ima pomembno vlogo, saj podjetje prisili realneje razmišljati o prihodnosti, pri tem pa se čedalje bolj oblikuje občutek za tveganje, saj so razni ukrepi lažje predstavljeni. Z uporabo scenarijev podjetje z oblikovanjem verjetnostne porazdelitve potencialnih dogodkov skuša predvideti, s kolikšno verjetnostjo lahko pričakuje določen dogodek, naj si bo za podjetje negativen ali pozitiven.

Pri strateškem odločanju pa seveda ne gre zanemarjati izsledkov *teorije iger*, predvsem nekooperativnih. Teorija iger je namreč neprecenljivo orodje za presojanje interakcij podjetij na trgu. Zelo koristni orodji proučevanja strateških priložnosti podjetja pa prav gotovo predstavljata tudi *dinamično programiranje* in *realne opcije* (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005).

3.2. Izgradnja učinkovitejšega pristopa ravnanja s tveganjem

Raziskave kažejo, da večina podjetij nima izgrajene jasne vizije ali strategije tveganja (Graham, Harvey, 2001, str. 187-243). Managerji na žalost tveganju še vedno ne namenijo dovolj pozornosti. Slabe analize in nepremišljene odločitve pa lahko hitro pripeljejo do nepopravljivih posledic za podjetje. Zato morajo podjetja bolj resno razmišljati o tveganju in prilagoditi obvladovanje tveganja strategiji podjetja.

Potreben je drugačen, izboljššan pristop k strateškemu tveganju. Pristop, ki bo omogočal managerjem varovati podjetje pred katastrofalnimi izgubami in jim pomagal ohraniti pričakovan poslovni izid, in s tem vrednost delnice. Sestavljen iz šestih korakov in razvit skozi intenzivno sodelovanje z različnimi podjetji bo managerjem omogočal ocenjevanje procesa obvladovanja tveganja in implementacijo sprememb (Clarke, Varma, 1999, str. 420).

1. Postavitev smernic

Ta korak je namenjen spoznavanju in opredelitvi tveganja s strani delničarjev in podjetja ter določanju glavnih področij tveganja (poslovanje, priložnosti, tržno tveganje). Ključna naloga je, da se s pomočjo intervjujev opredeli tveganje podjetja in razmišljanje o njem s strani managementa in delničarjev. Prvi korak se običajno začne s temeljitim pregledom infrastrukture, procesov odločanja in sistemov poslovanja. Določijo se omejitve tveganja in ustrezne prioritete.

Na koncu tega koraka vodstvo podjetja dobi jasno sliko o dejavnikih tveganja in pomembnosti tveganja.

2. Izhodišče in primerjava

V tem koraku vodstvo oceni tveganje in dohodke ter upošteva vrednote vlagateljev in drugih delničarjev. Vrednostno ocenimo glavne elemente tveganja in prioritete, analiziramo dejavnike tveganja in načrtamo trenutne procese. Za tržno tveganje (*ang. market risk*) je ocenjevanje resda enostavno, vendar pa pri ocenjevanju poslovnega tveganja (varnost, tehnološko tveganje) naletimo na težave. Slednje običajno ocenimo s pomočjo domnev. Izkušnje kažejo, da sodelovanje ljudi, ki neposredno delujejo v procesu prinaša bolj natančne ocene poslovanja. Obvladovanje tveganja in procese v podjetju primerjamo s primerljivimi vodilnimi podjetji na svetu, da določimo njegov položaj. Priporočljiva je tudi primerjava s podjetji, ki delujejo v drugih dejavnostih.

3. Oblikovanje vizije

Naloga managementa je nadzor in opazovanje okolja podjetja. Vodstvo je zadolženo tudi za prepoznavanje nevarnosti in priložnosti za podjetje ter za oblikovanje primerne odgovora glede na naklonjenost delničarjev tveganju. Vizija obvladovanja tveganja vsebuje več plasti, od opazovanja, merjenja in ukrepov obvladovanja tveganja. Vodstvo podjetja mora zato razviti primerno strategijo. Lahko zmanjša vloženi kapital z delitvijo tveganja in dohodkov med sovlagatelje, dobavitelje in kupce ali zmanjša negotovost s sodelovanjem z izkušenimi partnerji. Tveganje lahko podjetje zmanjša tudi s pripravo scenarijev, dodatnimi načrti in razpršitvijo.

4. Izboljšave poslovnega procesa

Na podlagi podatkov zbranih v predhodnih korakih se management odloči o najprimernejši izboljšavi poslovanja. Izboljšave poslovnega procesa so snovanje aktivnosti, dokumentiranje politik, upravljanje z aktivnostmi in vzporedna obdelava podatkov za vsakodnevno operativno odločanje. Za ocenjevanje celotnega tveganja projekta lahko podjetje uporablja matriko tveganja, ki določa položaj vsakega projekta na tako imenovani »premici tveganja«.

Oblikovanje procesnih sprememb se običajno dogaja na več področjih. Na področju *strategije in politike podjetja* mora vodstvo izoblikovati jasno strategijo obvladovanja tveganja že v fazi oblikovanja vizije in postopno to prenesti v politiko podjetja. Politika podjetja izraža cilje tveganja, nivoje tolerance, še sprejemljive aktivnosti, specifične odgovornosti povezane s tveganjem, merjenje tveganja in poročanje. Ko so smernice o tveganju sprejete mora vodstvo poskrbeti za uveljavitev in zavezo k tem. Naslednje področje, kjer so potrebne procesne spremembe je *merjenje tveganja*. Tu se uporabljajo posebna orodja, ki aktivno pomagajo managerjem pri ravnanju s tveganjem. Po raziskavah narejenih med managerji je najtežja naloga prepoznati informacije povezane z morebitnim tveganjem. Veliko podjetij zato uporablja tako imenovano računalniško podporo za nadzor nad tveganjem (*ang. PC-based risk dashboard*), ki managerjem omogoča celoten pregled nad različnimi vrstami tveganja (deželno, projektno, kreditno, poslovno, okoljevarstveno...). Nenazadnje pa se spremembe v upravljanju s tveganjem

morajo nanašati tudi na *poslovanje in sisteme v podjetju*. Sem spadajo predvsem IT infrastruktura, notranja kontrola in smernice poslovanja (*ang. operating guidelines*).

5. Vpeljevanje sprememb

Kot v vseh strateških procesih, je ključ za zagotovitev uspešnega dolgoročnega upravljanja s tveganjem, uspešno vpeljevanje sprememb. Pri slednji se moramo posvetiti predvsem dvema področjema: ljudem in procesom. Prvo področje zajema predvsem zavezo in sodelovanje managementa in zaposlenih. Odgovorni za vpeljevanje sprememb morajo delovati uravnoteženo in razpolagati s strokovnjaki za tveganje, vodstvenim osebjem in nižjim managementom, ki je neposredno povezan s področjem spremembe. Za celoten proces je zelo pomembno, da je izveden postopno in voden s strani vodilnih managerjev iz podjetja.

6. Vpeljevanje nenehnih sprememb

Obvladovanje tveganja je neskončen proces. Nenehno je potrebno vpeljevati nove spremembe, rešitve, ideje... Uspešnost odločanja mora biti ves čas nadzorovana, dejanski rezultati se morajo primerjati s planiranimi in aktivnosti morajo biti aktualizirane.

Pri tveganju navadno ločimo med štirimi stopnjami razvoja obvladovanja tveganja. Prva stopnja je na ravni posameznega *podjetnika*. Na tej stopnji je pristop vnaprej opredeljen, tako da ne obstajajo nikakršni postopki. Vsaka podružnica vodi svoje poslovanje ali pa vse vodi le en podjetnik. Na drugi stopnji je že predstavljena *birokracija*. Vpeljani so formalni postopki, izogibanje tveganju in standardizacija. Ta stopnja pomeni sicer napredek za podjetja, a je podjetje zato počasno, togo in nenaklonjeno tveganju. *Procesni management* oziroma tretjo stopnjo predstavlja že izboljševanje procesov in izboljševanje kadrov. Vendar pa se obvladovanje tveganja še vedno razlikuje od obvladovanja tveganja namenjenega povečanju vrednosti delničarjev. Sledi najbolj razvita stopnja, to je *strateško obvladovanje tveganja*. Podjetje na tej stopnji izraža »zdravo« kulturo obvladovanja tveganja, z namenov povečanja vrednosti podjetja (Clark, Varma, 1999, str. 420).

Vzpostavitev strateškega obvladovanja tveganja ni enostavno. Podjetje potrebuje dober načrt za doseg cilja, sposoben kader in učinkovite procese, da lahko doseže spremembe. Če je program za vpeljevanje obvladovanja tveganja uspešen, bo podjetje postalo močnejše, finančno bolj varno in v zavist vsem svojim tekmecem.

4. EKONOMSKA OCENA DOLGOROČNE NALOŽBE

Temelj vsakega ekonomskega vrednotenja (tako načrtovanega kot preteklega) v poslovnem sistemu, je odnos med vlaganji in z njimi doseženimi rezultati.

Vsaka odločitev o dolgoročnih naložbah predstavlja izbiro ene izmed večjega števila možnih rešitev. Za izbiro najboljše možne rešitve s stališča upravičenosti in sprejemljivosti so na razpolago različne analitične metode, ki objektivno prikažejo prednosti in stroške posameznih možnih rešitev. Uporaba posameznih metod je odvisna od pogojev, v katerih se posamezna

odločitev o dolgoročni naložbi nahaja. Težko je najti univerzalno metodo, ki bi dajala v vseh primerih idealne rešitve, zato je potrebno za vsako vrsto naložbenih odločitev poiskati ustrezno metodo. Vsaka od njih ima svoje prednosti in slabosti, vsaka ocenjuje le posamezne vidike naložbe (Bierman, Smidt, 1993, str. 59).

Vendar pa samo merilo oziroma metoda ne more biti edini kriterij za sprejem odločitve o dolgoročni naložbi. V primeru negotovosti moramo poleg izmerljivih ekonomskih elementov, upoštevati še vse druge elemente (tudi nefinančne), ki niso neposredno merljivi in nujno odločajo o dokončni izbiri najuspešnejše naložbene možnosti (Stepko, 1980, str. 12).

Ocena upravičenosti naložb se torej izvaja s pomočjo določenih kriterijev, s katerimi izražamo učinke naložb. Ločimo med statičnimi in dinamičnimi kriteriji presojanja naložb, in sicer glede na to ali vključujejo časovno komponento ali ne.

4.1. Kriteriji odločanja o dolgoročnih naložbah

Statični oz. konvencionalni kriteriji ne upoštevajo časovne vrednosti denarja in zadostujejo samo za grobo presojo poslovnih rezultatov naložbe, zato jih uporabljamo le redko oziroma vedno v sklopu z dinamičnimi kriteriji. Slednji pri vrednotenju naložbenih projektov upoštevajo čas in imajo zato odločilno težo pri odločitvah o dolgoročnih naložbah (Pučko, Rozman, 1993, str. 301).

Statični kriteriji so uporabljeni bolj v predinvesticijskih študijah, saj dajejo hitro, a grobo, nenatančno sliko učinkovitosti posamezne naložbe.

Statična ocena pomeni prvo grobo presojo poslovnih rezultatov naložbenega projekta. Po mnenju nekaterih avtorjev omenjeni kriteriji sploh ne merijo uspešnosti naložb. Statični kriteriji bi naj zasledovali cilje, ki za nosilce odločitev niso zelo pomembni ali pa vsebujejo nesprejemljiva predvidevanja o koristih naložbe, s čimer zanemarjajo bistvene elemente, ki lahko vplivajo na sprejetje ali zavrnitev naložbene možnosti.

Vendar pa kljub slabostim nudijo koristne informacije o določenih značilnostih naložbe, ki v dinamičnih kazalcih niso neposredno vidne. Enostavnost in hitrost pa žal ne odtehta neupoštevanja časovne komponente naložb. Ti kriteriji opazujejo učinke samo v enem poslovnem letu, izbran časovni presek pa je lahko najboljši, povprečen ali najslabši v ekonomskem obdobju neke naložbe. Statični kriteriji zato niso merilo za odločanje o dolgoročnih naložbah, ampak le dodatna specifična informacija, ki je sicer implicitno zajeta v dinamičnih kriterijih (Pučko, Rozman, 1993, str. 302).

