

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE SKUPINE MERCATOR

Ljubljana, september 2004

Miha Pučnik

IZJAVA

Študent _____ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

VSEBINA

Uvod	1
1 Vrednotenje podjetij	2
1.1 Opredelitev vrednosti	3
1.2 Pristopi vrednotenja	4
1.3 Metoda diskontiranega denarnega toka	4
1.3.1 Diskontirani denarni tokovi	4
1.3.2 Diskontna stopnja	6
1.3.3 Model CAPM	7
1.3.4 Preostala vrednost (terminal value)	8
1.4 Metoda primerljivih podjetij s kapitalskega trga	8
1.4.1 Uvod	8
1.4.2 Mnogokratniki trgovanja	9
2 Ocenjevanje vrednosti družbe Mercator, d. d.	11
2.1 Makroekonomska analiza	11
2.1.1 Mednarodno okolje	11
2.1.2 Gospodarska gibanja v Sloveniji	12
2.1.3 Projekcije gospodarske rasti v Sloveniji od leta 2006 do 2008	13
2.1.4 Makroekonomska analiza Hrvaške	14
2.1.5 Makroekonomska analiza Bosne in Hercegovine	14
2.1.6 Makroekonomska analiza Srbije in Črne gore	15
2.2 Družba Mercator, d. d.	15
2.2.1 Predstavitev podjetja	15
2.2.2 Prodaja	17
2.2.3 Zaposleni in menedžment	19
2.2.4 Naložbe	20
2.2.5 Strategija razvoja v prihodnosti	22
2.2.6 Finančna analiza	22
2.2.6.1 Analiza bilance stanja	23
2.2.6.2 Analiza izkazov uspeha	26
2.2.6.3 DuPont analiza	29
2.2.7 Gibanje tečaja delnice	29
3 Metodologija vrednotenja	32
3.1 Vrednotenje po metodi diskontiranih denarnih tokov	32
3.1.1 Neto denarni tok	33
3.1.2 Ocena diskontne stopnje po modelu CAPM	33
3.1.3 Postopek vrednotenja	34
3.1.4 Ocenjevana notranja vrednost lastniškega kapitala	35
3.2 Vrednotenje po metodi primerljivih podjetij s kapitalskega trga	36

3.2.1	Izbrana primerljiva podjetja.....	36
3.2.2	Tržni mnogokratniki.....	37
3.2.3	Ocenjevana notranja vrednost lastniškega kapitala.....	38
3.3	Končni izračun notranje vrednosti.....	38
4	Sklep.....	39
	Literatura	41
	Viri	42
	Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov	
	Priloge	

Uvod

Vrednotenje podjetij je na razvitih kapitalskih trgih pomembna in že dalj časa uveljavljena disciplina. Z njo se ukvarjajo tako profesionalni ocenjevalci vrednosti kot tudi investicijski analitiki. Slednji ponavadi nastopajo s svojimi analizami in ugotovitvami kot investicijski svetovalci finančnim vlagateljem pri izboru, katere delnice so najprimernejše za uvrstitev v naložbeni portfelj. Vrednotenje podjetja je temelj za določanje tržne vrednosti lastniških deležev za potrebe odločanja lastnikov o prodaji, nakupu in prevzemu podjetij. Vrednost sama po sebi ni dokončno dejstvo, je le ocena najbolj verjetne ocene v nekem trenutku, ko bosta pogajalca (kupec in prodajalec) v skladu s svojimi zanimanji našla skupni imenovalec. Vrednotenje podjetij v sodobnem konceptu kapitalskega trga obravnava ocenjevano podjetje kot vsako drugo finančno naložbo.

Tudi v Sloveniji se običaj vrednotenja podjetij v zadnjih letih uveljavlja in širi, tako v smislu ocenjevanja vrednosti kot stroke kot tudi v smislu analiziranja vrednosti podjetij kot svetovalne dejavnosti investicijskih analitikov. Osnovni cilj poslovanja podjetja je v skladu z neoklasično finančno teorijo maksimizirati tržno vrednost podjetja (Mramor, 1991, str. 34). Vrednotenje podjetja je proces, pri katerem se z uporabo podatkov iz preteklosti, sedanosti in načrtovane prihodnosti ugotavlja vrednost podjetja. Poznamo več vrst vrednotenja, od preprostih do zelo zahtevnih. Katera metoda je za podjetje najprimernejša, je odvisno od namena vrednotenja, količine podatkov in časa, ki je na voljo.

Cilj diplomskega dela je prikazati vrednotenje Skupine Mercator na dan 31.12.2003, na osnovi dveh sodobnih metod vrednotenja: metode diskontiranih denarnih tokov in metode primerljivih podjetij s kapitalskega trga. Na podlagi ugotovitev in rezultatov bom predlagal uporabo modela, ki bo po moji presoji najprimernejši v vlogi orodja za vrednotenje. Končni cilj pa je izdelava mnenja oziroma priporočila glede naložbenih odločitev v zvezi s preučevano delnico. Tovrstne odločitve so lahko pomembne za individualne vlagatelje, za institucionalne vlagatelje ali za upravljavce premoženj. Vendar je treba dodati, da lahko zaradi različne učinkovitosti kapitalskih trgov ocenjene notranje vrednosti velikokrat odstopajo od tržnih. Namen diplomskega dela je izračunati notranjo vrednost delnice družbe Mercator, d. d. To je vrednost, ki jo ugotovi vlagatelj kot pravo ali realno vrednost na podlagi analize in razpoložljivih informacij. Ocenjena vrednost delnice temelji na manjšinski in tržni osnovi.

V prvem delu diplomskega dela sta predstavljeni metoda diskontiranih denarnih tokov in metoda primerljivih podjetij s kapitalskega trga. Predstavljena je teorija s področja obeh metod in njuna dejanska uporaba v praksi. Pri predstavitvi metode diskontiranega denarnega toka je veliko pozornosti namenjeno določitvi diskontne stopnje s pomočjo modela CAPM, saj je napoved denarnih tokov v prihodnosti sama po sebi negotova. Predstavljena je tudi metoda primerljivih podjetij s kapitalskega trga. Ta metoda je namenjena analizi tržnih primerjav in tržnih mnogokratnikov. V sklopu prvega bolj teoretičnega dela je predstavljena tudi makroekonomska analiza stanja v slovenskem gospodarstvu in na trgih kamor družba Mercator, d. d., pospešeno

vstopa. Sledi še predstavitev same družbe, kjer so ob koncu podpoglavij podane izhodiščne točke za nadaljno uporabo pri napovedi izkaza poslovnega izida. Prvi del diplomskega dela se zaključi s finančno analizo, ki opisuje polpreteklo petletno poslovanje Skupine Mercator.

Drugi del diplomskega dela je bolj praktično naravnano in prikazuje ter komentira metodologijo vrednotenja in sam postopek vrednotenja. Prikazana je ocenjena vrednost glede na vsako obravnavano metodo posebej in ključne težave povezane s kakovostjo rezultatov. Prestavljeni rezultati vsake metode so tudi primerjani z dnevno tržno vrednostjo na Ljubljanski borzi vrednostih papirjev. Drugi del se zaključi s končnim izračunom notranje vrednosti, kar je glavni cilj diplomskega dela.

Na koncu diplomskega dela je predstavljen sklep z zaključki in povzetki. Poleg teoretičnih povzetkov so omenjene tudi omejitve in potek samega dela v praksi.

Vse analize, narejene v diplomski nalogi, sklepi in zaključki, temeljijo na javnih informacijah, objavljenih na spletni strani družbe Mercator, d. d. Omenil bi, da v družbi Mercator, d. d., nimam nikakršnih poslovnih ali drugačnih zvez, ki bi mi lahko pomagale pri izdelavi diplomske naloge. Tako ne bom mogel uporabljati notranjih informacij, ki bi sicer lahko vplivale na potek izdelave diplomske naloge. Diplomska naloga bo tako v celoti temeljila samo na javno dostopnih podatkih, zaradi česar se bo lahko rezultat naloge razlikoval od tistega, kjer bi sicer bili vsi relevantni podatki na voljo.

1 Vrednotenje podjetij

Namenov vrednotenja je veliko in se med seboj razlikujejo glede na različne potrebe. Tako lahko vrednotenje služi za nakup ali prodajo podjetja, zavarovanje premoženja, najem kredita, zavarovanje kredita, združevanje podjetij, določanje partnerskih deležev, izdaje delnic, vstop družbe na borzo, denacionalizacije, zamenjave delnic, MBO (Management Buy-Out), likvidacija podjetja, stečaj podjetja, presoja stanja podjetja, privatizacija podjetja, dokapitalizacija, itd. (Škof, 1994, str. 34). Za povečan pomen vrednotenja podjetja in posredno delnic v zadnjem desetletju so pomembni vsaj trije razlogi (Copeland et al., 1996, str. 6). Prvi razlog je povečana vloga delniških opcij, drugi je vsesplošna popularizacija delnic in tretji nesolventnost pokojninskih skladov.

V začetku 80. let prejšnjega stoletja so v Združenih državah Amerike delniške opcije predstavljale manj kot četrtino dohodka vodilnih v podjetju. Ob koncu 90. pa so delniške opcije predstavljale že več kot polovico vsega dohodka menedžerjev. Opcije so pomembne kot motivacija vodilnih, da kot delničarji podjetja storijo vse, kar je v njihovi moči, da povečajo vrednost podjetja oziroma vrednost delnice ter s tem tudi svoje premoženje. Pri tem sledijo glavnemu cilju poslovanja podjetij, ki je v skladu z neoklasično finančno teorijo maksimizacija tržne vrednosti podjetja (Mramor, 1991, str. 34).

Zaradi v preteklosti višje donosnosti delnic od drugih finančnih naložb so postale naložbe v delnice zanimive za širši krog ljudi. Prihranki fizičnih oseb so se začeli množično seliti na borze, bodisi neposredno ali posredno prek vzajemnih in pokojninskih skladov. Tudi to dejstvo govori v prid povečanim potrebam po vrednotenju podjetij, ki kotirajo na borzi. V Sloveniji vlada podobna situacija kot na razvitih kapitalstkih trgih. Zaradi certifikatskega načina privatizacije so vse fizične osebe postale mali delničarji, v zadnjem obdobju pa je opaziti močnejši priliv prihrankov iz bančnih vlog v vzajemne sklade, kar tudi kliče po boljšem poznavanju vrednotenja podjetij, še zlasti za upravljalce portfeljev.

V Evropi in tudi v Sloveniji so skoraj vsi pokojninski sistemi tipa »pay-as-you go«, kjer zdajšnje generacije zaposlenih s sprotnimi prispevki zagotavljajo pokojnine upokojencem. Pri takem pokojninskem sistemu se vplačani prispevki ne kapitalizirajo, temveč se sproti porabijo za izplačevanje pokojnin trenutnim upokojencem. Obstojata tako imenovani medgeneracijski most. Sistem je dober v primeru, kadar več zaposlenih krije enega upokojenca. Žal pa se v vseh državah EU spopadajo s problemom staranja prebivalstva in po nekaterih ocenah naj bi do leta 2035 razmerje med zaposlenimi in upokojenimi doseglo 1:1 (Copeland et al., 1996, str. 10). To bi lahko povzročilo porušenje sistema, saj bi posameznik moral plačevati preveč prispevkov v pokojninsko blagajno. Zato je potrebno, da si zdajšnje generacije z lastnim dodatnim varčevanjem zagotovijo del svoje pokojnine. To pomeni, da je treba začeti varčevati, in največ jih to počne prek pokojninskih skladov (v Sloveniji je takšno varčevanje zaobjeto v 3. stebru). Ti so večino svojih sredstev so nalagali v bančne depozite in državne vrednostne papirje, bistveno manj pa v delnice podjetij. Sčasoma se bo povsod v državah EU in tudi v Sloveniji povečalo vlaganje sredstev pokojninskih skladov v delnice podjetij, kar pomeni povečano dejavnost vrednotenja podjetij v prihodnosti.

1.1 Opredelitev vrednosti

Vrednost kot pojem predstavlja lastnost nečesa, da se lahko zamenja za drugo blago ali denar. Da ima blago menjalno vrednost, mora zadostiti dvema kriterijema: prvi je relativna redkost blaga in druga uporabnost blaga oziroma njegova uporabna vrednost. Če blago ne bi imelo uporabne vrednosti, tudi ne bi imelo menjalne vrednosti. Torej je uporabna vrednost nujni pogoj za menjalno vrednost (Norčič, 1994, str. 65). Pri določitvi vrednosti sta se v ekonomski teoriji razvila sledeča skrajna pogleda (Škof, 1994, str. 24):

1. **objektivistični koncept** – vrednost je lastnost stvari, ki jo ima stvar sama po sebi, ne glede na odnos do drugih stvari. V osnovi je takšno pojmovanje povezano z delovno teorijo vrednosti oziroma gradi na stroškovni vrednosti.
2. **subjektivistični koncept** – kjer subjekt sam pripisuje vrednost določeni stvari. To pojmovanje je povezano z različnostjo potreb posameznika, z zaznavanjem posameznika glede na koristnost stvari, z vprašanji morale, etike in socialnimi in drugimi vrednotami. V ta koncept sodi tudi znano načelo o padajočih odnosih (vsaka nadaljnja enota dobrine predstavlja manjšo koristnost).