Raziskave kažejo, da kljub pomembnim pomanjkljivostim statičnih kriterijev nekatera podjetja pri ocenjevanju dolgoročnih naložb še vseeno uporabljajo te kriterije. Ta pojav včasih razlagajo z dejstvom da mala podjetja, ki so kapitalsko omejena, preferirajo naložbene projekte, katerih doba povračila je krajša. Časovno bolj oddaljeni pozitivni denarni tokovi lahko namreč ogrozijo

normalno poslovanje podjetja. Takšne ugotovitve kažejo torej povezavo med izbiro kriterijev za presojanje dolgoročnih naložb in velikostjo podjetja (Graham, Harvey, 2001, str. 189).

4.1.1. Doba povračila

Doba povračila je opredeljena kot pričakovano število let, potrebnih za povračilo vloženih sredstev. Je bil prvi formalen kriterij za oceno učinkovitosti naložbenih projektov. Po tem kriteriju je najbolj uspešna tista naložba, ki ima krajšo dobo povračila. Če imamo torej več naložbenih projektov se odločimo za tistega, ki ima najkrajšo dobo povračila (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 426).

Če pa gre za oceno naložbe, pri kateri moramo oceniti, ali je ekonomsko opravičena ali ne, je naložba upravičena, če je njena doba povračila krajša od nekega normativnega maksimalnega roka povračila (Rusjan, 1990, str. 180).

Prednost tega kriterija je, da lahko do določene mere sklepamo o tveganosti in likvidnosti naložbenega projekta, medtem ko so slabosti tega kriterija, da ne upošteva donosnosti naložb v celotni življenjski dobi, ne upošteva trajanja osnovnih sredstev in različne dinamike donosov in vlaganj ter izloča naložbe z daljšo dobo povračila ne glede na njihovo donosnost. Ta kriterij je priporočljiv vsaj za začetno presojo ene naložbe, nima pa lastnosti, da bi izmed več možnih naložb izbrali ekonomsko najbolj upravičeno (Rejc, Lahovnik, 1998, str. 108).

4.1.2. Diskontirana doba povračila

Zaradi pomembnih pomanjkljivosti dobe povračila nekatera podjetja uporabljajo nekoliko spremenjen kriterij dobe povračila, ki se imenuje diskontirana doba povračila (*ang. discounted payback period*). Ta je zelo podobna dobi povračila, vendar je pričakovan denarni tok diskontiran s stroškom kapitala projekta. Diskontirana doba povračila je torej opredeljena kot pričakovano število let potrebnih za povračilo vloženih sredstev ob upoštevanju diskontiranega denarnega toka (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 427).

Finančna teorija večinoma zavrača statične kriterije, ker zanemarjajo časovni horizont denarja, vendar jih mnoga podjetja pri svojih odločitvah še vedno uporabljajo. Uporaba dinamičnih kriterijev pa z leti narašča. Navadno se podjetja poslužujejo kombinacije obeh kriterijev saj le tako vodstvo podjetja deluje uspešno pri odločitvah o dolgoročnih naložbah (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, 1994, str. 173).

V začetku petdesetih let je nastopil hiter razvoj poslovnih financ in razvile so se dinamični kriteriji. Tej kriteriji so zasnovani na analizi diskontiranih denarnih tokov (*ang. discounted cash flow - DCF*), ki omogoča izračun neto sedanje vrednosti, notranje stopnje donosa, indeksa donosnosti in popravljene notranje stopnje donosa.

Diskontna stopnja je pri ocenjevanju ekonomske upravičenosti posameznih naložb velikega pomena. Z diskontno stopnjo prevedemo vse prihodnje pozitivne in negativne denarne tokove na sedanjo vrednost, torej na začetno leto nič. Tako bo donosnost naložbe odvisna od (Mramor, 1998, str. 21):

- celotnega pozitivnega denarnega toka, prevedenega na sedanjo vrednost;
- celotnega negativnega denarnega toka, prevedenega na sedanjo vrednost;
- diskontne stopnje, ki je bila uporabljena za pretvorbo v sedanjo vrednost.

Pristopi diskontiranih denarnih tokov implicitno predpostavljajo, da se bomo naložbenega projekta lotili zdaj in da bo trajal nepretrgoma po določeni časovni skali do konca njegove pričakovane življenjske dobe, čeprav je prihodnost negotova (Coy, 1999, str. 119). DCF kriteriji namreč ne upoštevajo potencialne dodatne vrednosti projekta, ki jo prinašata prilagodljivost in inovacije managementa, ki lahko spremenita potek naložbe (Copeland, Howe, 2002, str. 8). Takšni posegi managementa ali operacijske odločitve dajejo, glede na spremenjene razmere na trgu med življenjsko dobo projekta, podjetjem večje možnosti za višje donose oziroma minimiziranje izgub v spremenljivem tržnem okolju (Dias, Ryals, 2002, str. 125).

Ena izmed glavnih pomanjkljivosti DCF kriterijev je, da ne upošteva, kako lahko negotovost poveča vrednost naložbenega projekta, ampak pri večjem tveganju, le prilagodi oziroma poveča diskontno stopnjo (Leslie, Michaels, 1997, str. 103).

Tej kriteriji pri taki predpostavki pasivne zaveze managementa določeni operativni strategiji ponavadi podcenjujejo vrednost naložbe. Navadno jih vrednotimo s pomočjo metodologije realnih opcij (Trigeorgis, 2000).

V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni sledeči najpomembnejši dinamični kriteriji: neto sedanja vrednost, notranja stopnja donosa, popravljena notranja stopnja donosa in indeks donosnosti.

4.1.3. Neto sedanja vrednost - NPV

Osnovna značilnost neto sedanje vrednosti (*ang. net present value – NPV*) je, da upošteva časovno preferenco denarja. Metoda sloni na diskontiranih denarnih tokovih. Za implemetacijo tega kriterija je potrebno najti sedanjo vrednost vsakega denarnega toka, tako pritoka kot odtoka, ga diskontirati z zahtevano diskontno stopnjo in sešteti diskontirane denarne tokove. Seštevek se imenuje neto sedanja vrednost projekta. Če je neto sedanja vrednost projekta pozitivna, sprejmemo projekt. V nasprotnem primeru projekt zavrnamo. Če moramo izbrati samo en projekt med več variantami, se odločimo za tistega, ki ima najvišjo neto sedanjo vrednost.

Matematični izraz za neto sedanjo vrednost je torej naslednji (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 429):

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad [1]$$

Kjer je:

NPV = neto sedanja vrednost

k = s strani podjetja zahtevana donosnost dolgoročne naložbe (strošek kapitala)

t = življenjska doba naložbe

CF = pričakovani denarni tokovi naložbe v posameznem obdobju

Med tehtanjem o sprejetju oziroma zavrnitvi nove dolgoročne naložbe je ključen podatek o stroških kapitala (*ang. weighted average cost of capital - WACC*). Ta predstavlja strošek oziroma ceno dolgoročnih in trajnih virov financiranja podjetja. Podjetje pri odločanju o dolgoročnih naložbah zanima samo strošek dodatnega kapitala, ki ga potrebuje za realizacijo novih dolgoročnih naložb in ne strošek že »obstoječega« (*ang. embeddet rate*) kapitala (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 80).

Raziskave pa kažejo, da več kot polovica podjetij izračunava WACC za novo naložbo napačno. Podjetja namreč za svoje dolgoročne naložbe na tujih trgih uporabljajo strošek »obstoječega« kapitala in ne strošek dodatnega kapitala (Graham, Harvey, 2001, str. 232).

Pozitivna vrednost NPV je torej ključna za sprejem naložbenega projekta, saj le ko je NPV večja od nič podjetje realizira stopnjo donosnosti, ki je večja od kriterija naložbe, to je diskontne stopnje, s katero smo diskontirali prejeme in izdatke. Na ta način bomo izbrali tisto naložbo, ki bo maksimirala sedanjo vrednost dobička (Bierman, Smidt, 1993, str. 48-49).

Slabost te metode je v tem, da ne upošteva različne življenjske dobe in različnih naložbenih stroškov potencialnih naložb. Tem se izognemo s pomočjo metode nadomestitvene vrednosti (*ang. replacement chain method*) ali metode enakovrednih letnih anuitet (*ang. equivalent annual annuity method*) in tako naredimo projekte z različno življensko dobo, medsebojno primerljive za potrebe odločanja o dolgoročnih naložbah. Diskontno stopnjo, ki jo uporabimo za izračun, moramo sami določiti, ker ne obstaja neka univerzalno določena. Objektivnost je torej nemogoča, kar vpliva na rezultat kalkulacije neto sedanje vrednosti. NPV pa je seveda dosežena, če se vse upoštevane predpostavke izpolnijo (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 114-125).

4.1.4. Notranja stopnja donosnosti - IRR

Notranja stopnja donosnosti (*ang. internal rate of return - IRR*) je definirana kot diskontna stopnja pri kateri je sedanja vrednost pričakovanih denarnih pritokov enaka sedanji vrednosti stroškov naložbe.

Enačba za izračun IRR je sledeča (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 432):

$$NSV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0 \quad [2]$$

Pomembnost diskontne stopnje pri kateri sta izenačeni sedanja vrednost pričakovanih denarnih pritokov in sedanja vrednost stroškov naložbe je pomembna zaradi tega, ker je IRR projekta pričakovana donosnost od projekta. Torej če IRR projekta preseže stroške financiranja projekta, je presežek po plačilu stroškov kapitala namenjen povečanju vrednosti imetja delničarjev.

Sprejetje projekta, katerega IRR je večja od stroškov kapitala, bo torej povečalo vrednost delničarjev. Na drugi strani, pa bo sprejetje projekta, katerega IRR je manjša od stroškov kapitala projekta, slaba odločitev za podjetje. Odločitev za slednjo, bo zmanjšalo imetje delničarjev. Točno ta *točka preloma* diskontne stopnje projekta je torej izključnega pomena za uporabnost notranje stopnje donosnosti (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 433).

IRR kriterij je pri managerjih priljubljen zaradi upoštevanja varnostne meje in vseh pričakovanih denarnih tokov projekta. Vendar pa ima tudi svoje pomanjkljivosti. Kadar imamo izmenjujoče pozitivne in negativne neto denarne tokove od naložbe, nam lahko da več možnih rezultatov. Uporaba IRR je neustrezna tudi pri medsebojno izključujočih projektih, ki se razlikujejo po obsegu in časovni razporeditvi denarnih tokov. Pomanjkljivost notranje stopnje donosa je tudi, da implicitno predstavlja možnost reinvestiranja v višini notranje stopnje donosa in ne v višini stroškov kapitala (kot NPV), kar je realnejša predpostavka (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 432-440).

Kljub neštetim pomanjkljivostim ta kriterij še vedno uporabljajo. Njegova prednost je, da je izražen v odstotku in tako neposredno primerljiva z diskontno stopnjo oziroma obrestno mero. Raziskave na velikem številu podjetij različnih velikosti (392 podjetij) kažejo večji delež uporabe IRR in NPV kriterijev pri podjetjih z visokim finančnim vzvodom pri podjetjih, ki izplačujejo dividende in podjetjih javnega sektorja (Graham, Harvey, 2001, str. 197-201).

4.1.5. Popravljen notranja stopnja donosa – MIRR

Popravljen notranjo stopnjo donosnosti (*ang. modified internal rate of return – MIRR*) so razvili predvsem zato, da bi lahko IRR konkuriral NPV. V praksi se je izkazalo, da imajo managerji raje kriterij, izražen z relativno mero (IRR), kot pa kriterij, ki je izražen z absolutno mero (NPV). Vendar pa lahko pride pri uporabi IRR do vrste težav in ni najbolj zanesljiv kriterij. Te težave naj bi odpravljala popravljen notranja stopnja donosa. MIRR pravilno uporablja reinvesticijsko stopnjo na ravni stroškov kapitala in rešuje problem večkratnih IRR. Edina težava pri tem kriteriju se pojavi v primeru, ko gre za velike razlike v obsegu naložb pri medsebojno izključujočih projektih (Mramor, 1998, str. 30).

Enačba za izračun MIRR je sledeča:

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^n CF_t * (1 + WACC)^{n-t}}{\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+r)^t}}} \quad [3]$$

Postopek izračuna MIRR je naslednji (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 441):

1. Za vse denarne pritoke izračunamo prihodnjo vrednost na dan zaključka življenjske dobe projekta.
2. Izračunamo sedanjo vrednost vseh vlaganj v celotni življenjski dobi, povezanih z naložbenim projektom, na dan začetka naložbe, pri čemer je zahtevana stopnja donosa enaka stroškom kapitala ($r = WACC$).
3. Izračunamo notranjo stopnjo donosa tako prilagojenih vrednosti denarnih tokov, ki predstavlja popravljeno stopnjo donosa.

MIRR je vsekakor boljši kazalec kot IRR, saj kaže bolj resnično stopnjo donosa naložbenega projekta oziroma dolgoročno pričakovano stopnjo donosa in pravilno upošteva oportunitetni strošek kapitala v času. Vendar pa je za izbiro le enega med mnogimi projekti še vedno boljša mera NPV, saj je boljši indikator učinkovitosti posameznega projekta k rasti podjetja.

4.1.6. Indeks donosnosti – PI

S kriterijem neto sedanje vrednosti dobimo kot rezultat ocene uspešnosti naložbene možnosti absolutni znesek. Pogosto se to dejstvo prišteva med pomanjkljivosti kriterija neto sedanje vrednosti. To poskusimo odpraviti s prevedbo tega kriterija v relativno obliko.

Indeks donosnosti izračunamo kot (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 107):

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+k)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+k)^t}} \quad [4]$$

Kjer je:

CIF = »cash inflow« oziroma denarni pritoki

COF = »cash outflow« oziroma denarni odtoki

n = življenjska doba naložbe

$WACC$ = strošek kapitala

Indeks donosnosti (*ang. profitability index – PI*) je tako kot kriterij MIRR nastal kot odgovor na slabosti kriterija IRR. Implicitno namreč upošteva dejstvo, da naj bi naložbe, ki zahtevajo večja vlaganja, dajale tudi sorazmerno višje donose. Indeks nam pokaže relativno donosnost oziroma sedanjo vrednost pričakovanih denarnih pritokov, glede na sedanjo vrednost ene denarne enote pričakovanih denarnih odtokov. Slabost tega kriterija je, da nudi drugačne zaključke kot NPV

kadar gre za velike razlike v obsegu naložbe pri medsebojno izključujočih projektih, ko PI ne upošteva pravilno obsega naložbe (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 107).

4.2. Primerjave kriterijev za presojanje dolgoročnih naložb

Kljub temu, da se zdi da podjetja pri odločanju o dolgoročnih naložbah uporabljajo le enega izmed kriterijev, pa je v realnosti drugače. Podjetja uporabljajo splet vseh kriterijev skupaj, ki jih primerjajo in analizirajo. Vsaka od metod osvetljuje namreč posamezen vidik naložbe, njene donosnosti in tveganja.

Doba povračila pokaže primerjavo med tveganjem in likvidnostjo analizirane naložbe. Daljše obdobje pomeni za podjetje da bo vloženi denar dlje časa ostal v projektu, torej da bo projekt relativno nelikviden in da je potrebno narediti projekcijo prihodnjih denarnih tokov, kar poveča tveganje naložbe.

NPV odraža absolutno mero koristi za lastnike podjetja, zato je zagotovo najboljša samostojna mera donosnosti projekta. IRR tudi izraža mero donosnosti naložbe, vendar je ta izražena v relativnem številu in je zato med managerji bolj priljubljena. IRR vsebuje tudi informacijo o varnostni marži (*ang. safety margin*), ki jo metoda NPV ne, zaradi česa lahko pride do navidezne enakosti med projektoma, ki pa sta si po velikosti različna.

MIRR vključuje vse prednosti IRR, saj predvideva reinvesticijsko stopnjo in rešuje problem večkratnih IRR (*ang. multiple IRRs*). PI meri donosnost glede na stroške naložbe in, enako kot IRR, odraža tveganje projekta.

Vsaka kriterij odraža drugačno informacijo za managerje in jih je, glede na relativno enostavnost izračuna, potrebno pri odločanju upoštevati skupaj. Kateremu kriteriju dati večjo utež je odvisno od projekta. Bilo bi namreč nespametno v celoti ignorirati rezultate enega od kriterijev ali temeljiti odločitve izključno na osnovi le enega. Kriteriji za presojanje dolgoročnih naložb morajo služiti kot pomoč pri odločanju, ne pa izključno kot nadomestek za pametno odločanje (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 443).

Managerji bi morali skeptično gledati na vsak projekt, ki ima visok NPV, IRR ali PI. Popolna konkurenca namreč nima pozitivnih NPV, ker imajo vsa podjetja med seboj enake možnosti. Če ima projekt pozitivno NPV, potem to pomeni, da na trgu obstaja neka nepravilnost. Managerji morajo zato ugotoviti odkod ta nepravilnost izhaja, preden se odločijo za sprejetje naložbe. Podjetja se morajo zato, ob projektih z daljšo življenjsko dobo, pred tem zavarovati s patenti, inovacijami, novimi prodajnimi pristopi...

Managerji morajo biti torej pozorni na naslednje tri stvari (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 444):

- Če ne moremo identificirati razloga za pozitivno NPV vrednost projekta, potem je pozitivna NPV naložbe v prihodnosti vprašljiva.

- Pozitivna NPV ni zgolj naključje, ampak je rezultat konkurenčne prednosti.
- Konkurenčne prednosti trajajo različno dolgo in so pretežno odvisne od hitrosti in sposobnosti konkurence.

5. OCENJEVANJE DENARNIH TOKOV

Najpomembnejši in tudi najtežji korak pri odločanju o dolgoročnih naložbah je ocenjevanje prihodnjih denarnih tokov naložbe. Ta vsebuje vse elemente povezane z ocenjevanjem prihodnjega denarnega toka – cena na enoto, prodajna cena, proizvodjalni stroški in vložena sredstva. Projekcija denarnih tokov je namreč podlaga za izvedbo dobrih odločitev o dolgoročnih naložbah. Natančno oceniti prihodnje denarne tokove je zato težka naloga in napake so pogoste. Projekcije denarnih tokov za velike projekte, razvoj povsem novega izdelka ali storitve se zlahka sprevrnejo v povsem napačne. Napake, pa lahko manjše podjetje, ki je finančno šibkejšo, poženejo v stečaj.

Ocenjevanje denarnih tokov sestavlja veliko spremenljivk, posameznikov in oddelkov v podjetju. Na začetku oddelek trženja, na podlagi cenovne elastičnosti, reklamne odzivnosti, stanja ekonomije, konkurence in trendov v potrošniških okusih izdelava napoved prodaje in zastavi prodajno ceno. Potrebe za nakup proizvodne opreme in drugih sredstev povezanih z novim projektom podjetje pridobi od razvojnega oddelka. Temu sledijo računovodski, proizvodni in prodajni oddelek, kjer izdelajo kalkulacijo stroškov (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 460).

Finančni oddelek je torej odgovoren za pridobivanje informacij iz različnih oddelkov (trženjski oddelek, razvoj), zagotavljanje enakega vzorca domnev za vse posameznike povezane z izdelavo ocene denarnih tokov in za zagotavljanje nepristranskosti poročil in uporabljenih napovedi za ocenjevanje denarnih tokov. Zadnja naloga je predvsem pomembna, saj managerji pogosto postanejo osebno navezani na svoje projekte (*ang. pet projects*), kar kvira nepristranskost napovedi (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 460).

Skoraj nemogoče je oceniti število problemov, na katere lahko naletimo pri ocenjevanju denarnih tokov ali preceniti pomembnost dobrih napovedi pri odločanju o dolgoročnih naložbah.

5.1. Identifikacija denarnih tokov

Začetna točka vsake analize odločanja o dolgoročnih naložbah je identifikacija *relavantnih* denarnih tokov. Odločanje o dolgoročnih naložbah mora zato biti osnovano na podlagi denarnega toka in ne na podlagi računovodskega knjiženja. Zato je potrebno upoštevati samo relavantne denarne tokove, torej tiste, ki nastanejo, če se podjetje odloči za sprejetje naložbe.

5.1.1. Razlika med relevantnim denarnim tokom in računovodskim tokom ¹

Stroški stalnih sredstev

Večina dolgoročnih naložb zahteva zajetna vlaganja. Podjetje sredstva normalno pridobi od delničarjev ali najame posojilo. Čeprav nakup sredstev za podjetje pomeni negativni denarni tok, računovodski oddelek prikaže le znižanje računovodskega prihodka za letno amortizacijo. V računovodsko osnovo računovodje štejejo tudi vse stroške s prevozom in nastavitvijo omenjene opreme. Če se podjetje odloči za prodajo kupljenega sredstva, pa kupnina za podjetje predstavlja pozitiven denarni tok.

Nedenarni stroški

Pri kalkulaciji poslovnega izida, računovodstvo običajno zmanjša prihodke za nekatere nedenarne stroške (amortizacija). Amortizacija »brani« prihodek pred obdavčenjem, vendar pa sama ni denarni tok. Torej se mora amortizacija prišteti nazaj k oceni denarnega toka naložbe.

Spremembe v neto obratnem kapitalu

Realizacija nove naložbe zahteva dodatna sredstva in povečana prodaja, poveča terjatve do kupcev. Vendar pa se zaradi širitve, povečajo obveznosti in časovne razmejitve, kar zmanjša potrebna finančna sredstva za financiranje zaloge in terjatev. Razliki med zahtevanim povečanjem kratkoročnih sredstev in nenadnim povečanjem kratkoročnih obveznosti pravimo sprememba v neto obratnem kapitalu. Pozitivna razlika je običajno značilna za širitev podjetja in kaže potrebo po dodatnih finančnih sredstvih. Proti koncu življenjske dobe projekta bo zaloga porabljena in terjatve plačane, kar predstavlja za podjetje pozitiven denarni tok. S tem pa se bodo podjetju vložena finančna sredstva v delovni kapital v zadnjem letu življenjske dobe naložbe povrnila.

Stroški obresti

Stroškov obresti analitik ne sme odšteti od denarnega toka naložbe. Denarni tok naložbe je že diskontiran in sicer po diskontni stopnji, ki zadovolji tako interese delničarjev kot upnikov. Ta postopek se sicer razlikuje od računovodskega pristopa, saj slednji meri prihodek le za delničarje. Stroški obresti torej ustrezno zmanjšajo prihodek.

5.1.2. Relevanten denarni tok

Pri ocenjevanju dolgoročne naložbe se osredotočimo le na denarni tok, ki bi nastal ob morebitnem sprejetju naložbe. Le ti denarni tokovi, tako imenovani relevantni denarni tokovi oziroma dodatni denarni tokovi, predstavljajo za podjetje spremembo v celotnem denarnem toku, kot posledica sprejetja posamezne naložbe. Poznamo tri probleme povezane z določitvijo relevantnih denarnih tokov (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 462):

- *Nepovratni stroški (ang. sunk costs):* predstavljajo stroške, ki smo jih že upoštevali v računovodskih izkazih in so se že zgodili. Torej ne vplivajo na odločitev o naložbi in jih zato ne upoštevamo v analizi.

¹ O razliki med relevantnim denarnim tokom in računovodskim tokom glej Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 461

- *Oportunitetni stroški*: odražajo vrednost, ki bi jo podjetje lahko iztržilo za sredstvo, če je ne bi porabilo za naložbo. Ti stroški v celoti vplivajo na odločitev.
- *Vplivi na podjetje (eksternalije)*: Eksternalije vplivajo na sprejetje ali zavrnitev projekta. Navadno jih je zelo težko ovrednotiti, a vendar jih je pri odločanju o dolgoročnih naložbah potrebno upoštevati.

Možnosti negativnega vpliva na obstoječe proizvode predstavlja tudi *kanibalizem* oziroma zmanjšanje prodaje obstoječega proizvoda zaradi uvedbe novega projekta. Pri odločanju o dolgoročnih naložbah je potrebno upoštevati tudi te negativne vplive.