Upoštevanje zgolj objektivističnega (imenovanega tudi stroškovni) koncepta, bi lahko prišlo do absurdne situacije, ko bi bila velika, a popolnoma zgrešena in nedonosna naložba, ki ne daje nikakršnih koristi, zelo veliko vredna. Zgolj zato, ker je bilo zanjo zapravljeno veliko časa in denarja. Lahko pa bi bilo tudi nasprotno, kjer majhna naložba, ki bi dajala velike koristi, ne bi bila vredna skoraj nič. Prav zato je koristnost stvari ključnega pomena za njeno vrednost. Vrednost je tako v splošnem definirana kot sedanja vrednost prihodnjih koristi.

Koncepte vrednosti bi lahko uvrstili med štiri temeljne vrste vrednosti. To so poštena tržna vrednost, notranja vrednost, vrednost za vlagatelja in poštena vrednost. Vse druge so le določena oblika prvih štirih oblik vrednosti. To pomeni, da je treba pred vrednotenjem podjetja natančno določiti, kakšno obliko vrednosti se sploh želi analizirati (Škof, 1994, str. 31).

V nadaljevanju diplomske naloge je poudarek na notranji vrednosti podjetja. Do prave vrednosti pridemo prek podrobne analize podjetja oziroma njegovega vrednotenja. Notranja vrednost podjetja torej ni ne tržna vrednost, ker ni v celoti odvisna od trga, ne vlagateljeva vrednost, ker ni pogojena s konkretnimi interesi posameznega lastnika. Notranja vrednost podjetja naj bi zanimala predvsem portfeljske vlagatelje (manjšinske delničarje torej), kajti ti nimajo strateških interesov v konkretnem podjetju, temveč iščejo koristi predvsem v razliki med notranjo (pravo) vrednostjo in tržno vrednostjo delnice. Če je notranja vrednost delnice večja od tržne vrednosti, potem velja, da je podjetje na trgu podcenjeno (in nasprotno). Vlagatelji torej iščejo podcenjene delnice, ki jih, ko trg spozna njihovo pravo vrednost, prodajo po višji ceni in si tako ustvarijo korist v obliki povečanega premoženja.

1.2 Pristopi vrednotenja

V osnovi lahko razdelimo načine vrednotenja na sledeče tri skupine (P.Pratt, 2001, str. 46): na donosu zasnovi način (Income Approach), ki upošteva osnovno tržno finančno pravilo, da je vrednost premoženja tolikšna, kolikor je zdajšnja vrednost pričakovanih prihodnjih donosov oziroma dohodka, ki ga bomo pridobili s tem premoženjem, na sredstvih zasnovan način (Cost Based Approach), kjer ocenimo stroške oziroma izdatke, ki bi bili potrebni, da bi sredstva pridobili in na tržnih primerjavah zasnovan način (Market Approach), ki ocenjuje tržno vrednost sredstev (premoženja) na osnovi primerjave z dejansko izvedenimi tržnimi posli. Pri slednji metodi je ključno poiskati primerno tržno transakcijo. V nadaljevanju diplomskega dela sem se osredotočil na metodo diskontiranih denarnih tokov (na donosu zasnovani način) in metodo primerljivih podjetij iz tržnega pristopa.

1.3 Metoda diskontiranega denarnega toka

1.3.1 Diskontirani denarni tokovi

Vrednotenje podjetja na osnovi denarnih tokov najbolj popolno vključuje vse informacije o podjetju in je osrednje merilo uspešnosti poslovanja podjetja. Je tudi najbolj razširjena in uporabljena metoda vrednotenja podjetij.

$$\text{vrednost sredstva} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(\text{denarni tok sredstva}_t)}{(1+r)^t} \quad (3.1)$$

E (denarni tok sredstva) napovedani denarni tok sredstva (cash flow)
n življenjska doba sredstva v letih
r diskontna stopnja

Metoda diskontiranih denarnih tokov implicitno predpostavlja, da bo podjetje poslovalo neprekinjeno, čeprav je prihodnost negotova. Denarne tokove podjetja je zato treba napovedati daleč v prihodnost. Prihodnost poslovanja podjetja se običajno razdeli na omejeno časovno obdobje v prihodnosti ali obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov (v praksi to obdobje znaša 8 let) in na preostalo obdobje, to je obdobje od konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost. Vrednost podjetja je tako sestavljena iz sedanja vrednosti denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi (terminal value - rezidualna ali preostala vrednost).

vrednost podjetja = sedanja vrednost denarnih tokov + sedanja vrednost denarnih tokov
v eksplicitnem obdobju po eksplicitnem obdobju

Sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov v določenem časovnem obdobju se izračuna kot:

$$SVIK = \frac{DT_1}{(1+r)} + \frac{DT_2}{(1+r)^2} + \frac{DT_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{DT_n}{(1+r)^n} \quad (3.2)$$

SVIK sedanja vrednost investiranega kapitala
DT_i neto denarni tok v letu i
r diskontna stopnja (zahtevana stopnja donosa)
n število let projekcije

Izračun čistega denarnega toka vsem vlagateljem se začne z dobičkom iz poslovanja (EBIT), ki se zmanjša za prilagojeni davek in povečamo za odložene davke. EBIT vključuje večino prihodkov in stroškov iz poslovanja, ne vključuje pa prihodkov in stroškov financiranja, izrednih prihodkov in odhodkov ter prihodkov in odhodkov od neposlovnih naložb podjetja. Edini nedenarni strošek, vključen v EBIT, je strošek odpisov vrednosti (med njimi amortizacija). Vnovični izračun davka je potreben zaradi davčnega štita, ki ga omogoča financiranje z dolžniškim kapitalom. Prilagojeni davek na dobiček je davek, ki bi moral biti plačan, če bi bil EBIT osnova za plačilo tega davka (Bergant, 1998, str. 87-101).

Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih (v nadaljevanju NOPLAT – Net Operating Profit Less Adjusted Taxes). NOPLAT je v bistvu za finančni vzvod oziroma na denarno osnovo prilagojen čisti dobiček iz poslovanja. Čisti denarni tok kapitalu je tako enak razliki med NOPLAT-om in vsemi naložbami podjetja v osnovna sredstva in obratni kapital.

Tabela 1: Izračun čistega denarnega toka podjetja

	Dobiček iz poslovanja (EBIT)
-	prilagojen davek na dobiček
=	Čisti dobiček iz poslovanja po davku (NOPLAT)
-	naložbe podjetja v stalna in gibljiva sredstva
=	Čisti denarni tok iz poslovanja
+	denarni tok iz neposlovnih investicij podjetja
=	Celotni čisti denarni tok podjetja

Vir: Copeland et al., 1996, str. 135.

Velikost čistega denarnega toka je pomembna zato, ker daje lastnikom informacijo o tem, kakšna je sposobnost podjetja za izplačevanje dividend. Če podjetje izplačuje lastnikom višje dividende, kot je čisti denarni tok podjetja, se mora dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice. To prinaša negativne posledice, kot so stroški izdaje novih vrednostnih papirjev, višja zadolženost od optimalne in zavračanje morda zanimivih naložb, ki bi večale vrednost podjetja. Izplačevanje dividend lastnikom, ki so bistveno nižje od prostega denarnega toka, pa pomeni, da podjetje zadržuje denar in izplačuje manjše dividende od tistih, ki bi jih lahko.

1.3.2 Diskontna stopnja

Zahtevana oziroma pričakovana stopnja donosa odraža celotni strošek kapitala (tako dolžniškega kot lastniškega, skladno z njuno težo, ki ga imata obe obliki v celotnem kapitalu) in se imenuje tehtano aritmetično povprečje stroškov lastniškega kapitala (v nadaljevanju WACC – Weighted Average Cost of Capital). Predstavlja tisto diskontno stopnjo, ki se uporablja za pretvorbo napovedanih čistih denarnih tokov celotnemu kapitalu na sedanjo vrednost.

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

k_D	strošek dolga
k_P	strošek prednostnega kapitala
k_S	strošek navadnega kapitala
τ	davčna stopnja podjetja
D	vrednost dolga
P	vrednost prednostnega kapitala
E	vrednost navadnega kapitala
V	vrednost celotnega kapitala

Pri izračunu tehtanega povprečja stroškov kapitala je pomembna konsistentnost s celotnim konceptom vrednotenja in s samo definicijo denarnega toka. Ta zahteva, da se pri izračunu WACC-a upoštevajo naslednja pravila (Copeland et al, 1996, str. 201):

- v izračun mora biti vključen ves kapital, ker je denarni tok na voljo vsem vlagateljem,
- izračun mora biti po plačilu davkov, ker je tudi denarni tok opredeljen po plačilu davkov,
- če je denarni tok izražen v nominalnih kategorijah, mora tudi izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala upoštevati vplive inflacije,
- vsaki obliki mora biti pripisano lastno tveganje, ki bo odražalo tveganje posamezne oblike financiranja,

- priporočena je uporaba tržnih vrednosti uteži posameznih oblik kapitala,
- tudi v obdobju napovedovanja je treba upoštevati inflacijo, sistematično tveganje in strukturo kapitala.

1.3.3 Model CAPM

CAPM (Capital Asset Pricing Model) je model, ki ocenjuje zahtevano stopnjo donosa naložbe. Ta nam pove, za koliko mora biti korist, ki jo bo vlagatelj realiziral kdaj v prihodnosti, relativno večja od koristi, ki jo bo realiziral danes, da bi bila ta korist zanj enakovredna. CAPM model predstavlja naslednja formula:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (3.4)$$

R	zahtevana stopnja donosa za konkretno naložbo
R _f	netvegana stopnja donosa
β	koeficient beta
R _m	pričakovana stopnja donosa tržnega portfelja
(R _m - R _f)	premija za tržno tveganje

Osnovno sporočilo modela CAPM je, da naj bi bil vlagatelj na učinkovitem trgu kapitala nagrajen le za prevzemanje sistematičnega tveganja, ki se ga z razpršitvijo ne da odpraviti. Pričakovana oziroma zahtevana donosnost delnice naj bi bila pozitivno odvisna od višine sistematičnega tveganja delnice, to je od višine njene bete. To pričakovanje in zahteva sta tudi utemeljena, saj je racionalni vlagatelj pripravljen vložiti v nadpovprečno tvegano naložbo le, če za njo lahko pričakuje nadpovprečno visoko donosnost. Cene naložb na učinkovitem kapitalskem trgu naj bi takšna pričakovanja tudi utemeljile, saj naj bi odsevale pričakovano tveganje naložb.

Osnovni model CAPM je potrebno v praksi pogosto razširiti še z vključitvijo dodatnih vrst tveganj, ki jih koeficient beta in tržna premija za tveganje ne vključujeta. Razširjena enačba modela CAPM z možnimi premijami dodatnih tveganj (tveganje majhnega podjetja (**Priloga I**), politično tveganje in nesistematični del tveganja) je:

$$R = R_f + \beta R_{mp} + R_a + R_b + R_c \quad (3.5)$$

R _a	premija za majhno tveganje
R _b	premija za politično tveganje
R _c	premija za nesistematično tveganje

Predpostavka osnovnega modela CAPM je, da se podjetje financira izključno z lastniškim kapitalom. S pomočjo enačbe 3.6 pa model CAPM lahko prilagodimo za stopnjo zadolženosti podjetja, kar pomeni vnašanje finančnega vzvoda v analizo.

$$\beta_d = \beta_{df} \left(1 + \frac{D}{E} (1 - \tau) \right) \quad (3.6)$$

β _d	beta zadolženega podjetja
β _{df}	beta nezadolženega podjetja
D/E	razmerje dolg /lastniški kapital po tržni vrednosti
τ	stopnja davka od dobička

Model CAPM vsebuje vrsto predpostavk in naj bi zadovoljivo deloval le v primeru, ko so te predpostavke vsaj večinoma izpolnjene. Glede na to, da je uporaba drugih modelov za oceno zahtevane donosnosti naložb v nerazvitih gospodarstvih za zdaj še bolj ali manj nemogoča zaradi vrste razlogov (na primer nerazvitost kapitalskega trga s pomanjkljivo in neustrezno podatkovno osnovo), verjetno prilagojeni CAPM predstavlja "drugo najboljšo rešitev", pri tem ko prva najboljša rešitev za zdaj še ne obstaja (Mramor, 1993, str. 191).