5.1.3. Čas nastanka denarnih tokov

Računovodski izkazi praviloma poslovno leto razdelijo na obdobja in uvrstijo vanje poslovne dogodke. Obdobja so običajno leto ali mesec, kar pa ne odraža natančnega trenutka nastanka poslovnega dogodka. Zaradi časovne vrednosti denarja, bi bilo optimalno, denarne tokove analizirati bolj natančno. Vendar pa bi natančnejša časovna shema (npr. tedenska) predstavljala za podjetje resen finančni, kot tudi organizacijski zalogaj. Zaradi prisotnosti negotovosti pri napovedovanju prihodnjih denarnih tokov, pa bi se bolj detajlne napovedi verjetno izkazale za nenatančne.

5.2. Davčni vplivi

Davki igrajo pomembno vlogo pri odločanju o dolgoročnih naložbah. Vpliv davkov lahko celo pripelje do zavrnitve »dobrega« projekta. Finančni oddelek se mora zato o teh vplivih posvetovati z davčnimi svetovalci in računovodstvom. Glede na namen davčnih spodbud oziroma davčnih olajšav, ki jih Zakon o davku od dobička pravnih oseb neposredno določa, imajo širši pomen predvsem tako imenovane davčne olajšave za dolgoročne naložbe in olajšave za dodatno zaposlovanje. Pravni podlagi za priznavanje teh olajšav sta določeni v Zakonu o davku od dobička pravnih oseb in v Zakonu o dohodnini za fizične osebe, ki opravljajo dejavnost (zasebniki).

Davčnemu zavezancu se prizna davčna olajšava v višini 20 odstotkov vloženega zneska v opredmetena osnovna sredstva (oprema, razen v pohištvo in pisarniško opremo brez računalniške opreme in v osebna motorna vozila) in neopredmetena dolgoročna sredstva, vendar največ v višini davčne osnove, če gre za naložbe v opredmetena osnovna sredstva in neopredmetena dolgoročna sredstva v Republiki Sloveniji. V primeru finančnega najema, se davčna olajšava priznava davčnemu zavezancu, ki opredmeteno osnovno sredstvo pridobi na podlagi finančnega najema.

Davčni zavezanec, ki koristi davčno olajšavo, ne sme razporejati dobička za udeležbo v dobičku. Če davčni zavezanec razporedi dobiček za udeležbo v dobičku pred potekom treh let, po letu, v katerem je izkoristil davčno olajšavo, mora za znesek izkoriščene davčne olajšave povečati davčno osnovo v letu razporeditve dobička za udeležbo v dobičku.

Če davčni zavezanec proda oziroma odtuji ali prenese izven Republike Slovenije opredmeteno sredstvo oziroma neopredmeteno dolgoročno sredstvo prej kot v treh letih po letu, v katerem je izkoristil davčno olajšavo, mora za znesek izkoriščene davčne olajšave povečati davčno osnovo, in sicer v letu prodaje oziroma odtujitve sredstva. V primeru finančnega najema se ta določba uporablja tudi, če najemojemalec izgubi pravico uporabe opredmetenega osnovnega sredstva.

Davčnemu zavezancu, ki oblikuje investicijske rezerve za vlaganja v opredmetena osnovna sredstva (razen v osebna motorna vozila) in neopredmetena dolgoročna sredstva v Republiki Sloveniji ter za dolgoročne naložbe v druge osebe v Republiki Sloveniji, se prizna davčna olajšava v višini oblikovanih rezerv, vendar največ v višini 10% davčne osnove. Ta davčna olajšava se prizna za dobo dveh let, če se oblikovane rezerve v višini izkoriščene davčne olajšave porabijo za ta namen. Če davčni zavezanec ob koncu drugega poslovnega leta po poslovnem letu, ko je obračunal davčno olajšavo, izkaže neporabljeni znesek rezerv namenjenih za naložbe, mora za ta znesek povečati davčno osnovo za to leto.

Davčne olajšave torej, če so namenjene v zakonsko določene namene, znižujejo davčno osnovo podjetju in tako povečajo neto denarni tok dolgoročne naložbe. S tem močno vplivajo na odločanje managementa o sprejetju dolgoročne naložbe.

6. ANALIZA TVEGANJA

6.1. Donosnost in tveganje

Podjetja navadno vlagajo sredstva zaradi pričakovanih prihodnjih donosov, vendar so donosi le redko brez tveganja. Prav zato bodo odločitve o dolgoročnih naložbah vedno povezane s tveganjem in dejanski rezultati bodo vedno odstopali od načrtovanih rezultatov (Bodie, Kane, Marcus, 2001, str. 9).

Tveganje lahko opredelimo kot negotovost, povezano s prihodnjimi dogodki. Pri odločitvah o dolgoročnih naložbah pa tveganje opredelimo kot negotovost, povezano z realizacijo pričakovanih donosov na delujočih projektih podjetja in je tudi vzrok za različno zanimivost projektov. Prevezemanje tveganja mora biti ustrezno nagrajeno preko višje zahtevane donosnosti projekta (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 140).

S tveganjem opisujemo pričakovane donose, ki bodo lahko boljši ali slabši od pričakovanih, pri čemer je verjetnost teh boljših ali slabših rezultatov poznana. Tveganje je torej odvisno od verjetnosti, da bodo pričakovani donosi enaki dejanskim, in čim večja je ta verjetnost, tem manjše je tveganje in obratno (Mramor, 2000, str. 76).

6.2. Vrste tveganj pri dolgoročnih naložbah

Dolgoročne naložbe so vedno povezane s tveganjem, zato so pričakovani denarni tokovi negotovi. V nadaljevanju so zato predstavljene vrste tveganja pri dolgoročnih naložbah in

metode s katerimi podjetja merijo tveganje dolgoročnih naložb.

6.2.1. Samostojno tveganje projekta

Na samostojno tveganje naložbenega projekta gledamo ločeno od ostalih projektov v podjetju, in sicer, kot bi bil to edini projekt v podjetju. Vključuje določitev negotovosti, povezane z denarnimi tokovi, ki jih bo prinašal projekt v prihodnosti. Samostojno tveganje projekta je odvisno od občutljivosti neto sedanje vrednosti v ključnih spremenljivkah ter od razpona verjetnih vrednosti ključnih spremenljivk, kar se odraža v njihovi verjetnostni porazdelitvi. Temeljni namen je torej raziskati, kako različne vrednosti teh spremenljivk vplivajo na pričakovane donose projekta. Samostojno tveganje naložbe navadno merimo v okviru metod analize občutljivosti, analize možnih izidov in Monte Carlo simulacije (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 141):

- *Analiza občutljivosti*: je tehnika, ki nam pokaže spremembe v NPV projekta, ob spreminjanju ene izmed spremenljivk, ob vsem ostalem nespremenjenem. Kritični parametri so tiste postavke poslovnih napovedi, katerih majhna sprememba močno spreminja končni rezultat in s tem tudi kazalce upravičenosti naložbe. Največji vpliv na analizo upravičenosti naložbe imajo spremembe v naslednjih spremenljivkah:

1. stroški naložbe;
2. čas izgradnje projekta in življenjska doba;
3. vsi stroški poslovanja;
4. prodajne cene in obseg prodaje.

Da bi v čim večji meri spoznali oziroma osvetlili možnosti odstopanja dejanskih od načrtovanih rezultatov, se pri analizi možnih dolgoročnih naložb poskuša simulirati vpliv raznih, sicer manj verjetnih, pa vendar možnih prihodnjih dogodkov.

Analizo občutljivosti je potrebno izdelati zato, ker je naložbeni projekt v celotni ekonomski dobi naložbe podvržen različnim vplivom in spremembam. Na različno višino čistega denarnega toka vplivajo spremembe pri strateških spremenljivkah (naložbeni stroški, stroški proizvodnje, izkoriščenost zmogljivosti, prodajna cena). Priporočena je izdelava najverjetnejše, optimistične in pesimistične projekcije čistega denarnega toka, ki ga določena naložba lahko ustvari v svoji ekonomski dobi. Pomanjkljivost analize občutljivosti je v tem, da različnih scenarijev ne opredeli, določi le občutljivosti, ki pa so različno verjetne.

- *Analiza možnih izidov*: je sicer najpogosteje uporabljena metoda, vendar ima tudi pomanjkljivosti. Bistvo te metode je v tem, da za vsak naložbeni projekt ocenimo več možnih rešitev, ki se izrazijo v različnih višinah čistega denarnega toka. Postopek analize možnih izidov poteka tako, da opredelimo možne izide in verjetnosti nastopa posameznih izidov. Nato ocenimo sedanjo vrednost pri vsakem izidu in izračunamo pričakovano neto sedanjo vrednost glede na verjetnosti nastopa posameznega izida (Filipič, 1999, str. 195).

- *Monte Carlo simulacija*: je dobila ime po analizah, ki izhajajo iz matematičnih raziskav o igrah na srečo in je najbolj podrobno izdelana analiza možnih izidov. Verjetnostne porazdelitve opredeli kot zvezne, za razliko od analize možnih izidov, kjer jemljemo le-te kot diskretne. Prvi korak pri Monte Carlo simulaciji je ustvariti računalniško simulacijo, ki lahko prikaže denarni tok projekta in njegovo neto sedanjo vrednost. Sledi izdelava verjetnostne porazdelitve za vsako negotovo spremenljivko, kot sta na primer prodajna cena in proizvedena količina. Neskončna porazdelitev, ki definira negotovost z uporabo le standardnega odklona in aritmetične sredine in porazdelitev z zgornjo in spodnjo mejo sta navadno uporabljeni za izdelavo simulacije. Ko razpolagamo s temi podatki lahko nadaljujemo po sledečem postopku (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 501):

1. Monte Carlo simulacija na podlagi verjetnostne porazdelitve verjetnostne spremenljivke naključno zbere vrednost za vsako verjetnostno spremenljivko (vrednost prodane enote in vrednost prodajne cene).
2. Izbrana vrednost verjetnostne spremenljivke in uporabljene fiksne vrednosti (davčna stopnja, amortizacija) so uporabljene za izračun prihodnjega letnega denarnega toka. Slednji je potreben za izračun NPV projekta.
3. Koraka 1 in 2, simulacija večkrat ponovi in tako prikaže več NPV naložbe. Rezultate uporabimo za izdelavo verjetnostne porazdelitve NPV-ja s svojo lastno pričakovano vrednostjo in standardnim odklonom.

Kljub nasprotnim pričakovanjem, pa se Monte Carlo simulacija v gospodarstvu ni močno uveljavila. Vnos spremenljivk za izračun je razmeroma enostaven, precejšnje omejitve za analitike pa predstavlja določitev korelacije in verjetnostne porazdelitve.

6.2.2. Tveganje projekta znotraj podjetja

Pri tej vrsti tveganja, za razliko od samostojnega tveganja projekta, gledamo na projekt v povezavi z ostalimi projekti v podjetju oziroma upoštevamo, da je projekt eden izmed mnogih v podjetju. Odraža se kot prispevek projekta k podjetniškemu tveganju projekta kot celote. Kaže se v spremembi variabilnosti neto denarnih tokov podjetja kot celote zaradi priključitve novega projekta. Nov projekt lahko podjetniško tveganje podjetja kot celote ali poveča, ali zmanjša, ali pa pusti nespremenjeno. To tveganje je pomembno za lastnike majhnih podjetij in tiste, ki svojega premoženja nimajo dobro razpršenega.

6.2.3. Tržno tveganje projekta

Odraža dejstvo, da je posamezni projekt samo ena od možnih naložb na delniškem trgu. Na projekt gledamo z vidika vlagatelja, ki ima svoje premoženje zelo dobro razpršeno. Zanj je pomemben samo tisti del tveganja projekta, ki ga z razpršitvijo ne more odpraviti. Tržno tveganje merimo s koeficientom beta (β) za posamezni projekt, ki se izračuna kot regresijski koeficient pri regresiji določene delnice na donosnost tržnega indeksa.

6.3. Zmanjševanje tveganja

Tveganje je v poslovnem svetu prisotno in povzroča odklone pri uresničevanju načrtovanih ciljev ter tako tudi pri povečevanju premoženja lastnikov. Zato je tveganje, kot pojav, v poslovnem svetu nezaželeno.

Ob upoštevanju tega dejstva mora vodstvo podjetja storiti vse potrebno, da tveganje v podjetju zmanjšuje oz. omejuje njegove posledice.

Da bi bili kos takšni nalogi, moramo najprej natančno definirati izvore tveganja v podjetju in analizirati vplivno moč posameznega tveganja. Pri tem ne smemo ostati ozko na finančnem področju, ampak pogledati tudi širše, na celotno dejavnost podjetja ter njegov položaj v nekem gospodarskem sistemu.