1.3.4 Preostala vrednost (terminal value)

Običajno napovedujemo denarne tokove za obdobje 5 oziroma 10 let vnaprej. To je eksplicitno obdobje. Obdobje, ki mu sledi, je že tako oddaljeno v prihodnost, da bi bilo napovedovanje nesmiselno. Zato si za to obdobje pomagamo z izračunom končne vrednosti podjetja. To je vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih tokov po eksplicitnem obdobju. Končna vrednost je za vrednotenje zelo pomembna. Krajše, ko je eksplicitno obdobje za napovedovanje denarnih tokov, relativno večji je vpliv končne vrednosti podjetja na sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov (Copeland et al., 1996, str. 267). V primeru, da se napoved po eksplicitnem obdobju raztegne na zelo dolgo obdobje v prihodnosti, postane končna vrednost podjetja zelo majhna (obdobje stotih let). Ta predpostavka izhaja iz časovne vrednosti denarja, ki zelo oddaljenim denarnim tokovom zaradi negotovosti pripisuje zelo majhno sedanjo vrednost (Mramor, 1993, str. 191). Formula za izračun rezidualne vrednosti ob predpostavki neskončnega normaliziranega denarnega toka, ki raste po stalni stopnji rasti g (Gordonov model), je naslednja:

$$RV = DT_n * \frac{(1 + g)}{(R - g)} \quad (3.7)$$

RV	rezidualna vrednost
DT _n	normalizirani denarni tok
R	diskontna stopnja
g	stopnja rasti normaliziranega denarnega toka

1.4 Metoda primerljivih podjetij s kapitalskega trga

1.4.1 Uvod

Metoda temelji na predpostavki, da je vrednost podjetja določena z zneskom, ki bi ga bil pripravljen plačati racionalni vlagatelj za nakup delnic obravnavanega podjetja. Pri tej metodi se vrednoteno podjetje primerja s primerljivimi podjetji s kapitalskega trga (Hartman, 2000, str. 35). Metoda temelji na ekonomskem načelu substitucije; noben vlagatelj ni pripravljen plačati za neko podjetje več, kot bi moral plačati za enakovredno alternativno premoženje oziroma podjetje.

Najpomembnejši korak pri tej metodi je izbor vzorca primerljivih podjetij, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Primerljiva podjetja so tista, ki imajo podobne značilnosti proizvodov in storitev, ki so podobne velikosti, s podobno pričakovano rastjo poslovanja, ter na katere vplivajo enaki ali podobni ekonomski, tehnološki in drugi dejavniki. Med dejavnike, na katere je treba biti pozoren pri izbiri podjetij, sodijo:

- primerjava podjetij različnih velikosti, neprimerno je primerjati majhno in veliko podjetje,
- ustrezna primerjava znotraj same panoge in pričakovana rast panoge. Sporna je na primer primerjava v bančni panogi med investicijsko banko, univerzalno banko in hranilnico,
- primerjava domačega in tujega podjetja v smislu lastništva podjetja, saj je lahko podjetje v tuji lasti dodatno subvencionirano s strani matičnega podjetja ali tuje države,
- zahtevana dobičkonosnost podjetja in nestanovitnost poslovnih rezultatov. Podjetje je lahko zaradi izrednih okoliščin ustvarilo ekstremni rezultat, če ga primerjamo z njegovimi rezultati prejšnjih let,
- uporaba različnih računovodskih standardov in uporaba različnih računovodskih pravil,
- stopnja diverzifikacije poslovanja oziroma prevelika odvisnost od enega ključnega dobavitelja ali stranke.

Iz izbranega vzorca primerljivih podjetij se izračuna vrsta tržnih mnogokratnikov (multiplikatorjev), kot so cena delnice/čisti dobiček¹, cena delnice/neto denarni tok, cena delnice/dividenda ipd. Kazalci se nato prenesejo na ustrezne finančne kategorije obravnavanega podjetja. Rezultat je izhodišče za določitev tržne vrednosti podjetja.

1.4.2 Mnogokratniki trgovanja

Mnogokratniki trgovanja so izračunani iz podatkov o tečaju delnice podjetja na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in finančnih izkazov podjetja; ker mnogokratniki temeljijo na dnevni tečajih delnic, se iz dneva v dan spreminjajo. Iz istega razloga je zelo pomembna izbira referenčnega obdobja za analizo podatkov o trgovanju. V teoriji obstaja obsežni nabor različnih finančnih kazalnikov (Brigham, Gaspinski, 1996, str. 623-654). Poleg tega je mogoče nastaviti tudi nove kazalnike, ki specifično ustrezajo pri različnih analizah. Pri uporabi mnogokratnikov trgovanja (kazalnikov relativne vrednosti) je potrebno upoštevati štiri osnovne korake (Damodaran, 1996, str. 256):

1. Treba je zagotoviti, da je kazalnik dosledno opredeljen in je merjen na popolnoma enak način pri vseh podjetjih, ki jih primerjamo med seboj,
2. Treba se je zavedati medsektorske porazdelitve vrednosti kazalnika tako za panogo, ki jo analiziramo, kot tudi za celotni trg,
3. Treba je vedeti, kako določene spremenljivke vplivajo na kazalnik in kako njihove spremembe vplivajo na spremembe kazalnika,
4. Treba je poiskati primerna podjetja, ki jih uporabimo za primerjavo.

Za potrebe vrednotenja obravnavanega podjetja bodo uporabljeni naslednji finančni mnogokratniki:

1. Kapital/EBITDA - celotni kapital podjetja je deljen z dobičkom iz poslovanja in amortizacijo.

$$\frac{\text{kapital}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{tržna kap.} + \text{tržna vrednost dolga} - \text{likvidna finančna sredstva}}{\text{dobiček iz poslovanja} + \text{amortizacija}} \quad (4.1)$$

¹ Znano kot price earnings ratio ali P/E ratio.

Kazalec kapital/EBITDA je zaradi svojih prednosti nepogrešljiv v vseh analitičnih poročilih in služi kot alternativa kazalcu P/E. Slovenski analitiki se zaradi posebnosti računovodskih standardov pri svojih analizah in primerjavah s tujimi primerljivimi podjetji radi zatekajo od kazalcev P/E in P/B h kazalcu kapital/EBITDA. Slovenska podjetja imajo pogosto višje amortizacijske stopnje, zaradi česar je v izkazu uspeha dobiček iz poslovanja nižji kot tisti pri primerljivih podjetjih. Slovenski finančni analitiki delajo primerjave predvsem s primerljivimi srednjeevropskimi in zahodnoevropskimi podjetji. Žal pa so lahko tudi ocene njihovih vrednosti, zlasti za tiste, ki jih da trg, precej napačne.

2. Kapital /EBIT – celotni kapital je deljen z dobičkom iz poslovanja.

$$\frac{\text{kapital}}{EBIT} = \frac{\text{tržna kap.} + \text{tržna vrednost dolga} - \text{likvidna finančna sredstva}}{\text{dobiček iz poslovanja}} \quad (4.2)$$

3. Lastniški kapital/čisti dobiček (P/E oziroma Price/Earnings ratio)² – cena delnice je najbolj razširjen kazalnik. Uporaben je v primerih, ko dobiček podjetja bistveno ne odstopa od denarnega toka podjetja. Mnogokratnik cene delnice na čisti dobiček na delnico je s stališča lastnikov podjetja najpomembnejši in eden najpogosteje uporabljenih kazalnikov poslovne uspešnosti. Kazalnik pojasnjuje razmerje med pričakovanim donosom in trenutnim dobičkom.

$$\frac{\text{lastniški kapital}}{\text{čisti dobiček}} = \frac{\text{tržna kapitalizacija}}{\text{čisti dobiček}} \quad (4.3)$$

4. Lastniški kapital/čisti dobiček + amortizacija - kazalcu 4.3 je dodana v imenovalcu amortizacija. Namen dodajanja amortizacije je podoben kot pri kazalcu 4.1; izločevanje različnih amortizacijskih stopenj.

$$\frac{\text{lastniški kapital}}{\text{čisti dobiček} + \text{amortizacija}} = \frac{\text{tržna kapitalizacija}}{\text{čisti dobiček} + \text{amortizacija}} \quad (4.4)$$

2 Ocenjevanje vrednosti družbe Mercator, d. d.

2.1 Makroekonomska analiza³

2.1.1 Mednarodno okolje

Napovedi svetovne gospodarske rasti za leti 2003 in 2004 Mednarodni denarni sklad ni spremenil glede na spomladansko napoved (april 2003), je pa ocenil, da bo obseg svetovne trgovine nekoliko nižji. Tako IMF kot tudi druge mednarodne institucije napovedujejo, da bo do izrazitejšega

² P/E je kratica za Price per share/Earnings per share. Slovenska različica izraza je T/D, kar pomeni Tečaj delnice/Dobiček na delnico.

³ Povzeto in prirejeno po Jesenskem poročilu, 2003.

okrevanja v naših najpomembnejših trgovinskih partnericah EU prišlo šele v letu 2004. Napovedi gospodarske rasti ZDA v letih 2003 in 2004 so se celo nekoliko zvišale (na 2,6 in 3,9 odstotka), za EU pa nekoliko znižale (na 0,8 in 1,9-2,0 odstotka).

Tabela 2: Nekateri kazalci globalnih gospodarskih gibanj v letih 2001- 2004 (realna rast v odstotkih)

	2001	2002	napoved	
			2003	2004
gospodarska rast	2,4	3,0	3,2	4,1
obseg svetovne trgovine	0,1	3,2	2,9	5,5
svetovna cena nafte	-14,0	2,8	14,2	-10,5
svetovne cene surovin	-4,0	0,6	5,0	2,4

Vir: World Economic Outlook, 2003, str. 45.

Spomladanski scenarij glede gibanj cen nafte, po katerih bi ta predvsem ob dolgotrajnejši vojni v Iraku v povprečju lahko dosegla med 40 in 60 USD za sod, se ni uresničil, kljub temu pa je bila nafta (Brent) v prvih devetih mesecih 2003 za približno 4 USD dražja (28,6 USD za sod) kot v povprečju leta 2002. Analitiki pri UMAR-ju ocenjujejo, da se bo cena nafte v zadnjem četrtletju leta 2003 nekoliko znižala, tako da bi v povprečju leta dosegla približno 28,2 USD za sod in v letu 2004 26 USD za sod, kar je skladno s pričakovanji mednarodnih institucij (IMF 28,5 in 25,5 USD za sod Brent, Dubai in WTI).

Tako ameriška kot evropska centralna banka sta od pomladi 2003 še nekoliko znižali vodilno obrestno mero, ki je bila septembra v ZDA na ravni 1 odstotka in na evro območju 2 odstotka. Zviševanja obrestnih mer analitiki ne pričakujejo, vse dokler ne bo znakov o izrazitejšem in vzdržnem okrevanju vodilnih svetovnih gospodarstev.

Med večjimi gospodarstvi EU se je gospodarska rast v letu 2003 izraziteje upočasnila v Nemčiji, Franciji in Italiji. V Nemčiji je za leto 2004 pričakovana 1,5-odstotna gospodarska rast, dosežena ob višji rasti izvoza blaga in storitev (4,3 odstotka). V Franciji bo gospodarska rast v letu 2004 okoli 1,7 odstotka, predvsem zaradi šibkejšje rasti zasebne in investicijske potrošnje. V Italiji bo gospodarska rast okoli 1,6 odstotka zaradi podobnih dejavnikov kot v Franciji, za Avstrijo pa se napovedi precej razlikujejo (1,2-1,9 odstotka).

2.1.2 Gospodarska gibanja v Sloveniji

Za Slovenijo je leto 2004 pomembno kot leto vstopa v Evropsko unijo. Sam vstop, ki je dolgoročno ključnega pomena za razvoj slovenskega gospodarstva, kratkoročno ne bo predstavljal bistvenega šoka, saj je prilagajanje velikega dela gospodarstva, v prvi vrsti menjalnega sektorja, potekalo že v obdobju pred včlanitvijo in je prispevalo k oblikovanju relativno zanesljive osnove za soočanje slovenskega gospodarstva s konkurenčnimi pritiski na notranjem trgu EU. Sam vstop v EU pa je pomemben z vidika kasnejšega vključevanja v EMU, na katerega je vezano izpolnjevanje maastrichtskih konvergenčnih kriterijev. Za Slovenijo je v tem okviru pomembno predvsem vzdržno znižanje inflacije na evropsko primerljivo raven.