Zmanjševanje izpostavljenosti tveganjem je torej v prvi vrsti možno zmanjševati z ustreznim znanjem o možnostih pojava posameznega tveganja in pripravljenosti za njegovo preprečitev.

Eden pomembnejših konceptov za zmanjšanje tveganja je prav gotovo razpršitev tveganja (*ang. diversification*), ki predstavlja najcenejši pristop. Pri tem je pomembno, da vsako naložbo ustrezno razporedimo na več področij, ki nimajo enakih dejavnikov uspeha. Ta koncept lahko uveljavimo že pri izbiri dejavnosti, ki jih podjetje opravlja, tako da se ne usmerimo le v proizvodnjo ene vrste izdelka in smo potem popolnoma odvisni od njegovega uspeha, ampak raje kombiniramo različne dejavnosti, ki verjetno ne bodo vse naenkrat uspešne, pa tudi ne naenkrat neuspešne. Na enakih osnovah zagotavljamo razpršitev tveganja tudi na področju financ, tako da omejimo obseg odloga plačil posameznemu kupcu, da nalagamo prosta finančna sredstva v različne finančne naložbe. Razpršitev pa opravimo tudi znotraj teh naložbenih oblik, tako da izbiramo različno tvegane naložbe (Filipič, 1999, str. 183).

7. REVIZIJA USPEŠNOSTI DOLGOROČNE NALOŽBE

Pomemben del odločitev o dolgoročnih naložbah je tudi revizija uspešnosti odločitve o dolgoročni naložbi. Ta vključuje primerjavo dejanskih in planiranih rezultatov naložbe in izdelavo poročil in iskanje razlogov za nedoseganje planiranih rezultatov (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 445).

Revizija uspešnosti odločitev o dolgoročnih naložbah ima 3 glavne namene:

- *Izboljšanje rezultatov*: Ko so managerji izpostavljeni kontroli dejanskih in planiranih rezultatov obstaja nagnjenost k izboljšanju rezultatov.
- *Izboljšanje produktivnosti*: Produktivnost poslovnih enot podjetja je lahko različna. Z napovedmi poslovne enote poskušajo držati dejanske rezultate čim bližje napovedim. Če se pojavijo odkloni od planiranega se vodje enot nemudoma poskušajo prilagoditi.
- *Opustitev neuspešnih projektov*: Sprva navidez uspešni projekti se lahko kar hitro sprevržejo v neuspešne. Če začetni rezultati ne dosegajo zahtevane donosnosti se lahko zgodi, da podjetje ne

bo doseglo zastavljenih ciljev. V tem primeru je za podjetje boljše, da opusti projekt in si s tem prihrani stroške.

Veliko naložb se v svoji življenjski dobi izkaže za ekonomsko neupravičene. Le pogosta revizija uspešnosti odločitev o dolgoročnih naložbah omogoča najti optimalen trenutek za opustitev neuspešnih projektov. Revizija uspešnosti odločitve o dolgoročni naložbi ni enostaven proces saj veliko število faktorjev vpliva na njegov rezultat. Zavedati se moramo, da je vsak element napovedi prihodnjih denarnih tokov predmet negotovosti, kar je potrebno upoštevati pri ocenjevanju rezultatov managerjev. Potrebno je tudi upoštevati, da so slabi rezultati odločitev o dolgoročnih naložbah, včasih odraz višje sile in ne nespametnega ravnanja managerjev (finančne krize). Tudi ko ocenjujemo popolnoma samostojen projekt je ocena stroškov in koristi lahko težavna (vzpostavitev novega informacijskega sistema). Managerji pogosto celo zamenjajo delovno mesto še preden so vidni prvi rezultati uspešnosti naložbe.

Zaradi teh težav nekatera podjetja zmanjšujejo vlogo revizije uspešnosti dolgoročne naložbe. Vendar izkušnje kažejo drugače, saj v praksi dejanske vrednosti NPV projektov z revizijo presežejo pričakovane rezultate.

8. PREDSTAVITEV PRAKTIČNEGA NALOŽBENEGA PROJEKTA IN ANALIZA PO POSAMEZNIH ELEMENTIH NALOŽBE

8.1. Kratka predstavitev podjetja

Podjetje M, d.o.o. je eden izmed nosilcev železarske dejavnosti na Slovenskem in naslednik več podjetij, ki so delovale v zadnjem stoletju. Podjetje kot ga poznamo danes je bilo ustanovljeno v devetdesetih letih prejšnjega stoletja.

Podjetje M, d.o.o. je v primerjavi s konkurenco majhno podjetje, tako po številu zaposlenih kot po letni proizvodnji in prodaji. Zaradi majhnosti podjetja so njegove prodajne možnosti predvsem v zadovoljevanju kupcev jekla s posebnimi zahtevami. Podjetje proizvaja jeklene profile po naročilu, v manjših serijah in s kupcu prilagojeno dobavo. Cilj podjetja je oblikovanje partnerstva s kupci oziroma uporabniki jeklenih proizvodov ter dobave pravih količin pravega materiala v pravem času.

8.2. Proizvodni program

Podjetje M, d.o.o. proizvaja okrogle, kvadratne in ploščate jeklene profile v valjanem, luščenem, vlečenem in brušenem stanju. Okrogli valjani profili se proizvajajo v dimenzijskem območju od premera 21 mm do 140 mm, kvadratni valjani profili z dimenzijo stranice od 35 mm do 60 mm ter valjani ploščati profili širine od 50 mm do 200 mm in debeline 6 mm do 60 mm. V luščenem, vlečenem in brušenem stanju se proizvajajo le okrogli profili:

- luščeni od premera 7 mm do 80 mm in

- vlečeni od 5 mm do 50 mm ter brušeni od 10 mm do 50 mm.

Dolžine profilov so navadno od 3 m do 6 m, v valjanem stanju pa tudi do 12 m.

Izdelki podjetja M, d.o.o. se uporabljajo predvsem v avtomobilski industriji, strojogradnji in ladjedelništvu. Podjetje M, d.o.o. proizvaja okoli 250 različnih vrst jekla, ki jih po namenu uporabe delimo v (Podjetje M, d.o.o., 2003):

- vzmetna jekla,
- jekla za kovanje,
- jekla za mehansko obdelavo in
- jekla za ladjedelništvo.

8.3. Cilji naložbe

Podjetje M, d.o.o. načrtuje naložbo v tehnološko opremo za skladiščenje in rokovanje z materialom, polproizvodi in dokončanimi proizvodi. Tehnološka oprema, ki naj bi bila vgrajena v podaljšku hale oddelka A, bo povečala površine za dodelavo, oblikovanje in skladiščenje. Z montažo sodobnih kontrolnih naprav in ob povečanem obsegu proizvodnje so se pojavile potrebe po bolj učinkovitem izkoristku prostora in rokovanju z materialom. Previsoko naloženi materiali povzročajo težave pri nadaljnjem rokovanju z materialom. Z novo tehnološko opremo bi v podjetju lahko uporabili že obstoječe (podaljšane) žerjavne proge in jih tako bolj izkoristili. Tehnološka oprema naj bi bila v celoti vgrajena v že obstoječo halo oddelka A, katere lastnik je podjetje M, d.o.o..

Naložba bo omogočila hitrejši pretok materiala skozi proces, manjše zaloge in po potrebi skladiščenje izdelkov nekaterim odjemalcem za točnejše časovne dobave. Z novim, bolj učinkovitejšim upravljanjem z materialom, polizdelki in gotovimi izdelki, bodo sprostili prostor v hali oddelka A za povečanje dodatnih obdelav in izboljšanje pretoka materiala. Skozi halo bo urejen krožni promet za cestni transport, uporabili pa bodo tudi obstoječo železniško infrastrukturo. Tako bodo skrajšali čase natovarjanja in odpreme izdelkov in izboljšali pogoje dela in varnost pri delu. Nova tehnološka oprema bi zadoščala za predvidene potrebe in rast podjetja M, d.o.o. v naslednjih 5 letih.

8.4. Analiza prodajnega trga, konkurentov, kupcev in dobaviteljev

8.4.1. Analiza trga

Svetovna proizvodnja surovega jekla, ki vse od konca devetdesetih let strmo narašča, je v prvih devetih mesecih letos dosegla 763 milijonov ton, kar v primerjavi z lanskim septembrom predstavlja 8,7-odstotno rast, ugotavlja mednarodni inštitut za železo in jeklo (*international institute for steel and iron - IISI*), ki spremlja proizvodnjo jekla v 62 državah na vseh celinah. Po

napovedih analitikov bosta proizvodnja in poraba jekla letos dosegli nov rekord in presegli milijardo ton, rast pa se bo nadaljevala tudi v prihodnjem letu.

Jeklarske zmogljivosti po vsem svetu so letos večinoma polno zasedene. Svetovno proizvodnjo jekla in povpraševanje po njem zaradi hitre gospodarske rasti spodbuja predvsem Kitajska. Pospešena proizvodnja jekla je spodbudila tudi povpraševanje po njegovih surovinah, zaradi česar so se ti materiali zelo podražili. Cene starega železa so letos po podatkih Euroferja na primer poskočile za več kot polovico, medtem ko se je svinec na londonski borzi kovin LME podražil za približno petino, baker za četrtno in tako naprej (Grgič, 2005, str. 17).

Z naložbo se ne bo bistveno spremenila tehnologija v proizvodni verigi procesov izdelave in predelave jekla. Bistveno se tudi ne bo spremenil proizvodni program. Nekoliko se bo spreminjala struktura porabe energetskih medijev v jeklarni in pridobljena bo možnost cenejše proizvodnje v času nizke cene električne industrije. Znižali se bodo stroški izdelave jekla.

Podjetje izdeluje jeklene profile le po naročilih in za znane kupce. Problemov z naročili nimajo. Zadnji dve leti celo izbirajo naročila in s tem do neke mere vršijo pritisk na dvig prodajnih cen. Kot proizvajalci jekel za kovanje in avtomobilsko industrijo so v povezavi z velikimi proizvajalci avtomobilov v Evropi. V naslednjih letih pričakujejo povečanje prodaje od 105.000 v letu 2004 ton na 120000 ton v letu 2009.

Pri prodaji načrtujejo letni dvig povprečnih cen za en € na tono, od 449 € za tono v letu 2004 na 453 € v letu 2009 (Podjetje M, d.o.o., 2004, str. 3).

8.4.2. Analiza konkurentov

Podjetje M, d.o.o. je utrdilo položaj enega največjih proizvajalcev vzmetnega ploščatega jekla v Evropi. Konkurenca iz številnih tranzicijskih držav sicer predstavlja konkurenco, vendar le v cenovni politiki. Prednost podjetja je v večji prilagodljivosti potrebam kupca, s ponudbo kompleksnejših in zahtevnejših izdelkov, sodelovanja s kupcem pri razvoju in uporaba novejših tehnologij, ki je povezana z znanjem in opremo, pri ekonomski uspešnosti pa strog nadzor nad vsemi stroški proizvodnje (Podjetje M, d.o.o., 2003, str. 3).

8.4.3. Analiza kupcev

Izvoz predstavlja 58,7 % prihodkov od prodaje, fizično pa 56 % prodanih količin. Zaradi zapoljenih zmogljivosti oskrbujejo z jeklom predvsem odjemalce, s katerimi dolgoročno razvojno sodelujejo in so večinoma dobavitelji evropske avtomobilske industrije. Ker ne tržijo lastnih izdelkov, pač pa proizvajajo izdelke za potrebe kupca, je trženje usmerjeno k vzpostavljanju čim boljših poslovnih odnosov z obstoječimi kupci. To dosegajo s pravočasnimi in kvalitetnimi dobavami, ustrežno ceno, odzivnostjo in sodelovanjem pri razvoju produktov.

Tabela 1: Struktura prodaje po trgih (v %)

Država	Delež	Država	Delež
Slovenija	45	Hrvaška	2
Nemčija	28	Belgija	1
Avstrija	9	Nizozemska	1
Italija	6	Turčija	1
Poljska	2	Francija	1
Madžarska	2	Ostali	2

Vir: Interno gradivo Podjetja M, d.o.o., 2004.

Pomembnejši kupci so: Unior, Merkur Kranj, Styria vzmeti Ravne, Kovintrade, PC Cimos, TAM AI, Ferrostaal, Stryria Federn, Schoemaeker Federwerk, Acroni Italia, Struc kovačija, Muta (Podjetje M, d.o.o., 2003, str. 4).

8.4.4. Analiza dobaviteljev

Podjetje M, d.o.o. izbira dobavitelje z ustrežno kvaliteto, ki nudijo nižje cene. Zaradi doseganja popustov pri dobavi večjih količin podjetje nima več velikega števila dobaviteljev, temveč je cilj manjše število dobaviteljev, ki imajo kratke dobavne roke in s katerimi poteka utečeno poslovno sodelovanje. Po drugi strani občasno pridobivajo nove dobavitelje, s ciljem, da niso vezani na enega dobavitelja ali popolnoma odvisni od skupin dobaviteljev, ker bi bilo to poslovno tvegano. Med negativne elemente štejemo dejstvo, da je elastičnost ponudbe relativno majhna, saj je pri glavnih surovinah in energetskih medijih omejen krog ponudnikov in ni substitutov. Ker je Slovenija odvisna od uvoza nafte, naftnih derivatov in zemeljskega plina, se spremembe cen omenjenih energentov na svetovnem trgu v veliki meri odražajo tudi v poslovanju podjetja M, d.o.o. (Podjetje M, d.o.o., 2003, str. 4).

Med pomembnejše dobavitelje podjetja M, d.o.o. štejemo: Dinos, Kovintrade, Surovina, Petrol Energetika Ravne, Confinco, Scholz, Univerzal Varaždin.

8.5. Tehnološko-tehnični elementi naložbe

V oddelku A proizvajajo valjance, ki jih valjajo, dodatno obdelujejo na posameznih strojih v oblikovalnici oddelka A, nekatere med njimi pa pripravijo za nadaljnjo predelavo v oddelku B. Tako hala adjustaže oddelka A služi za skladiščenje materiala, nedokončanih in končnih proizvodov, nadaljnjo obdelavo valjancev in za odpremo končnih proizvodov s prodajnega skladišča h kupcu. V obstoječi hali oddelka A bodo izvajali naslednje tehnološke procese: žarjenje, ravnanje, kontrolo površine in notranjosti, rezanje, žaganje, prebiranje in oblikovanje.

9. FINANČNA ANALIZA DOLGOROČNE NALOŽBE

9.1. Predračunska vrednost naložbe

V podjetju M, d.o.o. so se zaradi prostorske stiske, težnje po povečanju obsega poslovanja, izboljšanja pretoka materiala in skladiščenja izdelkov nekaterim odjemalcem za točnejše časovne dobave odločili za nakup tehnološke opreme za rokovanje z materialom in izdelki. Naložbo so razdelili v dve fazi. Prva faza je izpraznitev hale in s tem priprava na vgraditev nove tehnološke opreme. V drugi fazi pa bi se nova oprema vgradila v halo. Slednja zajema gradbena, strojna in inštalaterska dela.

S tem bi boljše izkoristili obstoječo halo oddelka A, ki bi podjetju M, d.o.o. omogočala rast v naslednjih petih letih. V primeru potrebe po večjem prostoru, pa imajo možnost razširitve proizvodnega objekta na sosednjo parcelo, ki je tudi v lasti podjetja. Konec leta 2003 so začeli s pripravami študij in z izbiro najprimernejšega ponudnika za izvedbo te naložbe. Projekt nameravajo dokončati v začetku leta 2005. Pripravljenost na popolno uporabo objekta je predvidena v začetku leta 2005. Predračunska vrednost naložbe je prikazana v tabeli 2.

Tabela 2: Predračunska vrednost naložbe

Vrsta vloženih sredstev	Predvideni izdatki za sredstva (v tisoč SIT)
1.Ureditev prostora v hali (izpraznitev, priprava)	11.812
2. Nakup nove tehnološke opreme	128.188
- gradbena dela	59.656
- strojna dela	54.182
- obrtniška dela	14.350
SKUPAJ	140.000

Vir: Okvirni naložbeni plan podjetja M, d.o.o., 2004, str. 7.

9.2. Ocena prihodkov in odhodkov naložbe

Finančne projekcije so predstavljene v tabelah 3–11 in izhajajo iz dosedanjih rezultatov družbe, njihove ekstrapolacije v prihodnost pa predstavljajo usmeritve poslovne politike in znanih izhodišč. Iz ustvarjenega finančnega rezultata podjetja M, d.o.o. v letu 2003, so postavljena sledeča izhodišča (v tisoč SIT) (Podjetje M, d.o.o., 2004, str. 4):

- Prihodki družbe: 10.514.468 SIT.
- Ustvarjeni dobiček: 6.574 SIT.
- Ustvarjeni prihodki na zaposlenega: 21.679,315 SIT.
- Neposredni materialni stroški so v letu 2003 znašali 7.005.976 SIT, kar znaša 64,8 % ustvarjenih prihodkov družbe, stroški storitev 1.329.621 SIT oziroma 12,3 % prihodkov in stroški dela 1.861.753 SIT oziroma 17,2 % prihodkov.
- Število zaposlenih pred in po naložbi ostaja nespremenjeno (485).

- Podjetje M, d.o.o. pričakuje postopno povečanje prihodkov. Ciljni prihodki v letu 2009 so predvidoma v višini 12,8 mlrd SIT in so za 21,88 % višji od doseženih v letu 2003.

Tabela 3: Predvideno gibanje dodatnih prihodkov kot posledica naložbe v obdobju 2004-2009 (v tisoč SIT)

Čisti prihodek iz prodaje	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	0	331.000	312.000	581.000	571.000	506.000

Vir: Okvirni naložbeni plan podjetja M, d.o.o., 2004, str. 6.

V letu 2005 je pričakovana porast prihodkov iz poslovanja glede na dejansko realizacijo v letu 2004, kar bo rezultat realizirane naložbe. V naslednjih letih pa se bodo prihodki iz poslovanja postopoma povečevali glede na pričakovano rast naročil, ki so posledica povečanja zmogljivosti podjetja M, d.o.o..

Tabela 4: Predvideni dodatni stroški poslovanja kot posledica naložbe v obdobju 2004-2009 (v tisoč SIT)

Odhodki	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Stroški materiala	0	171.000	111.000	271.000	267.000	227.000
Stroški storitev	0	20.000	23.000	34.000	35.000	29.000
Stroški energije	0	41.000	73.000	79.000	76.000	61.000
Stroški dela	0	56.000	59.000	62.000	63.000	64.000
Stroški amortizacije	0	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000
SKUPAJ	0	316.000	294.000	474.000	469.000	409.000

Vir: Okvirni naložbeni plan podjetja M, d.o.o., leto 2004, str. 8

Povečanje stroškov materiala, storitev in energije v proučevanem obdobju je rezultat planiranega povečanja obsega naročil, ki je posledica povečanja zmogljivosti (nova tehnološka oprema) in s tem tudi proizvodnje. Predvideni stroški materiala, energije in storitev so izračunani iz obračuna stroškov za pretekla obdobja.

Stroški dela so planirani na osnovi povprečno izplačane bruto plače v mesecu maju 2003. Skupni znesek bruto plač v letu 2003 je znašal 1.861.753.000 SIT. V obravnavanem obdobju (2005-2009) ni predvideno dodatno zaposlovanje.

Amortizacija bo obračunana po metodologiji in je v skladu z računovodskimi standardi v Sloveniji. Upoštevane so normalne stopnje odpisa oziroma amortizacija enakih letnih zneskov. Nova tehnološka oprema po koncu ekonomske dobe nima preostale vrednosti. Stroški

amortizacije so izračunani na podlagi predračunske vrednosti naložbe. Natančen izračun je izdelan v tabeli 5.

Tabela 5: Predvideni stroški amortizacije za obdobje od leta 2005 do 2009 (v tisoč SIT)

Vrsta osnovnega sredstva	Am. st. v %	2005	2006	2007	2008	2009
Nova tehnološka oprema	20	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000
SKUPAJ		28.000	28.000	28.000	28.000	28.000

Vir: Okvirni naložbeni plan podjetja M, d.o.o., 2004, str. 11.

V analizi je upoštevano, da je amortizacijska osnova nove tehnološke opreme 140 mio SIT, katera izhaja iz višine ocenjenih vlaganj. Ocenjena doba koristnosti naložbe je 5 let, zato je v analizi upoštevana 20 % stopnja amortizacije. Vgraditev opreme in pripravljenost na delovanje bo realizirana v začetku leta 2005, zato se bo amortizacijski strošek nove opreme upošteval od tega leta dalje.

9.3. Ocena virov in obveznosti do virov financiranja naložbe

Naložba v nakup nove tehnološke opreme oddelka A je projekt povečanja učinkovitosti skladiščenja in upravljanja z materialom, nedokončanimi proizvodi in dokončanimi proizvodi podjetja M, d.o.o.. Potrebna sredstva za pripravo hale, nakup ter vgradnjo opreme so pridobili v celoti s pomočjo dolgoročnega kredita. Plan financiranja naložbe je predstavljen v tabeli 6.

NAKUP IN VGRADNJA NOVE TEHNOLOŠKE OPREME (september 2004–januar 2005):

Ocenjena vrednost del:	140.000.000 SIT
<u>Financiranje z dolgoročnim kreditom:</u>	140.000.000 SIT
Odplačevanje:	5 let
Obrestna mera:	6,3 %
Začetek odplačevanja:	31. december leta 2005
Konec odplačevanja:	31. december leta 2009

Tabela 6: Amortizacijski načrt odplačevanja kredita (v tisoč SIT)

Leto	Preostanek dolga	Anuiteta	Obresti	Glavnica
2004	140.000	0	0	0
2005	115.312	33.507	8.820	24.687
2006	89.070	33.507	7.264	26.242
2007	61.174	33.507	5.611	27.895
2008	31.521	33.507	3.853	29.653
2009	0	33.507	1.985	31.521

Vir: Kreditna pogodba podjetja M d.o.o., št. KP – 1/09.

9.4. Načrtovan izkaz poslovnega izida in izkaz denarnih tokov naložbe

V tabeli 7 (na strani 33) je prikazana projekcija prihodnjih prihodkov in odhodkov oziroma načrtovan izkaz poslovnega izida v ekonomski dobi naložbe (2005-2009) ter izračun poslovnega rezultata, pri katerem je upoštevan tudi 25 % davek na dobiček pravnih oseb. V podjetju naj bi v prvih dveh letih ekonomske dobe naložbe poslovali negativno, kar je posledica začetnega vložka v letu 2004. V letu 2005 in 2006 je dobiček pričakovano negativen, vendar se prvi kazalci vlaganja v tehnološko opremo začnejo kazati že v letu 2007, saj naj bi se pričakovani čisti dobiček glede na leto 2005 povečal za 297 %. Napoved kaže tudi v preostalih letih ekonomske dobe naložbe pozitivne poslovne rezultate.

Tabela 7: Projekcija dodatnega izkaza poslovnega izida za učinke naložbe v ekonomski dobi naložbe (2005-2009) ob predpostavki da ima podjetje M, d.o.o. le to naložbo (v tisoč SIT)

	2005	2006	2007	2008	2009
PRIHODKI	331.000	312.000	581.000	571.000	506.000
Prihodki od poslovanja	331.000	312.000	581.000	571.000	506.000
ODHODKI	349.507	327.507	507.507	502.507	442.507
<i>Odhodki od poslovanja</i>	316.000	294.000	474.000	469.000	409.000
Stroški materiala	171.000	111.000	271.000	267.000	227.000
Stroški storitev	20.000	23.000	34.000	35.000	29.000
Stroški energije	41.000	73.000	79.000	76.000	61.000
Stroški dela	56.000	59.000	62.000	63.000	64.000
Amortizacija	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	15.000	18.000	107.000	102.000	97.000
<i>Odhodki od financiranja</i>	33.507	33.507	33.507	33.507	33.507
Obresti	33.507	33.507	33.507	33.507	33.507
BRUTO DOBIČEK	-18.507	-15.507	73.493	68.493	63.493
Davek na dobiček	0	0	18.373	17.123	15.873
ČISTI DOBIČEK	-18.507	-15.507	55.120	51.370	47.620

Vir: Podatki iz tabel 3, 4, 5 in 6.