Drugo področje, kjer bo vstop v EU imel neposredne posledice, je področje zunanje trgovine, saj bodo 1. maja 2004 prenehali veljati prostotrgovinski sporazumi z državami nekdanje Jugoslavije. Vpliv tega na realni obseg izvoza v letu 2004 bo relativno majhen, verjetno pa se bodo ustavili trendi regionalne diverzifikacije, značilni za pretekla tri leta, saj bo v prihodnjem letu poglavitni dejavnik krepitve izvoza predvsem povečan obseg prodaj na trge evropske petindvajseterice.

Napoved gospodarske rasti za leto 2004 je 3,6-odstotna. Ob pričakovani stabilizaciji mednarodnih gospodarskih razmer in hitrejšemu oživljanju gospodarske rasti v najpomembnejših trgovinskih partnericah se bo okrepila realna rast izvoza blaga in storitev (za okoli dveinpol odstotni točki). Izrazitejša bo krepitev realne rasti investicij (6,5 odstotka). V primerjavi z letom 2003 naj bi bila višja tudi rast zaposlenosti (0,3 odstotka).

Rast izvoza se bo v letih 2004 in 2005 ohranjala na ravni nekaj pod 6 odstotka. Pri tem naj bi se stopnje rasti izvoza v države nekdanje Jugoslavije in ostale tranzicijske države, ki sedaj bistveno presegajo realne stopnje rasti izvoza v razvite države, nekoliko umirile, tako da bi se umirilo tudi padanje deleža EU v regionalni strukturi blagovne menjave s tujino.

Tabela 3: Izbrani makroekonomski kazalci Slovenije v obdobju 2001-2003 s projekcijami gospodarske rasti od leta 2004 do 2008 (realne stopnje rasti)

	ocena			napoved				
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
BDP	2,9	2,9	2,6	3,6	3,7	4,0	4,3	4,0
Izvoz blaga in storitev	6,4	6,5	3,2	5,7	5,8	6,3	6,6	6,8
Uvoz blaga in storitev	3,0	4,9	4,8	6,2	6,4	6,5	6,5	6,7
Končna potrošnja	2,8	1,4	2,5	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4
Zasebna potrošnja	2,4	1,1	2,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Investicije v osnovna sredstva	-0,4	1,3	5,9	6,5	5,7	5,5	7,5	4,2
Inflacija (povprečje leta)	8,4	7,5	5,8	4,9	4,0	3,2	2,8	2,7

Vir: Jesensko poročilo, 2003, str. 15.

V obdobju 2005–2008 je pričakovati postopno povišanje gospodarske rasti do 4,0 odstotka leta 2008. Po manjšem cikličnem upadu v letu 2006 se bo ob stabilni gospodarski rasti lahko ohranjala tudi močna investicijska aktivnost (rast okoli 7,5 odstotka v letu 2007), vendar je za leto 2008 pričakovana njena nekoliko zmanjšana rast (okoli 4,2 odstotka).

2.1.3 Projekcije gospodarske rasti v Sloveniji od leta 2006 do 2008

V obdobju 2006-2008 analitiki UMAR-ja pričakujejo povišanje gospodarske rasti na raven okrog 4 odstotka. Predvidena višja rast produktivnosti bo (ob sicer nespremenjenem relativnem zaostajanju stopnje rasti realnih bruto plač na zaposlenega) omogočila hitrejšo rast plač in s tem tudi nadaljno krepitev zasebne potrošnje.

Slednje bo tudi vplivalo na izboljševanje konkurenčnosti gospodarstva ter pospešitev stopenj rasti izvoza, zaradi česar bo tekoči račun plačilne bilance, kljub relativno visoki uvozni rasti, ostal izravnani. Hitrejša relativna rast produktivnosti bo poleg tega ustvarjala tudi strukturni pritisk na

inflacijo, po drugi strani pa bo predvideni vstop v evropski tečajni mehanizem sredi leta 2005 po predpostavki ustavil nominalno rast tečaja in znižal inflacijska pričakovanja.

Za ohranjanje stabilne gospodarske rasti na srednjeročno višji ravni po vstopu v EU bodo ključnega pomena kakovostne spremembe, ki se bodo odražale v prestrukturiranju investicij ter na odpravljanju makroekonomskih neravnovesij, kjer gre v prvi vrsti za znižanje inflacije. Za znižanje inflacije, bo poleg tega potrebno odpraviti strukturna neskladja, predvsem v sektorjih, kjer se cene oblikujejo pod nadzorom države, ter na področju delovanja finančnih trgov in trgu delovne sile. Uresničevanje te predpostavke bi pomenilo, da bosta hitrejša rast cen glede na povprečje EU in preseganje ravni, ki je določena z maastrichtskimi kriteriji⁴, neposredno po vstopu v ERM2 odražala le relativno hitrejšo rast produktivnosti v Sloveniji glede na povprečje EU (tako imenovana »realna konvergenca«), ki bi jo vsaj na začetku do določene mere lahko odtehtala nominalna deprecijacija v okviru dovoljenega nihanja tečaja.

2.1.4 Makroekonomska analiza Hrvaške

V letu 2002 je rast BDP Hrvaške znašala 5,2 odstotka, kar je več od 3,8-odstotne rasti leto poprej. Podoben trend je bilo zaznati tudi pri inflaciji in deviznemu tečaju. Tako je medletna rast cen na drobno v letu 2002 znašala 2,3 odstotka, kar je malenkost boljše od predlanske 2,6-odstotne rasti in kaže na dejstvo, da je hrvaška narodna banka uspešno izpolnjevala temeljni cilj ohranjanja nizke stopnje inflacije. Na slabljenje inflatornih pritiskov pa so vplivali tudi nemonetarni dejavniki kot npr. zmanjšanje carin kot posledica zunanjetrgovinske liberalizacije ter nadaljne prodiranje tujih trgovskih verg (Metro, A.G., Mercator, d. d. in druge) na hrvaško tržišče, kar je vplivalo na stopnjevanje konkurenčnosti cen v panogi trgovine. Rast tečaja HRK/SIT pa se je glede na leto 2001 (7,9-odstoten) znatno upočasnila, saj je bila le 2,2-odstotna. Gibanje tečaja je bilo stabilno, brez večjih skokov ali padcev.

2.1.5 Makroekonomska analiza Bosne in Hercegovine

V BiH, ki se še naprej sooča s težavami kot so visok deficit in zunanji dolg, brezposelnost ter zmanjšana mednarodna pomoč, je v letu 2002 inflacija iz 2,5 odstotka (leto 2001) padla na 1,5 odstotka. Ker je nacionalna valuta konvertibilna marka vezana na EUR, je bila rast tečaja KM/SIT enaka rasti tečaja EUR/SIT, in sicer 4 odstotke, kar predstavlja zmanjšanje rasti tečaja glede na leto poprej, ko je ta znašala 4,7 odstotka. Projekcija rasti BDP za leto 2002 znaša 2002 in se glede na oceno leta 2001, ko je ta znašala 5,9 odstotka, ni dosti spremenila. Vzpodbudno gospodarstvu ter vlagateljem predstavlja predvsem rast v storitvenih in trgovskih panogah (priložnosti za družbo Mercator, d. d.) ter revitalizacija bančnega sektorja. Glavni izzivi nove vlade bodo v bližnji prihodnosti privatizacija večjih državnih podjetij, zmanjšanje nezaposlenosti ter spremembe v smeri izboljšanja pogojev za podjetniško poslovanje.

⁴ 1,5 odstotne točke nad povprečjem treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije.

2.1.6 Makroekonomska analiza Srbije in Črne gore

Kljub temu, da je pretekli režim v Srbiji dodobra oslabil ekonomsno stanje države, se je pozitiven trend reform in gospodarskega napredka v letu 2002 nadaljeval, kar je razvidno iz upadanja inflacije, rasti industrijske proizvodnje, liberalizacije ekonomskih odnosov s tujino ter splošnega standarda prebivalstva. Inflacija je v letu 2002 znašala 14,2 odstotka, kar je velik napredek glede na leto poprej, ko so v Srbiji imeli kar 91-odstotno inflacijo. Nadaljni kazalec gospodarskega napredka je rast BDP, ki je enako kot leto poprej znašalo 4 odstotke. V letu 2002 je Narodna banka Jugoslavije nadaljevala z režimom uravnavanega drsečega deviznega tečaja. Tako je bil tečaj YUM umirjen in ni zaznamoval večjih skokov in padcev. Proti EUR je bil rahlo razvrednoten in sicer za 3,2 odstotka, medtem ko je prišlo do 3,0-odstotnega padca tečaja YUM/SIT, kar je v nasprotju z 2,6-odstotnim razvrednotenjem SIT v letu 2001.

Uporaba pri napovedi izkaza poslovnega izida:

Predstavitev makroekonomske analize je potrebna, da se manjšinskim in drugim vlagateljem ponazori stanja gospodarstva v državi, kjer bodo vlagali. Namen te analize je ugotoviti, ali so gospodarstva v dobrem stanju, ali prihaja do razlastitev, ovir pri repatriaciji vloženega kapitala in dobičkov, problem s konvertibilnostjo obsežnih davčnih reform in administrativnih posegov države na področju cen, plač in podobno (Hartman, 2000, str.21). Makroekonomska analiza trgov na katerih družba posluje sovпада s teorijo, da je osnovni model CAPM potrebno razširiti še z vključitvijo dodatnih vrst tveganj, ki jih koeficient beta in tržna premija za tveganje ne vključujeta.

2.2 Družba Mercator, d. d.

2.2.1 Predstavitev podjetja

Zgodovina Mercatorja sega v leto 1949, ko je bilo ustanovljeno podjetje na debelo »Živila Ljubljana«, predhodnik družbe Mercator, d. d. Leta 1953 je začela delovati družba »Mercator« kot trgovsko podjetje na debelo. Leta 1990 se je Mercator registriral kot Poslovni sistem Mercator, d. d., ki so ga z neodplačanim prenosom kapitala na krovno družbo ustanovila prej povezana podjetja; to je pomenilo začetek njegove koncernske organiziranosti. Oktobra leta 1995 je bil Poslovni sistem Mercator, d. d., vpisan v sodni register kot delniška družba v zasebni lasti. Leto 1997 je bilo prelomno leto v poslovanju družbe v smislu preobrata v eno najuspšnejših trgovskih podjetij na območju nekdanje Jugoslavije. Obdobje 1998-2003 so zaznamovali procesi notranjega prestrukturiranja ter procesi, potrebni za integracijo slovenske živilske in preostale trgovine, kar je zahtevalo ekonomičnost in poslovno učinkovitost, odločen nastop na trgu ter pospešen razvoj maloprodajne mreže in tržnih aktivnosti. Začelo se je odvijati intenzivno kapitalsko povezovanje oziroma prevzemi 18 družb v Sloveniji in na eno na Hrvaškem ter vstop Mercatorja na nove trge z ustanovitvijo odvisnih družb na Hrvaškem, v BiH ter v Srbiji in Črni gori.

Skupino Mercator sestavljajo trgovske in netrgovske družbe v industrijski, gostinski in storitveni dejavnosti. Družba Poslovni sistem Mercator, d. d., je obvladujoča družba skupine povezanih podjetij in ima dvojno nalogo;

- opravlja trgovsko dejavnost na širšem območju osrednje Slovenije in Obale ter
- izvaja različne koncernske naloge za družbe v skupini, v katerih ima večinski lastniški delež, in sicer: oblikuje centralno nabavno in prodajno politiko, opravlja naloge s področja trženja in marketinga za trgovske družbe, skrbi za razvojne in naložbene aktivnosti, informacijsko podporo in izobraževanje vseh družb v skupini ter poenotenje in standardizacijo poslovnih procesov.

Obvladujoča družba Poslovni sistem Mercator, d. d., sodi med vodilna trgovska podjetja v srednji in vzhodni Evropi. V evropskem merilu sodi med manjša vodilna trgovska podjetja. Ker predstavlja Slovenija s svojima dvema milijonoma prebivalcev za Skupino Mercator razmeroma majhen trg, na katerem je prisotna že velika konkurenca, je podjetje pravzaprav primorano v večjo internacionalizacijo poslovanja, ki poteka prek Mercatorjevih enot v tujini. Razmere na slovenskem trgu kažejo na to, da na njem ni več prostora za rast Skupine Mercatorja in da je le-ta v celoti odvisna od prodaje na tujih trgih. To dejstvo je upoštevano pri določanju rasti čistih prihodkov od prodaje v prihodnjih letih.