V tabeli 8 je prikazana projekcija izkaza denarnih tokov naložbe v obdobju od leta 2004 do leta 2009. Načrtovani izkaz denarnih tokov je skozi vso ekonomsko dobo naložbe pozitiven. Negativen je le v letu 2005, kar pa je pričakovano. Slednji rezultat, je posledica predračunske vrednosti naložbe v letu 2004. Načrtovani izkaz denarnih tokov naložbe je izdelan ob upoštevanju projekcije bilance uspeha, dinamike naložbe in dinamike financiranja podjetja M, d.o.o. . V obdobju naložbe, podjetje ne bo imelo težav z likvidnostnim tokom, saj ta v prvih treh letih ekonomske dobe naložbe kaže naraščajoč trend, v zadnjih dveh letih pa se trend naraščanja rahlo umiri.

Tabela 8: Projekcija dodatnega izkaza denarnih tokov v obdobju (2004-2009) ob predpostavki da ima podjetje M, d.o.o. le to naložbo (v tisoč SIT)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PRILIVI	0	331.000	312.000	581.000	571.000	506.000
Prihodki od poslovanja	0	331.000	312.000	581.000	571.000	506.000
ODLIVI	140.000	288.000	266.000	464.373	458.123	396.873
<i>a) Naložba</i>	140.000	0	0	0	0	0
<i>b) Odhodki (brez amortizacije)</i>	0	288.000	266.000	446.000	441.000	381.000
Stroški materiala	0	171.000	111.000	271.000	267.000	227.000
Stroški storitev	0	20.000	23.000	34.000	35.000	29.000
Stroški energije	0	41.000	73.000	79.000	76.000	61.000
Stroški dela	0	56.000	59.000	62.000	63.000	64.000
<i>c) Davki na dobiček</i>	0	0	0	18.373	17.123	15.873
NETO DENARNI TOK	-140.000	43.000	46.000	116.627	112.877	109.127

Vir: Podatki iz tabel 6 in 7.

10. EKONOMSKA OCENA DOLGOROČNE NALOŽBE

10.1. Kriteriji odločanja o dolgoročnih naložbah

10.1.1. Doba povračila

Tabela 10: Izračun dobe povračila naložbe (v tisoč SIT)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
NETO DENARNI TOK	-140.000	43.000	46.000	116.627	112.877	109.127
KUMULATIVA NETO PRILIVA IZ DENARNEGA TOKA	-140.000	-97.000	-51.000	65.627	178.504	287.631

Vir: Podatki iz tabele 8.

Doba povračila = $3 + 51.000/116.627 = 3,4$ let

Doba povračila naložbe je 3,4 let in se pokrije z letnimi donosi v letu 2007, natančneje v juniju 2007. Izračun je za podjetje ugoden, saj se naložba povrne v 3,4 letih, medtem ko je ekonomska doba naložbe 5 let.

10.1.2. Neto sedanja vrednost – NPV in tehtani povprečni strošek kapitala - WACC

V izračunih neto sedanje vrednosti diskontno stopnjo najbolje predstavlja tehtani povprečni strošek kapitala – WACC (*ang. weighted average cost of capital*). Ta način daje pravilnejše rezultate, kot če bi za diskontno stopnjo vzeli samo stroške najetega posojila saj je potrebno upoštevati ustrezno strukturo kapitala. Po metodi WACC se stroški kapitala (lastniškega in dolgovanega) za naložbo izračunavajo za vsako vrsto kapitala posebej. Stroške kapitala dobimo tako, da izračunamo njihovo tehtano povprečje. Pri tem so uteži optimalni deleži posameznih oblik kapitala v celotnem kapitalu (Repovž, 1996, str. 122).

Zahtevana donosnost dolgoročne naložbe (r) mora biti enaka stroškom kapitala podjetja v to naložbo – WACC, saj le v tem primeru lastniki in upniki podjetja lahko pričakujejo donosnost kapitala vloženega v to podjetje, ki je glede na tveganje primerljiva z drugimi dobrimi naložbami. (Mramor, 1998, str. 21).

Če bi navadni delničarji predstavljali edine vlagatelje v podjetju, bi WACC za podjetje bil enak donosnosti, ki jo ti zahtevajo za vložen kapital. Vendar pa večina podjetij uporablja različne vire financiranja za izvajanje poslovanja, in sicer glede na razlike v tveganju in gibanje obrestnih mer v določenem obdobju. Zahtevana stopnja donosnosti posameznega kapitala predstavlja strošek kapitala, strošek kapitala uporabljen pri odločanju o dolgoročnih naložbah pa mora predstavljati tehtano povprečje stroškov vseh uporabljenih vrst kapitala oziroma WACC (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 374).

Podjetje M, d.o.o. pri financiranju svojega poslovanja uporablja dva vira financiranja. Zato sta pri izračunu WACC uporabljena zahtevana donosnost lastniškega kapitala družbenikov podjetja M, d.o.o. in obrestna mera najetega dolgoročnega posojila.

Strošek najetega posojila za izvedbo projekta nakupa tehnološke opreme znaša 6,3 odstotka letno. Vendar pa je za izračun WACC potrebno upoštevati zahtevano donosnost po davku (*ang. after tax cost – $k_d(1-T)$*). Davek od dobička pravnih oseb v RS znaša 25 odstotkov. Izračun za zahtevano donosnost po davku je sledeč (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 377):

$$k_{d, AT} = k_d (1-T) = k_d - k_d T \quad [5]$$

Kjer je:

$k_{d, AT}$ = obrestna mera po davku

k_d = obrestna mera najetega posojila

T = veljavna davčna stopnja

Podjetje M, d.o.o. si torej lahko izposoja po 6,3 odstotka letno, vendar pa zaradi davčne stopnje znaša zahtevana donosnost za najeto dolgoročno posojilo 4,725 odstotka.

Čeprav je oceniti vrednost k_d enostavno, je dosti težje oceniti vrednost zahtevane donosnosti lastniškega kapitala - k_s . Tri metode za oceno k_s so običajno uporabljene (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 379):

- Model določanja cen dolgoročnih naložb (*ang. capital asset pricing model – CAPM*).
- Metoda premije za tveganje (*ang. the bond-yield-plus-risk premium approach*).
- Metoda diskontiranih denarnih tokov (*ang. discounted cash flow method – DCF*).

Te metode se ne izključujejo vzajemno. Nobena ni boljša od druge in vse so podvržene napakam v praktični uporabi. V praksi pa podjetja pri ocenjevanju zahtevane donosnosti lastniškega kapitala navadno uporabljajo vse tri.

Za oceno vrednosti zahtevane donosnosti lastniškega kapitala - k_s bo v diplomskem delu uporabljena le CAPM metoda. Za izračun s CAPM metodo je potrebno (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 379):

- Oceniti stopnjo zahtevane donosnosti za netvegane naložbe (*ang. risk free rate – k_{RF}*). Ta je navadno določena v višini donosnosti netvegane dolgoročne državne obveznice. V diplomskem delu je uporabljena donosnost dolgoročne državne obveznice ZDA (*ang. U.S. Treasury Bond – T-Bond*) in znaša 8 odstotkov.
- Oceniti β ki predstavlja indeks tveganja delnice podjetja. Zaradi dejstva, da je podjetje M, d.o.o. malo podjetje, ki ni javno trgovano (*ang. not publicly traded company*) je vrednost koeficienta beta za podjetje M, d.o.o. ocenjena. Vrednost β je določena na podlagi primerjave s sorodnim in javno trgovanim podjetjem. Upoštevano je dejstvo, da je podjetje M, d.o.o. manjše od primerjanega podjetja in da je zaradi organiziranosti družbe (d.o.o.) izstop družbenikov iz podjetja otežen, zato mora beta koeficient podjetja M, d.o.o. nekoliko višji od primerjanega podjetja in znaša približno 1,1.
- Oceniti trenutno zahtevano stopnjo donosnosti na trgu za povprečno delnico – k_M . V diplomskem delu je uporabljena 13-odstotna stopnja zahtevane donosnosti.

Vrednost zahtevane donosnosti lastniškega kapitala - k_s izračunamo kot (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 379):

$$k_s = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) * \beta \quad [6]$$

Izračun pokaže, da vrednost zahtevane donosnosti lastniškega kapitala - k_s znaša 13,52 odstotkov.

Podjetje ki želi povečati premoženje svojih delničarjev, bo določilo ciljne deleže različnih vrst financiranja v celotnem financiranju oziroma ciljno strukturo kapitala (*ang. target capital structure*). V skladu s to strukturo se bo podjetje pri financiranju novih dolgoročnih naložb odločalo o vrsti financiranja (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 382).

Podjetje M, d.o.o. za izračun WACC uporablja sledečo ciljno strukturo kapitala:

Tabela 11: Ciljna struktura kapitala za podjetje M, d.o.o.

Vir financiranja	Delež financiranja (v %)	Zahtevana donosnost (v %)
Lastniški kapital	60	13,52
Dolg	40	4,725

Vir: Interno gradivo podjetja M, d.o.o., leto 2004, str. 6.

Vsak nov tolar, ki si ga bo podjetje M, d.o.o. izposodilo bo, v povprečju, sestavljen iz 40 stotinov dolga z zahtevano donosnostjo po davku, ki znaša 4,725 odstotka in iz 60 stotinov lastniškega kapitala z zahtevano donosnostjo 13,52 odstotka. Povprečen strošek celotnega novo izposojenega tolarja je torej 10 odstotkov.

Izračun NPV (v tisoč SIT) ob upoštevanju diskontnega faktorja $r = 10\%$ prikažemo z naslednjo formulo:

$$NSV = \frac{-140.000}{(1+r)^0} + \frac{43.000}{(1+r)^1} + \frac{46.000}{(1+r)^2} + \frac{116.627}{(1+r)^3} + \frac{112.877}{(1+r)^4} + \frac{109.127}{(1+r)^5} \quad [7]$$

$$NPV = 154.169.460 \text{ SIT}$$

NPV naložbe je pozitivna in znaša 154.169.460 SIT. To pomeni, da pozitivne koristi presegajo celoten negativni tok stroškov. Pri odločanju o sprejetju ali zavrnitvi naložbe je naložba sprejemljiva, ker je neto sedanja vrednost večja od nič.

10.1.3. Notranja stopnja donosa - IRR

Notranja stopnja donosa za obravnavano naložbo predstavlja tisto stopnjo, pri kateri je neto sedanja vrednost naložbe enaka nič. Pri temu kriteriju poskušamo ugotoviti ali je donosnost konkretne naložbe dovolj visoka, da pokrije stroške kapitala (WACC) podjetja M, d.o.o..

Izračun IRR (*ang. internal rate of return*) je sledeč (v tisoč SIT):

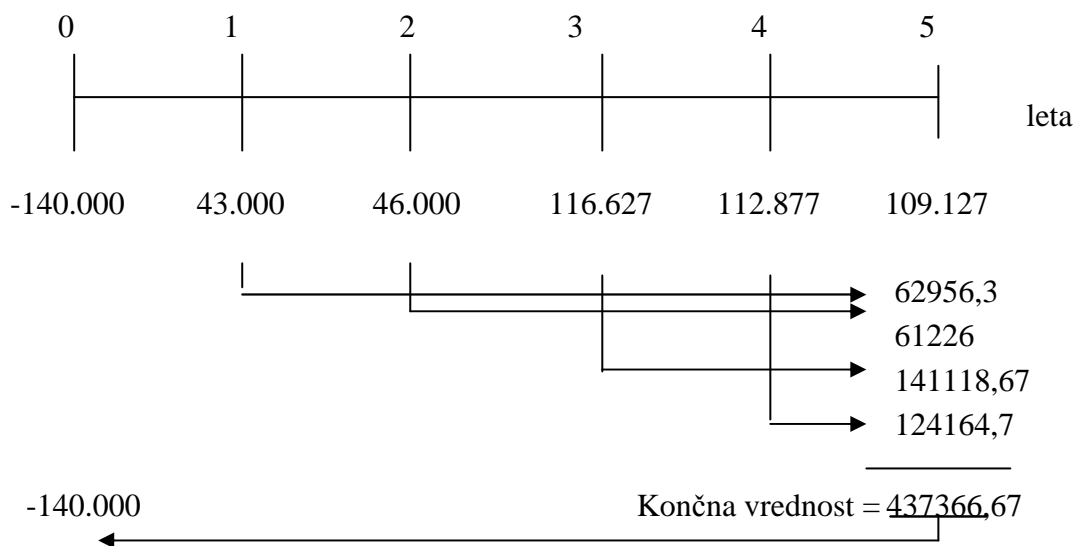
$$0 = \frac{-140.000}{(1+IRR)^0} + \frac{43.000}{(1+IRR)^1} + \frac{46.000}{(1+IRR)^2} + \frac{116.627}{(1+IRR)^3} + \frac{112.877}{(1+IRR)^4} + \frac{109.127}{(1+IRR)^5} \quad [8]$$

Notranja stopnja donosa je izračunana s pomočjo metode poskusov in napak (*ang. trial and error method*). IRR tako znaša 42 % in nam pove, da ima naložba višjo notranjo stopnjo donosa kot povprečni strošek kapitala zanjo (ta je 10 %), torej je naložba upravičena in jo pozitivno ovrednotimo. Sprejetje naložbe bi torej povečalo vrednost lastniškega kapitala podjetja M, d.o.o. za pozitivno neto sedanjo vrednost naložbe.