Poslovne dejavnosti podjetja

Trgovska dejavnost

Najpomembnejša in najboljšežnejša dejavnost Skupine Mercator je trgovina na debelo in drobno z izdelki široke porabe. Skupina Mercator je vodilna trgovska veriga v Sloveniji, vse bolj pa se uveljavlja tudi na trgih Hrvaške, BiH ter Srbije in Črne gore. Gre za hitro rastoče trge, zato na teh trgih Skupina Mercator gradi predvsem večje nakupovalne centre, s katerimi je cilj v najkrajšem času pridobiti pomemben tržni delež.

Značilnost trgovske dejavnosti Skupine Mercator, ki jo je konec leta 2003 opravljalo 13 družb, od tega 5 družb izven Slovenije, je široka razvejanost njene prodajne mreže s številnimi prodajnimi formati: od nakupovalnih centrov, hipermarketov, supermarketov in blagovnic, do samopostrežnih in specializiranih prodajaln.

V okviru družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., je bila v juniju 2003 oblikovana Tehnična veriga Mercator s ciljem konsolidacije dejavnosti. Veriga je bila oblikovana s prenosom tehničnih prodajaln s trgovskih družb na obvladujočo družbo.

V okviru trgovskega dela Skupine Mercator posluje tudi družba, ki je specializirana za prodajo tekstila; Mercator – Modna hiša, d. o. o. Ta od leta 2001 posluje kot specializirana tekstilna veriga, v okviru katere poteka dejavnost maloprodaje in veleprodaje s tekstilnim blagom v Sloveniji.

Netrgovska dejavnost

Poleg trgovskih družb so v letu 2003 skupino sestavljale tudi netrgovske družbe, ki opravljajo dejavnost proizvodnje, hotelirstva in storitev. Družba Eta, d. d., proizvaja sterilizirane in pasterizirane vrtnine, gorčico in različne prelive, hkrati se ukvarja tudi s predelavo sadja,

proizvodnjo kompotov, sadnih koncentratov in zamrznjenega programa. Družba Pekarna Grosuplje, d. d., je v peki kruha in pekarskega peciva vodilna družba v Sloveniji, v njeni 100-odstotni lasti je tudi družba Belpana, d. o. o., Zagreb, ki opravlja proizvodnjo kruha in pekarskega peciva na Hrvaškem, pretežno za potrebe Mercatorjeve maloprodajne mreže. Družba Mercator – Emba, d. d., se ukvarja s predelavo in pakiranjem kave, proizvodnjo kakovostnih instant izdelkov, desertnih prelivov, izdelkov iz žitaric in pakiranjem drugih izdelkov. V okviru družbe M Hotel, d. o. o., je zajeta gostinsko – hotelska dejavnost hotela. Družba Mercator – Optima, d. o. o., opravlja dejavnost inženiringa in projektiranja ter je tesno povezana z naložbenimi dejavnostmi Skupine Mercator.

2.2.2 Prodaja

Podatki o prodaji kažejo, da je Skupina Mercator, d. d., od leta 1999 do leta 2003 vsako leto povečevala obseg prodaje. Prodaja je v obdobju 1999-2003 zrasla za 89,9 odstotkov oziroma je naraščala po povprečni 11,2 odstotni realni letni stopnji.

Tabela 4: Rast prihodkov od prodaje

	1999	2000	2001	2002	2003
rast v %	35,9 %	37,2 %	18,4 %	12,8 %	3,7 %

Vir: Lastni izračuni, 2004.

Rast prihodkov od prodaje je bila v letih 1999 in 2000 zelo impresivna. V teh in sledečih letih je rast temeljila predvsem na prevzemih sorodnih družb v Sloveniji in ene na Hrvaškem ter v obsežnem investicijskem ciklusu glede gradnje trgovskih centrov na trgih nekdanje Jugoslavije. Iz Tabele 6 je razvidno, da rast prihodkov upada, kar je pričakovano, ker na slovenskem trgu ni več prostora za rast, razmere na trgih nekdanje Jugoslavije pa so negotove.

Tabela 5: Čisti prihodki od prodaje glede na vir prihodkov (delež v odstotkih)

vir prihodkov	2002	2003
trgovina doma	82,4 %	81,6 %
trgovina novi trgi *	9,7 %	12,6 %
netrgovina	7,9 %	5,8 %
Skupaj	100 %	100 %

Opombe: * novi trgi – države nekdanje Jugoslavije.

Vir: Letno poročilo Mercator, d. d., 2003.

Čisti prihodki od prodaje v strukturi celotnih prihodkov upadajo pri trgovini v Sloveniji, naraščajo pa na novih trgih. Zmanjšuje se tudi delež prihodkov iz netrgovinskih dejavnosti, kar je glede na odprodajo družbe Mesnine dežele Kranjske, d. d. in Mercator KŽK Kranj, d. o. o. in politiko Skupine Mercator glede osredotočanja na osnovno dejavnost (trgovine za široko potrošnjo) pričakovano.

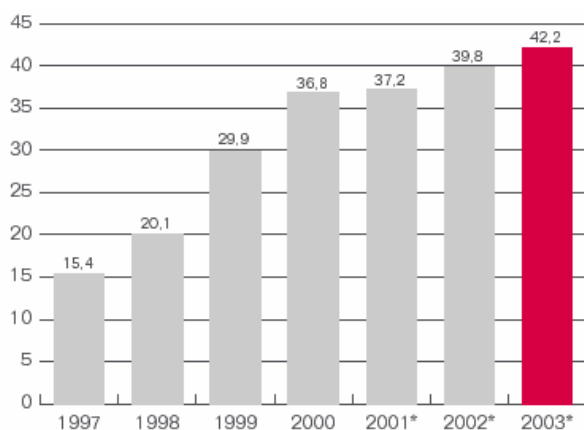
Tabela 6: Prodaja po regijah v izbranih letih (delež v odstotkih)

regija izvora	2002	2003
Slovenija	89,7 %	86,7 %
novi trgi *	10,3 %	13,3 %
Skupaj	100 %	100 %

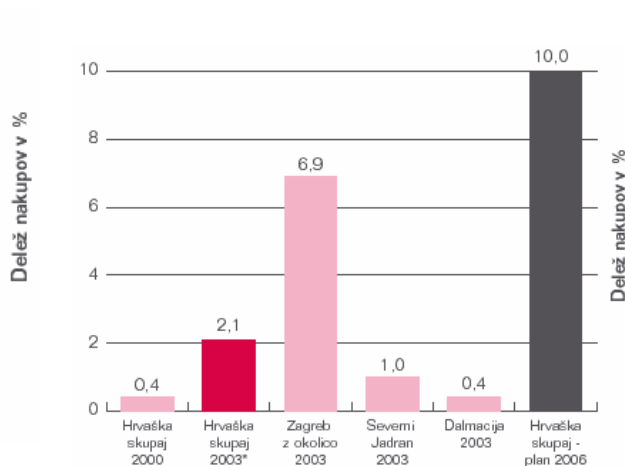
Opombe: * novi trgi – države nekdanje Jugoslavije.

Vir: Letno poročilo Mercator, d. d., 2003.

Delež prihodkov ustvarjenih na slovenskem trgu upada v strukturi celotnih prihodkov. To je razumljivo, saj je slovenski trgovinski trg zasičen. Skupina Mercator ima na njem 42,2-odstotni delež in ni pričakovati, da bi ga lahko še povečala (potem bi obstajala možnost posredovanja Urada za varstvo konkurence Republike Slovenije).

Tabela 7: Tržni delež Skupine Mercator na slovenskem trgu

Vir: Letno poročilo Mercator, d. d., 2003.

Tabela 8: Tržni delež Skupine Mercator na hrvaškem trgu

Uporaba pri napovedi izkaza poslovnega izida:

(Priloga D)

V polpreteklih letih je imela Skupina Mercator visoko vsakoletno rast prihodkov od prodaje. Nerealno bi bilo pričakovati, da bi se taka ohranjala tudi v prihodnjih letih. Še posebej zato, ker za Skupino Mercator na slovenskem trgu ni več prostora za rast. Rast prihodkov od prodaje je v celoti odvisna od nastopa na novih trgih (države nekdanje Jugoslavije). V letu 2003 je znašala 3,7 odstotka in pričakovati bi bilo, da bi bila v letu 2004 še manjša za odstotno točko ali več. Vendar sem zaradi obsežnih naložb v osnovna sredstva (podpoglavje 2.2.4) ocenil, da bo v letih 2004-2006 znašala 3 odstotke, kar je relativno optimistična predpostavka. Primerljiva podjetja imajo rast prihodkov od prodaje izračunano v višini 3,1 odstotka (**Priloga D**). Zaradi časovne oddaljenosti in z njo povezane nepredvidljivosti poslovanja Skupine Mercator in makroekonomskih dejavnikov na trgih nekdanje Jugoslavije je rast prihodkov od prodaje v letih 2006-2011 ocenjena na 2 odstotka.

2.2.3 Zaposleni in menedžment

Ob koncu leta 2003 je bilo v Skupini Mercator 14.673 zaposlenih, od tega 5.837 v družbi Poslovni sistem Mercator, d. d. Glede na stanje ob koncu leta 2002 se je število zaposlenih v skupini povečalo za 2,4 odstotka. Povečanje števila zaposlenih je bilo največjev dejavnosti trgovine (za 9 odstotkov), in sicer zaradi vključitve družbe Živila Kranj, d. d., v skupino. Število zaposlenih v netrgovini pa se je zmanjšalo (za 52,8 odstotkov) zaradi odprodaje družb Mesnine dežele Kranjske, d. d., in Mercator – KŽK, Kmetijstvo Kranj, d. o. o.

V letu 2003 je bilo v Skupini Mercator na novo zaposlenih 2.584 oseb, 2.242 oseb je prekinilo delovno razmerje, med družbami znotraj Skupine Mercator pa je prehajalo 1.425 oseb. V letu 2004 so pričakovanja po nadaljnem povečanju števila zaposlenih, predvsem zaradi širitve maloprodajne mreže na novih trgih.

Skupno število zaposlenih med leti v Skupini Mercator narašča. V **Prilogi P** je poleg gibanja zaposlenih tudi razviden grob pregled kdaj so bile posamezne hčerinske družbe prevzete, ustanovljene ali jim je prenehalo delovanje. Družbi Mercator je tako rastle število zaposlenih zaradi večanja obsega dejavnosti in zaradi dodajanja števila zaposlenih iz hčerinskih družb.

Število zaposlenih v družbi Mercator se v opazovanih letih kljub številnim prevzemom podjetij s sorodnimi dejavnostmi ni bistveno spreminjalo. Povečevalo se je predvsem število zaposlenih v tujini, kar je v skladu z širitvami poslovanja družbe Mercator na nove trge. Pri neživilski trgovini je število zaposlenih upadlo (odprodaja družbe Trgoavto, d. d.) in v prihajajočih letih je pričakovan nadaljno upadanje števila zaposlenih v tej dejavnosti. Za več kot polovico se je zmanjšalo število zaposlenih (odprodaja Mesnin dežele Kranjske, d. d., in Mercator – KŽK Kranj, d. o. o.) v družbah, ki se ne ukvarjajo z dejavnostjo trgovine. Tudi pri teh družbah je pričakovan nadaljni upad števila zaposlenih zaradi politike osredotočanja Skupine Mercator na osrednjo dejavnost (core business) – trgovina za široko potrošnjo.

Tabela 9: Izobrazbena struktura zaposlenih

Izobrazba	2002		2003	
	število	delež	število	delež
Višješolska izobr. ali višja	1.121	7,8 %	807	5,5 %
Srednješolska izobr.	11.106	77,5 %	11.921	81,2 %
Kvalificirani delavci	2.104	14,7 %	1.945	13,3 %
Skupaj	14.331	100 %	14.673	100 %

Vir: Letno poročilo Mercator, d. d., 2003; Lastni izračuni 2004.

Izobrazbena struktura zaposlenih se med leti spreminja. Manj je tistih z najnižjo izobrazbo (kvalificirani delavci), nekoliko več z IV. in V. stopnjo izobrazbe in presenetljivo manj najvišje izobraženih. Uprava podjetja je sestavljena iz predsednika uprave in štirih članov uprave.

Tabela 10: Organi vodenja in upravljanja

Organ	Ime	Funkcija
Uprava	Zoran Janković	predsednik uprave
	Stanislav Brodnjak	član uprave za področje novih trgov
	Aleš Čerin	član uprave za področje korporacijskih zadev
	Jadranka Dakič	član uprave za področje financ, kontrolinga in računovodstva
	Marjan Sedej	član uprave za področje trženja, razvoja in investicij
Nadzorni svet	Janez Bohorič	predsednik nadzornega sveta
	Člani:	Vera Aljančič-Falež, Ksenija Bračič, Jože Cvetek, Morena Kocjančič, Dragica Derganc, Katja Galof, Matjaž Gantar, Vladimir Jančič, Marjan Somrak in Branko Tomažič.
Število članov		
- uprave:	4	
- nad.sveta:	11	

Vir: Letno poročilo Mercator, d. d., 2003.

Uporaba pri napovedi izkaza poslovnega izida:

(Priloga D)

Upoštevana je bila osnovna teza o naraščanju števila zaposlenih, zaradi česar se stroški dela med leti povečujejo. Ocenil sem, da bo število zaposlenih naraščalo le v trgovini za široko potrošnjo in še tu predvsem v tujini. Število zaposlenih v družbah, ki se ne ukvarjajo s široko potrošnjo (Mercator - Modna hiša, d. o. o., in Intermercator, G.m.b.H) bo upadalo ali kvečjemu stagniralo. V družbah, ki so proizvodno usmerjene (Eta, d. d., Mercator - Emba, d. d., in druge), bo število zaposlenih v prihodnjih letih zagotovo upadalo (izjema je verjetno le Pekarna Grosuplje, d. d.).

Ocena je, da bo skupno število zaposlenih kljub zmanjševanju zaposlenih v nekaterih družbah naraščalo, zaradi česar se bodo stroški dela vsako leto povečali za **0,75 odstotka** (rast prihodkov od prodaje predvidena v višini 3 oziroma 2 odstotkov).

2.2.4 Naložbe

Podjetje je v preteklih letih usmerjalo intenzivno naložbeno dejavnost za doseganje dolgoročne rasti prodaje v obstoječe enote in dodatno rast za izgradnjo novih trgovskih centrov v Sloveniji, na Hrvaškem, v BiH ter v Srbiji in Črni gori.

Pretežni del vseh naložb Skupine Mercator (76,4 odstotkov) se nanaša na gradnjo Mercatorjevih trgovskih centrov, preostale naložbe pa na prenove maloprodajnih enot, na naložbe v distribucijske centre ter naložbe v informacijsko tehnologijo.

Tabela 11: Naložbe v letih 2002-2003 (v tisoč SIT)

Vrsta naložb v osnovna sredstva	2002		2003	
	vrednost	delež	vrednost	delež
Mercatorjevi centri in hipermarketi	19.083.186	76,4 %	17.492.784	60,5 %
od tega v Sloveniji	5.671.235	22,7 %	7.247.881	25,1 %
od tega v tujini	13.411.951	53,7 %	10.244.903	35,4 %
Prodajalne z market programom	497.567	2,0 %	3.523.647	12,2 %
Prodajalne z nemarket programom	333.122	1,3 %	714.466	2,5 %
Skupaj novogradnje	19.913.875	79,8 %	21.730.897	75,2 %
Naložbe v distribucijske centre	0	0,0 %	2.212.469	7,7 %
Prenova in ostalo	3.357.780	13,5 %	3.541.411	12,2 %
Skupaj naložbe v trgovski dejavnosti	23.271.655	93,2 %	27.484.777	95,1 %
od tega naložbe v Sloveniji	9.315.996	37,3 %	16.187.364	56,0 %
od tega naložbe na novih trgih	13.955.659	55,9 %	11.297.413	39,1 %
Skupaj naložbe v netrgovski dejavnosti	1.690.453	6,8 %	1.428.675	4,9 %
od tega naložbe v Sloveniji	1.637.000	6,6 %	1.421.679	4,9 %
od tega naložbe na novih trgih	53.453	0,2 %	6.996	0,0 %
Skupaj	24.962.108	100 %	28.913.452	100,0 %

Vir: Letno poročilo Mercator, d. d., 2003.

V primerjavi z letom 2002, ko so v Skupini Mercator odprli tri velike Mercatorjeve nakupovalne centre in dva manjša trgovska, so bili v letu 2003 odprti predvsem manjši nakupovalni centri. Na novih trgih so bili v letu 2003 odkupljene številne lokacije za gradnjo Mercatorjevih nakupovalnih centrov. Med večje naložbe sodi nakup zemljišča v Domžalah za gradnjo osrednjega distribucijskega centra in zemljišča v Beogradu za gradnjo distribucijskega centra za Srbijo in Črno goro.

V letu 2003 je bilo večji del naložb (56 odstotkov) investiranih v Sloveniji, v letu 2002 pa skoraj v enakem deležu na novih trgih. Naložbe so bile v letu 2003 za 15,8 odstotkov višje kot v letu 2002. V letu 2003 je Skupina Mercator izvedla tudi dezinvestiranje poslovno nepotrebnih osnovnih sredstev ter pri tem iztržila 6.191 milijonov SIT kupnine.

Uporaba pri napovedi izkaza poslovnega izida:

(Priloga D)

Višina polpreteklih naložb in pričakovanja v zvezi z nadaljnimi naložbenimi cikli so pomembna zaradi določanja višine stopnje rasti amortizacije v prihodnjih letih. Zaradi obsežnega polpreteklega vlaganja in ekonomske negotovosti na novih trgih (BiH, Srbija in Črna gora) je v napovedi izkaza poslovnega izida rast amortizacije neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev določena v višini trenutne letne stopnje rasti prihodkov od prodaje. To pomeni, da ne predvidevam večjih novih naložbenih vlaganj v nove trge (pričakujem, da bo Skupina Mercator najprej presodila, kako poslujejo obstoječi centri na novih trgih in presodila ali se splača vlagati v nove naložbe). Naložbe so opredeljene izključno v višini amortizacije, kar pomeni zamenjavo obstoječih poslovnih sredstev.

2.2.5 Strategija razvoja v prihodnosti

V letu 2004 kakor tudi v prihodnjih letih namerava Skupina Mercator nadaljevati s procesi prevzemanja dejavnosti in pripojitvami trgovskih družb v Sloveniji k obvladujoči družbi, kar se bo dolgoročno odražalo v dodatnem izboljšanju kazalnikov uspešnosti in učinkovitosti poslovanja celotne skupine. Pričakuje se torej stabilno naraščanje produktivnosti (prodaje na zaposlenega in dodane vrednost na zaposlenega) ter izboljšanje stroškovne učinkovitosti.

Podjetje vstopa v obdobje, ko končuje fazo intenzivnih vlaganj v trgovsko-distribucijske zmogljivosti v Sloveniji in na novih trgih v tujini. V prihajajočih letih namerava Skupina Mercator predvsem zgraditi razvejano in močno trženjsko infrastrukturo na vseh trgih, kjer je prisotno. Skupina Mercator pričakuje v prihodnosti rast panoge in konsolidacijo trgovske dejavnosti v državah nekdanje Jugoslavije. Pričavati je, da bo Skupina Mercator sodelovala v mrežnih povezavah s srednje velikimi in manjšimi trgovskimi podjetji v državah nekdanje Jugoslavije. Skupaj z njimi namerava pripravljati razvojne projekte, ki jih eni ali drugi zaradi omejitev intelektualne lastnine oziroma nezadostnih tehnoloških ali finančnih potencialov ne bi mogli izvesti sami.

Uporaba pri napovedi izkaza poslovnega izida:

(Priloga D)

Pričakovanja trgovskih podjetij v EU in drugod po svetu so, da bodo v razmerah zaostrenega konkurenčnega boja v naslednjih petih letih sposobni preživeti kot samostojna družba le tisti, ki bodo veliko vlagali v razvoj in kakovost trgovskih storitev. Pri napovedi izkaza poslovnega izida Strategija razvoja v prihodnosti vpliva na določanje višine investicij v prihodnosti.

2.2.6 Finančna analiza

V okviru diplomske naloge sem analiziral finančne izkaze Skupine Mercator iz obdobja 1999-2003. Finančni izkazi so bili revidirani v skladu z Mednarodnimi revizijskimi standardi in zakonsko ureditvijo Slovenije ter so po revizijskem mnenju podajali resnično in pošteno sliko finančnega stanja družbe. Finančni podatki medsebojno niso povsem primerljivi; tisti do vključno leta 2001 temeljijo na starih računovodskih standardih, od leta 2002 naprej pa so že izkazani po novih računovodskih standardih. Finančna analiza temelji na podatkih konsolidiranih izkazov poslovnega izida in stanja, objavljenih v poslovnih poročilih družbe Mercator, d. d. Za potrebe ugotavljanja normaliziranega izkaza poslovnega izida Skupine Mercator sem podatke za leto 2003 prilagodil za učinke enkratnih in netipičnih poslovnih dogodkov.

Opravi sem naslednje prilagoditve:

(Priloga C)

- izločitev drugih prihodkov iz poslovanja v višini **4.099.554 tisoč SIT** (prihodki zaradi dobička pri prodaji osnovnih sredstev v znesku 3.733.033 tisoč SIT in prihodki od odpravljenih dolgoročnih rezervacij v znesku 366.521 tisoč SIT),
- zmanjšanje amortizacije v višini **3.323.846 tisoč SIT** (visoki stroški amortizacije pri Skupini Mercator so bili znižani na raven deleža amortizacije v EBITDA primerljivih podjetij),

- izločitev prevrednotovalnih poslovnih odhodkov pri osnovnih sredstvih v višini **1.379.308 tisoč SIT**,
- zmanjšanje prihodkov na podlagi deležev v dobičku v višini **730.317 tisoč SIT** (odprodaja lastniškega deleža v družbi Spar Slovenija, d. o. o.),
- zmanjšanje odpisov dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb v višini **1.279.521 tisoč SIT** (izguba pri odprodaji lastniških deležev v družbi Mercator – KŽK Kmetijstvo Kranj, d. o. o., in sicer v višini 860.598 tisoč SIT, v družbi Mesnine dežele Kranjske, d. d., v višini 148.995 tisoč SIT, in v družbi Trgoavto, d. d., v višini 269.928 tisoč SIT),
- izločitev izrednih prihodkov in odhodkov v neto višini **62.610 tisoč SIT**.

V prikazih struktur finančnih izkazov Skupine Mercator sem prikazal tudi povprečja (aritmetično sredino in mediano) ustreznih finančnih kategorij primerljivih na borzo uvrščenih podjetij iz leta 2003. Splošne ugotovitve so, da je družba v celotnem obdobju poslovala z dobičkom, ki se je vsako leto povečal glede na prejšnje leto.

2.2.6.1 Analiza bilance stanja

(Priloga A)

Gibljiva sredstva

Delež gibljivih sredstev v vseh sredstvih se je med leti postopoma zmanjševal z 34 odstotkov konec leta 1999 na 27 odstotkov na dan 31.12.2003. Primerljiva podjetja so imela na zadnji dan leta 2003 delež gibljivih sredstev v vseh sredstvih enak 36. odstotkom.

Največja postavka v gibljivih sredstvih je bila postavka zaloge. Skoraj vse zaloge (95 odstotkov) so se nanašale na proizvode in trgovsko blago za nadaljno prodajo, kar je glede na dejavnost v kateri posluje družba Mercator in njena hčerinska podjetja pričakovano. Nominalno povečanje vrednosti zalog v preteklih letih je posledica večjega obsega prodaje in vpliva prevzema dejavnosti in s tem odkup zalog odvisnih (novo prevzetih) družb. V strukturi sredstev je delež zalog med leti upadal in je na dan 31.12.2003 predstavljal 14 odstotkov. Primerljiva podjetja so imela konec leta 2003 delež zalog v sredstvih enak 15. odstotkom. Kratkoročne terjatve iz poslovanja so imele med leti trend naraščanja. Terjatve do pridruženih podjetij so znašale okoli enega odstotka vseh sredstev in so se na zadnji dan leta 2003 tako zmanjšale, da niso več predstavljale pomembnejšega deleža. Primerljiva podjetja so imela delež terjatev do pridruženih podjetij konec leta 2003 enak 4. odstotkom. Največja postavka znotraj kratkoročnih terjatev je bila druge kratkoročne terjatve, vendar v poslovnih poročilih Skupine Mercator ni bilo podano na kaj se te terjatve nanašajo. Delež drugih kratkoročnih terjatev v vseh sredstvih je bil med leti okoli 12-odstoten.