10.1.4. Popravljen notranja stopnja donosa - MIRR

V finančni praksi se je izkazalo, da imajo managerji raje kriterij, izražen z relativno mero (IRR), kot pa kriterij izražen z absolutno mero (NPV). Vendar pa se je zaradi vrste težav in pomanjkljivosti uveljavila popravljen notranja stopnja donosa (MIRR).

Izračun MIRR za naložbo (v tisoč SIT):



Izračun MIRR za naložbo je sledeč (v tisoč SIT):

$$MIRR = \sqrt[5]{\frac{437.366,67}{140.000}} - 1 \quad [9]$$

MIRR = 25,6 %

Izračun MIRR za podjetje M, d.o.o. znaša 25,6 %. To pomeni, da so stroški kapitala (WACC=10 %) nižji kot MIRR in je zato naložba sprejemljiva. Uporaba tega kriterija nam daje pravilnejše rezultate saj upošteva donosnost reinvestiranja v višini stroškov kapitala in vse pričakovane denarne tokove projekta.

10.1.5. Indeks donosnosti – PI

Indeks donosnosti nam pove, koliko sedanje vrednosti celotnih donosov bomo realizirali na enoto sedanje vrednosti celotnih stroškov naložbe.

Izračun PI za naložbo je sledeč (v tisoč SIT):

$$PI = \frac{\frac{43.000}{1.1^1} + \frac{46.000}{1.1^2} + \frac{116.627}{1.1^3} + \frac{112.877}{1.1^4} + \frac{109.127}{1.1^5}}{140.000} \quad [10]$$

PI = 2,21

Izračun je višji od 1, zato je naložba za podjetje M, d.o.o. sprejemljiva. Iz rezultata je mogoče sklepati, da podjetje na en SIT vloženih sredstev iz naložbe dobi 2,21 SIT.

10.2. Sklep na podlagi primerjave kriterijev

V praktični ekonomski oceni je bilo uporabljenih 5 kriterijev odločanja o dolgoročnih naložbah. Kljub temu da vsak posamezen kriterij kaže svoj vidik na uspešnost dolgoročne naložbe, jih je pri odločitvi o sprejemu ali zavrnitvi pomembno obravnavati kot celoto.

Izračun dobe povračila dolgoročne naložbe znaša 3,4 let, kar kaže, da se bo naložba podjetju povrnila pred iztekom ekonomske dobe naložbe. Vendar pa ta kriterij zaradi neupoštevanja časovne vrednosti denarja podjetju ne daje natančne podlage za odločitev o sprejetju naložbe.

NPV to pomanjkljivost odpravlja in pove, koliko bo podjetje zaslužilo s sprejetjem te naložbe. NPV te naložbe znaša 154.169.460 SIT, kar podpre odločitev podjetja za sprejetje te naložbe. IRR znaša 42 % kar presega deset-odstotne stroške kapitala, zato je sprejetje naložbe za podjetje opravičeno. Nekoliko popravljeno relativno vrednost uspešnosti pa predstavlja MIRR, saj pri izračunu upošteva reinvesticijsko stopnjo in tako kaže bolj resnično stopnjo donosa naložbe. Le ta znaša 25,6 %. PI kot zadnji obravnavani kriterij odločanja o dolgoročnih naložbah popravljiva slabosti IRR. PI za konkretno naložbo znaša 2,21, kar pomeni, da če se podjetje odloči za sprejetje naložbe bo za en vloženi SIT, zaslužilo 2,21 SIT.

11. SKLEP

Današnji poslovni svet je zelo dinamičen in tekmovalen. Podjetja morajo za lasten obstoj in rast nenehno iskati nove načine za povečanje vrednosti podjetja. Izmed številnih potencialnih in na videz privlačnih priložnosti morajo podjetja izbrati tiste, ki bodo zagotovile uspešno poslovanje podjetja. Vendar pa izbira najboljše možnosti za podjetje ni vedno preprosta. Odločitve o dolgoročnih naložbah morajo zato temeljiti na natančnih in podrobnih informacijah. Vsaka naložbena odločitev zato zahteva skrbno in natančno proučitev projekta – naložbeni program. S slednjim ugotovimo, ali bo določena naložba za podjetje uspešna.

Namen diplomskega dela je, s pomočjo naložbenega programa, predstaviti pomembnost odločanja o dolgoročnih naložbah in ali bi bila naložba v tehnološko opremo oddelka A za podjetje M, d.o.o. pravilna. Pred praktično preučitvijo projekta je teoretično podprta pomembnost odločitev o dolgoročnih naložbah. Poudarjena je pomembnost uporabe kriterijev odločanja pri izboru dolgoročnih naložb in spoznavanje tveganj ter pravilnega pristopa do zmanjševanja tveganja.

Od razpada Jugoslavije in s tem izgube jugoslovanskega trga je podjetje M, d.o.o. doživelo precej vzponov in padcev. Vendar pa se je poslovanje po učinkoviti reorganizaciji in državni sanaciji v preteklih letih stabiliziralo in panoga sama je dosegla razcvet. Sedanja uspešnost poslovanja podjetju omogoča vlaganje v proizvodnjo, za katero imajo povečano povpraševanje. V podjetju M, d.o.o. gojijo tesen odnos s kupci in se jim nenehno prilagajajo s ponudbo zahtevnejših in kakovostnejših izdelkov.

V finančni analizi je predstavljena ocenjena vrednost celotnega projekta, ki znaša 140 mio SIT in vključuje pripravo hale ter nakup tehnološke opreme. Projekciji izkaza poslovnega izida in izkaza denarnih tokov sta sestavljeni s pomočjo ocenjenih prihodkov in odhodkov za obdobje ekonomske dobe projekta. Projekciji kažeta, da je dobiček, z izjemo prvih dveh let, v celotnem obdobju naložbe, pozitiven.

Praktična uporaba statičnih in dinamičnih kriterijev odločanja je bila podlaga za ekonomsko oceno podjetja. Doba povračila kaže ugoden rezultat saj bi se naložba podjetju povrnila že v dobrih treh letih, medtem ko ekonomska doba tehnološke opreme znaša 5 let. Z upoštevanjem časovne komponente, dinamična merila pokažejo realnejšo sliko. Neto sedanja vrednost projekta znaša 154.169.460 SIT ob deset-odstotni zahtevani stopnji donosa, kar pomeni, da bi podjetje s sprejetjem te naložbe zaslužilo več, kot pa je vanjo vložilo in kot znašajo stroški kapitala. Tudi notranja stopnja donosa projekta je visoka in znaša 42 %, kar visoko presega tehtane stroške kapitala. Nekoliko nižja je seveda MIRR, ki upošteva donosnost reinvestiranja v višini stroškov kapitala in vse pričakovane denarne tokove projekta, in znaša 25,6 %. Indeks donosnosti znaša 2,21 in nam pove, da je sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov za 121 odstotkov višja od sedanje vrednosti vloženih sredstev.

Na podlagi izračunanega menim, da bi bila dolgoročna naložba v nakup nove tehnološke opreme za skladiščenje in upravljanje z materialom, polizdelki in izdelki, smiselna. Ob realizaciji ocenjenih prihodkov in odhodkov pa bi bila naložba za podjetje M, d.o.o. izjemno uspešna in bi omogočala podjetju uspešno rast, razvoj in povečanje premoženja lastnikov.

LITERATURA

1. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Gradivo za poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 296 str.
2. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana : GV založba, 2005. 280 str.
3. Bierman Harold, Smidt Seymour: The Capital Budgeting Decisions: Economic Analysis of Investment. 8 th Edition. New Jersey : The Prentice Hall, 1993. 591 str.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Essentials of investments. New York : The McGraw-Hill, 2001. 688 str.
5. Borge Dan: The Book of Risk. New York : John Wiley & Sons, Inc, 2001. 244 str.
6. Brigham Eugene F. , Gapenski Louis C. , Daves Phillip R. : Intermediate Financial Management. Fort Worth : The Dryden Press, 1999. 1083 str.
7. Copeland Tom, Howe Keith M. : Real Option and Strategic Decisions. Strategic Finance, Montvale, 83(2002), 10, str. 8-11.
8. Coy Peter: Exploiting Uncertainty: The »Real Options« Revolution in Decisionmaking. Business Week, New York, 1999, 3632, str. 118-123.
9. Clarke J. Cristopher, Varma Suvir: Strategic Risk Management: The New Competitive Edge. Long Range Planing, London, 32(1999), str. 414-424.
10. Dias Sam, Ryals Lyanette: Options Theory and Option Thinking in Valuing Returns on Brand Investments and Brand Extensions. Journal of Product & Brand Management, Bradford, 11(2002), 2/3, str. 115-128.
11. Filipič Drago, Mlinarič Franjo: Temelji podjetniških financ. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1999. 199 str.
12. Grgič Maja: Jeklarski trg v vzponu tudi letos . Delo, Ljubljana, 26.01.2005, str. 17.
13. Graham R. John, Harvey R. Campbell: The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 60(2001), 3, str. 187-243.
14. Leslie Keith J., Michaels Max P. : The Real Power of Real Options. The McKinsey Quarterly, London, 1997, 3, str. 97-108.

15. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 125 str.
16. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ I. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 73 str.
17. Pučko Danijel: Analiza in načrtovanje poslovanja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 335 str.
18. Pučko Danijel, Rozman Rudi: Ekonomika podjetja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1993. 344 str.
19. Rejc Adriana, Lahovnik Matej: Priročnik za ekonomiko podjetja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 118 str.
20. Repovž Leon: Viri financiranja investicij, finančna konstrukcija in finančni inženiring. Ljubljana : INŠEF, 2000, 17 str.
21. Rusjan Borut: Metode za ocenjevanje uspešnosti investicij, Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1990. 64 str.
22. Stepko Draga: Ekonomika naložb. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1980. 74 str.
23. Trigeorgis Lenos: Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation. 5 th edition. London : The MIT Press, 2000, 427 str.

VIRI

1. Bilanca stanja in izkaz uspeha podjetja M, d.o.o. za leto 2002. Celje : Podjetje M, d.o.o. , 2003.
3. Bilanca stanja in izkaz uspeha podjetja M, d.o.o. za leto 2003. Celje : Podjetje M, d.o.o. , 2004.
3. Interno gradivo podjetja M, d.o.o. . Celje : Podjetje M, d.o.o. , 2004. 16 str.
4. Kreditna pogodba podjetja M, d.o.o. , št. KP – 1/09, 2004.
5. Okvirni naložbeni plan podjetja M, d.o.o. . Celje : Podjetje M, d.o.o. , 2004, 11 str.
6. Predstavitev podjetja M, d.o.o. . Celje : Podjetje M, d.o.o. , 2003, 14 str.

7. Slovenski računovodski standardi 2001. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2002, 326 str.
8. Statistični letopis RS 2002. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 2002, 659 str.
9. Zakon o davčnem postopku (Uradni list RS, št. 87/97, 92/98, 91/98, 108/99, 97/01).
10. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št.72/93, 20/95, 18/96, 34/96, 102/8).
11. Zakon o spremembi in dopolnitvi zakona o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 45/01).