Kratkoročne finančne naložbe so se zmanjševale tako nominalno kot v deležu do vseh sredstev. Zmanjševale so se predvsem zaradi dokapitalizacije odvisnih družb v tujini, pri čemer je Skupina Mercator kratkoročna posojila preoblikovala v povečanje dolgoročnih finančnih naložb. Poleg tega je Skupina Mercator konec leta 2002 tudi odprodala skoraj v celoti kratkoročne finančne naložbe v vrednostne papirje. V računovodskih poročilih Skupine Mercator so bile med kratkoročne finančne naložbe vodene tudi lastne delnice. Družba Mercator je lastne delnice pridobila iz naslova zadolžnih listin, ki izhajajo iz postopka lastninskega preoblikovanja podjetij, in delno od

Slovenske odškodninske družbe, d. d., kot odškodnino iz naslova denacionalizacijskega postopka. Zaradi stalnosti oziroma vsakoletnega oblikovanega sklada lastnih delnic so bile le-te v diplomski nalogi za potrebe pravilnega izkazovanja izkazov stanja prenešene v samostojno postavko lastne delnice in deleži znotraj stalnih sredstev. V letu 2003 je Skupina Mercator pridobila 1.845 lastnih delnic s katerimi je izplačala nekaj lastnikov pripojenih družb Emona Merkur, d. d., Ljubljana, in Žana, d. d., Žalec. Lastne delnice bo Skupina Mercator v skladu z določbami Zakona o gospodarskih družbah odtujila v letu 2004.

Denarna sredstva so se nominalno z izjemo leta 2003 povečevala, vendar so v strukturi sredstev upadla z dveh odstotkov konec leta 1999 na en odstotek na dan 31.12.2003. Primerljiva podjetja so imela na zadnji dan leta 2003 delež denarnih sredstev v vseh sredstvih enak 5. odstotkom.

Stalna sredstva

Stalna sredstva so se v opazovanem obdobju v tekočih cenah povečala več kot dva-kratno. V povprečju so se povečevala z 11-odstotno realno letno stopnjo rasti. Njihov delež v sredstvih je postopoma naraščal z 66 odstotkov konec leta 1999 na 73 odstotkov na dan 31.12.2003. Primerljiva podjetja so imela na zadnji dan leta 2003 nižji delež stalnih sredstev v vseh sredstvih; le-ta je znašal 64 odstotkov.

Opredmetena osnovna sredstva so se povečala z 83.726 milijonov SIT v letu 1999 na 179.193 milijonov SIT na zadnji dan leta 2003. Povečanje vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev izvira iz obsežnega investicijskega vlaganja Skupine Mercator v nove trgovske centre, iz preoblikovanja starih in iz vključitve novo prevzetih družb. Zmanjšanje opredmetenih osnovnih sredstev se je v opazovanih letih nanašalo na odprodajo poslovno nepotrebne premoženja. V deležu do vseh sredstev so opredmetena osnovna sredstva naraščala z 61 odstotkov konec leta 1999 do 72 odstotkov na 31.12.2003. Primerljiva podjetja so imela delež opredmetenih osnovnih sredstev v vseh sredstvih enak 41. odstotkom.

Neopredmetena dolgoročna sredstva so se med leti gibala različno, v povprečju pa so predstavljala okoli en odstotek vseh sredstev. Dolgoročne finančne naložbe so upadale v tekočih in stalnih cenah ter v strukturi sredstev. V preteklih letih so se zniževale zaradi pripojitve hčerinskih družb (Mercator – S, d. o. o., Beograd, v letu 2002 in Emona Merkur, d. d., Ljubljana, v letu 2003) matični družbi Mercator, d. d. S pripojitvijo družb je matična družba pridobila dolgoročne finančne naložbe pripojenih družb. Na dan 31.12.2003 so bile dolgoročne finančne naložbe višje kot v predhodnjem letu tudi zaradi novo ustanovljene družbe Mercator – BH, d. o. o., Sarajevo. Neopredmetena dolgoročna sredstva in dolgoročne finančne naložbe so imele na zadnji dan leta 2003 dvo odstotni delež v vseh sredstvih, kar je bilo veliko manj kot pri primerljivih podjetjih, ki so imela na omenjeni dan postavki enaki 23. odstotkom.

Kratkoročne obveznosti

Kratkoročne obveznosti so se v opazovanem obdobju gibala različno; na dan 31.12.2003 so znašale 38 odstotkov vseh obveznosti do virov sredstev, kar je bilo manj kot pri primerljivih podjetjih, ki so imela kazalec enak 49. odstotkom obveznosti do virov sredstev.

Med kratkoročnimi obveznostmi so bile v letih 1999 in 2002 najvišje kratkoročne obveznosti iz poslovanja; med njimi pa obveznosti do drugih podjetij. Slednja postavka je imela konec leta 2003 14 odstotkov, medtem ko so imela primerljiva podjetja obveznosti do drugih podjetij enak 29 odstotkov vseh obveznosti do virov sredstev. V preostalih letih so bile kratkoročne obveznosti iz financiranja višje. Leta 2003 so bile visoke 49.987 milijonov SIT, kar je bilo glede na stanje 26.586 milijonov SIT v letu 1999, 103-odstotno povečanje. Kratkoročna posojila so se med leti povečevala zaradi začasnega najetja kratkoročnih premostitvenih posojil pri domačih bankah. Posojila so bila najeta zaradi pospešenega vlaganja v razvoj maloprodajne mreže na domačem trgu. Skupina Mercator bo predvidoma v letu 2004 del kratkoročnih posojil zamenjala z dolgoročnimi viri financiranja. Kratkoročne obveznosti iz financiranja so se med leti gibale na okoli 20 odstotkih obveznosti do virov sredstev, pri primerljivih podjetjih pa je ta delež znašal konec leta 2003 6 odstotkov.

Dolgoročne obveznosti

Dolgoročne finančne obveznosti so se povečevale nominalno in v strukturi obveznosti do virov sredstev do leta 2003, v tem letu pa so se nekoliko zmanjšale. Na dan 31.12.2003 so predstavljale 19 odstotkov obveznosti do virov sredstev, kar je bil enak delež kot pri primerljivih podjetjih. Povečevanje dolgoročnih finančnih obveznosti je bila posledica preoblikovanja kratkoročnih finančnih obveznosti v dolgoročne s ciljem izboljševanja ročnostne strukture virov financiranja.

Dolgoročne obveznosti iz poslovanja so imele med leti prav tako močan trend povečevanja. V letih 2002 in 2003 se je glavnina dolgoročnih poslovnih obveznosti nanašala na finančni najem Mercatorjevih centrov v Kranju in Celju. Na dan 31.12.2003 so bile dolgoročne obveznosti iz poslovanja enake 3. odstotkom vsem obveznostim do virov sredstev.

Dolgoročne rezervacije so se nominalno leta 2003 povečale za skoraj dva-krat glede na tiste v letu 1999. Rezervacije so bile oblikovane za brezplačno pridobljena osnovna sredstva, za velika popravila, za denarne zahteve (za potrebe denacionalizacijskih postopkov), slabega imena (pri hčerinskih podjetjih) in za prejete tožbe. V strukturi obveznosti do virov sredstev so dolgoročne rezervacije predstavljale okoli 5 odstotkov.

Lastniški kapital

Lastniški kapital se je do leta 2002 gibal na okoli 34 milijardah SIT, nato pa se je v letih 2002 in 2003 znižal na 32.085 milijonov SIT. Lastniški kapital je bil v letih 2002 in 2003 enak registriranemu. V strukturi obveznosti do virov sredstev je upadel z 25 odstotkov konec leta 1999 na 13 odstotkov na 31.12.2003.

Kapital manjšinskih lastnikov se je med leti zmanjševal tako nominalno kot v strukturi obveznosti do virov sredstev. Na dan 31.12.2003 je znašal 1 odstotek, kar je bil enak delež kot pri primerljivih podjetjih.

Kapital Skupine Mercator je na dan 31.12.2003 predstavljal 33 odstotkov vseh obveznosti do virov sredstev, kar je bilo veliko več kot pri primerljivih podjetjih, kjer je kapital predstavljal 19 odstotkov obveznosti do virov sredstev.

Obratni kapital

Če obratni kapital definiramo kot razliko med gibljivimi sredstvi in vsemi kratkoročnimi obveznostmi ter pasivnimi časovnimi razmejitvami, ugotovimo, da je Skupina Mercator poslovala v vseh letih z negativnim obratnim kapitalom. Obratni kapital je v letu 1999 znašal -6.287,7 milijonov SIT, -18.574,1 milijonov SIT v letu 2000, -24.253,5 milijonov SIT v letu 2001, -10.424,3 milijonov SIT v letu 2002 in -29.754,7 milijonov SIT v letu 2003. V deležu v sredstvih je obratni kapital predstavljal -4,6 odstotka v letu 1999, -10,5 odstotka v letu 2000, -11,1 odstotka v letu 2001, -4,5 odstotka v letu 2002 in -11,9 odstotka v letu 2003.

Korigiran obratni kapital, ki ne vsebuje kratkoročnih finančnih naložb in obveznosti do financiranja, je bil v vseh opazovanih letih pozitiven. V letu 1999 je znašal 13.699,2 milijonov SIT, 15.764,8 milijonov SIT v letu 2000, 17.561,2 milijonov SIT v letu 2001, 19.342,3 milijonov SIT v letu 2002 in 18.288,8 milijonov SIT na dan 31.12. 2003. V deležu do vseh sredstev so omenjene vrednosti po letih predstavljale sledeče odstotke; 9,9 odstotka, 8,9 odstotka, 8,1 odstotka, 8,4 odstotka in 7,3 odstotka.

2.2.6.2 Analiza izkazov uspeha

(Priloga B in C)

Čisti prihodki iz prodaje

Čisti prihodki od prodaje so imeli v opazovanih letih močan trend naraščanja; povečevali so se po povprečni 11,2-odstotni realni letni stopnji rasti. Čiste prihodke od prodaje so med leti povečevale novo prevzete družbe v Sloveniji (Emona, d. d., Žana, d. d., in druge) in novo odprti trgovinski centri v Sloveniji in v državah nekdanje Jugoslavije (na Hrvaške v Zagrebu, Splitu, na Rijeki, v BiH v Sarajevu in v SČG v Beogradu). Prihodki od prodaje na tujih trgih so v letu 2002 znašali 32.668 milijonov SIT, v letu 2003 pa že 45.036 milijonov SIT, kar pomeni, da so se povečali za 38 odstotkov. Sicer so prihodki od prodaje na tujih trgih v letu 2003 predstavljali 13,6 odstotkov celotnih čistih prihodkov od prodaje.

Skupina Mercator je največji delež (80 odstotkov) čistih prihodkov od prodaje v letu 2003 ustvarila s prodajo blaga na domačem trgu. Prihodki od prodaje blaga na domačem in na tujih trgih imajo med leti trend povečevanja, medtem ko se nekateri drugi prihodki od prodaje med leti znižujejo. To so prihodki iz prodaje proizvodov na domačem trgu in prihodki iz prodaje materiala. Vzrok zniževanja teh prihodkov je v odprodaji nekaterih družb (Trgoavto, d. o. o. in druge). V letu 2003 se je 93 odstotkov čistih prihodkov od prodaje nanašalo na prihodke, ustvarjene pri prodaji

blaga, preostalih 7 odstotkov pa je izviralo iz prihodkov od prodaje proizvodov in storitev. Sledeč zniževanju prihodkov od prodaje proizvodov in storitev v strukturi čistih prihodkov od prodaje in odprodaji nekaterih družb, ki se ukvarjajo s prodajo proizvodov in storitev, je moč sklepati, da se Skupina Mercator osredotoča na opravljanje primarne dejavnosti (Core Business); to je prodaja blaga v lastnih trgovinskih centrih.

Skupina Mercator je v letih 2002 in 2003 med čistimi prihodki od prodaje tudi vodila odhodke za dane cassacontе, ki so zniževali skupne čiste prihodke od prodaje. V preostalih opazovanih letih so bili odhodki za dane cassacontе vodeni med finančnimi odhodki.

Po prilagojenem izkazu uspeha so bili v letih 2003 izločeni drugi prihodki iz poslovanja, ki so se nanašali na prihodke zaradi dobička pri prodaji vrednostnih papirjev in prihodke od odpravljenih dolgoročnih rezervacij.

Odhodki iz poslovanja

Proizvajalni stroški prodanih količin, med katere so zajeti stroški blaga, materiala in storitev so se skaldno z večjimi prodanimi količinami blaga povprečno povečevali z 8,7-odstotno realno letno stopnjo rasti. Njihov delež v prihodkih od prodaje se je gibal na 80 odstotkih.

Stroški dela so se v letu 2003 v tekočih cenah povečali za skoraj dva-krat glede na tiste v letu 1999. Ključni vzrok višjih stroškov dela je v naraščanju števila zaposlenih zaradi prevzemov novih družb in odprtje novih trgovinskih centrov v Sloveniji in v tujini. V strukturi kosmatega donosa iz poslovanja se stroški dela med leti niso pomembneje spreminjali; znašali so med 13 in 14 odstotkov. Stroški plač članov uprav in poslovodstev, članov nadzornih svetov in zaposlenih na podlagi individualnih pogodb v družbah Skupine Mercator so v letu 2003 predstavljali 4,9 odstotkov celotnih stroškov dela. Stroški amortizacije so v letu 2003 glede na leto 1999 prav tako povečali za skoraj dva-krat. Vzroki višjih stroškov amortizacije neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih dolgoročnih sredstev so enaki kot pri stroških dela; prevzem novih družb in odprtje novih trgovinskih centrov. Amortizacija je bila zaradi visokih dovoljenih amortizacijskih stopenj v Slovenskih računovodskih standardih obračunana agresivno. Po prilagojenem izkazu poslovnega izida je bila zmanjšana na raven deleža amortizacije v EBITDA primerljivih podjetjih. Stroški amortizacije so do leta 2003 predstavljali 4 odstotke, v letu 2003 pa so po zmanjšanju predstavljali 3 odstotke čistih prihodkov od prodaje. To je bil še vedno višji delež kot pri primerljivih podjetjih, ki so imela stroške amortizacije v višini 2 odstotkov čistih prihodkov od prodaje.

Po prilagojenem izkazu poslovnega izida so bili odhodki iz poslovanja zniženi tudi za prevrednotovalne poslovne odhodke. Skupaj so odhodki iz poslovanja imeli med leti trend zniževanja; v letu 1999 so znašali 19 in 18 odstotkov čistih prihodkov od prodaje v letu 2002. Po prilagojenem izkazu poslovnega izida so znašali 17 odstotkov čistih prihodkov od prodaje v letu 2003. Primerljiva podjetja so imela v letu 2003 odhodke iz poslovanja v višini 18 odstotkov čistih prihodkov od prodaje.

Dobiček iz poslovanja

Skupina Mercator je vsako leto prikazala večji dobiček iz poslovanja. Še posebno je bil visok v letih 2002 in 2003, ko je znašal 12,7 milijard SIT oziroma 13,8 milijard SIT. Po prilagojenem izkazu poslovnega izida je bil v letu 2003 dobiček iz poslovanja še višji; znašal je 14,4 milijarde SIT. Dobiček iz poslovanja se je v letu 2002 izrazito povečal glede na predhodnje leto zaradi višjih čistih prihodkov od prodaje in drugih prihodkov iz poslovanja. Čisti prihodki od prodaje so se v tem letu povečali za 36,3 milijard SIT, drugi prihodki iz poslovanja za 4,5 milijarde SIT (povečanje prihodkov za 41 milijard SIT), medtem ko so se proizvodjalni stroški prodanih količin povečali za 26,2 milijard SIT in preostali odhodki iz poslovanja za 4,2 milijard SIT (povečanje odhodkov za 30,5 milijard SIT). Prihodki so se povečali hitreje od odhodkov, kar bi bilo moč pripisati tudi pozitivnim učinkom konsolidacije prevzetih družb v Skupino Mercator. Dobiček iz poslovanja je do leta 2002 predstavljal 1 odstotka čistih prihodkov od prodaje in 4 odstotka v kasnejših letih. Primerljiva podjetja so imela v letu 2003 dobiček iz poslovanja v višini 5 odstotka.

Dobiček oziroma izguba iz financiranja

Skupina Mercator je samo v letu 1999 prikazalo dobiček iz financiranja, v kasnejših letih pa zaradi visokih bančnih posojil izgubo iz financiranja. Skupina Mercator je najemala posojila pri bankah primarno za potrebe financiranja nakupa novih družb v Sloveniji in za gradnjo trgovskih centrov v Sloveniji in v tujini. Hkrati se je z najetimi posojili med leti spreminjala struktura obveznosti do virov sredstev; dolžniški viri financiranja so narastli z 55 odstotkov konec leta 1999 na 66 odstotkov na dan 31.12.2003. Največji delež med odhodki financiranja so imeli odhodki za obresti, ki so se povečali z 2,1 milijarde SIT leta 1999 na 7,6 milijard SIT konec leta 2002. Na dan 31.12.2003 so se odhodki obresti znižali skoraj za milijardo SIT glede na tiste v letu 2002. Konec leta 2003 so bili izrazito visoki tudi odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb, ki so se v glavnem nanašali na izgube odvisnih družb v BiH, na Hrvaškem, v Nemčiji in nekaterih v Sloveniji. Prihodki na podlagi deležev v dobičku so bili v letu 2003 prav tako občutno višji kot v preostalih letih. V primerjavi z letom 2002 so se povečali predvsem zaradi ustvarjenega dobička pri prodaji odvisne družbe Spar Slovenija, d. o. o. Po prilagojenem izkazu poslovnega izida so bili prihodki od prodaje odvisne družbe izločeni. Drugi finančni prihodki so se v letu 2003 nanašali na prihodke iz naslova nakazanih dividend družbe Alpkomerc, d. d., Tolmin. Izguba iz financiranja je v letih 2002 in 2003 predstavljala 2 odstotka čistih prihodkov od prodaje.

Čisti dobiček in prilagojeni čisti dobiček

Čisti dobiček večinskih lastnikov se je med leti povečeval s povprečno 20,5-odstotno letno stopnjo rasti. Na dan 31.12.2003 je znašal 5.980 milijonov SIT in je bil po prilagojenem izkazu poslovnega izida povečan za skoraj milijardo SIT; znašal je 6.935 milijonov SIT. Celotni dobiček pred izrednimi postavkami je bil zaradi različnih zgoraj opisanih prilagoditev višji od siceršnjega za 1.152 milijonov SIT, po prilagojenem izkazu poslovnega izida pa so bili odpravljeni tudi neto izredni prihodki. Prilagojen davek na dobiček ni bil obračunan v skladu z deležem v čistih prihodkih od prodaje, ki ga je sicer zasedal, temveč je bil povečan za odpravo investicijskih olajšav (10 odstotkov). Glede na obsežna investicijska vlaganja v predhodnjih letih in spremembe zakonodaje sem se odločil, da Skupina Mercator v prihodnjih letih ne bo mogla več uveljavljati

investicijskih olajšav pri odmeri davka na dobiček. Prilagojeni davek na dobiček je tako proporcionalno bolj zmanjšal čisti dobiček večinskih lastnikov kot siceršnji davek na dobiček. Pri izgubi manjšinskih lastnikov niso bile opravljene prilagoditve.

Čisti dobiček je v vseh letih predstavljal 2 odstotka čistih prihodkov od prodaje, kar je bil enak delež kot pri primerljivih podjetjih.

2.2.6.3 DuPont analiza

(Priloga F in N)

DuPontova analiza kaže donosnost lastniškega kapitala kot zmnožek treh kazalcev, dobičkovnosti prodaje, učinkovitosti sredstev in zadolženosti. Čisti dobiček na prodajo je znašal 1,6 odstotka v letu 1999, se povečal do 1,9 odstotka v letu 2001, upadel na 1,5 odstotka v letu 2002. Po prilagojenem izkazu poslovnega izida je v letu 2003 znašal 2,1 odstotka, kar je bilo le malo manj od povprečja primerljivih podjetjih, kjer je omenjeni kazalec znašal 2,3 odstotka. Prodaja na sredstva se med leti ni bistveno spreminjala; znašala je okoli 1,3. Primerljiva podjetja so imela prodajo na sredstva enako 2,0. Sredstva na lastniški kapital so imela trend povečevanja; v letu 1999 so znašala 2,4, v letu 2003 pa že 3,0. Primerljiva podjetja so imela v letu 2003 sredstva na lastniški kapital enaka 3,9.

Donos lastniškega kapitala je imel v opazovanem obdobju prav tako trend povečevanja; v letu 1999 je znašal 4,9 odstotka in v letu 2003 po prilagojenem izkazu poslovnega izida 8,3 odstotka. Donosa lastniškega kapitala pri Skupini Mercator je bil tudi po prilagojenem izkazu poslovnega izida, kjer so bili izločeni enkratni in netipični poslovni dogodki, še vedno nižji od povprečja primerljivih podjetij. Primerljiva podjetja so imela donos lastniškega kapitala v letu 2003 enak 13,4 odstotka.

2.2.7 Gibanje tečaja delnice

Družba Mercator, d. d., ima v obtoku 3,208.504 rednih imenskih delnic. Poznejših izdaj delnic ni bilo. Nominalna vrednost ene delnice znaša 10.000 SIT. Družba je imela na dan 31.12.2003 97 lastnih delnic, ki so bile za potrebe izračuna ocene tržne vrednosti delnice na manjšinski (neobvladujoči) osnovi izločene.

Delnice družbe Mercator, d. d., so z 10-odstotno udeležbo vključene v indeks Ljubljanske borze SBI 20, ki je indeks petnajstih največjih in najuspešnejših delniških družb (tako imenovanih blue chip-ov), ki kotirajo na omenjeni borzi. Od 22.12.1997, ko je bila Mercatorjeva delnica uvrščena v borzno kotacijo A na Ljubljanski borzi, do 31.12.2003 je vrednost Mercatorjeve delnice narasla za 660,1 odstotka.

Delnice družbe Mercator so uvrščene v kotacijo rednih delnic Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, d. d., pod oznako MELR. Sestava delničarjev kaže, da so na dan 31.12.2003 prevladovali trije veliki delničarji; državni investicijski družbi s 16,50 oziroma 13,57 odstotka ter KD Group, Finančna družba, d. d. in več manjših z 2 ali manj odstotnim lastniškim deležem. Med prvih deset največjih delničarjev, ki imajo skupaj v lasti več kot 55 odstotkov delnic podjetja se je na dan

31.12.2003 uvrstil tudi predsednik uprave družbe Mercator, Zoran Janković. Ob koncu leta 2003 je delež tujih investitorjev v družbi Mercator, d. d., znašal 3,71 odstotka, kar je za 1,26-odstotne točke več kakor ob koncu leta 2002. Rast deleža tujih vlagateljev v lastniški sestavi je posledica tudi odprave omejitev Banke Slovenije za tuje portfeljske naložbe. Delež tujih vlagateljev sicer še vedno kaže na njihovo majhno udeležbo v strukturi vlagateljev.

Koncentracija lastništva je bila v letu 2003 dokaj razpršena na več manjšinskih lastnikov (domaćih fizičnih oseb in podjetij). Tako je tudi namen diplomske naloge izračunati tržno vrednost delnice na manjšinski (neobvladujoči) osnovi celovito zaokrožen.

Poslovanje z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev je bilo v letu 2002 zelo dinamično. Tako je indeks SBI 20 dosegel svojo najvišjo vrednost dotlej (3.548 točk). Prav tako je bil ustvarjen najvišji skupni dnevni promet z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi do takrat, in sicer v višini 446 milijard SIT, kar je za 28 odstotkov več kot v letu 2001. Tudi promet z Mercatorjevo delnico je bil v letu 2002 največji do tedaj.

V prvi polovici leta 2002 je bil glavni vzrok za povečano zanimanje za nakupe na Ljubljanski borzi v odpravi temeljne obrestne mere (TOM) pri kratkoročnih tolarskih finančnih instrumentih. S prehodom na nominalne obrestne mere se je donosnost varčevanja v obliki kratkoročnih tolarskih bančnih depozitov znižala. Zato se je povečalo zanimanje domácih pravnih in fizičnih oseb za naložbe v vrednostne papirje.

Borzno dogajanje je bilo v letu 2002 zelo intenzivno tudi zaradi prevzemnih dejavnosti oziroma zaradi nakupov večjih podjetij, ki so kotirala oziroma kotirajo na Ljubljanski borzi. Eden izmed odmevnih prevzemov se je zgodil v slovenski farmacevtski industriji, ko je družba Lek, d. d., Ljubljana, postala del mednarodne farmacevtske skupine Novartis.

Dejavnosti, povezane s prevzemom Leka, so ugodno vplivale na tečaj delnice Mercatorja, ki je v času trajanja prevzemnih dejavnosti dosegal najvišje vrednosti, odkar kotira na Ljubljanski borzi. Vzrok za porast tečajev večine delnic na Ljubljanski borzi so bila velika pričakovanja vlagateljev, ki so predvidevali, da bo kupnina od Lekovih delnic povečala povpraševanje po vrednostnih papirjih.

Lekovi delničarji so kupnino prejeli v začetku decembra leta 2002, vendar je velik del niso takoj reinvestirali. Proti koncu leta 2002 se je trgovanje z delnico Mercatorja zato nekoliko umirilo pri tečaju okoli 24.000 SIT. Tržna kapitalizacija podjetja je po izračunih družbe Mercator, d. d., konec leta 2002 znašala 78,8 milijarde SIT.

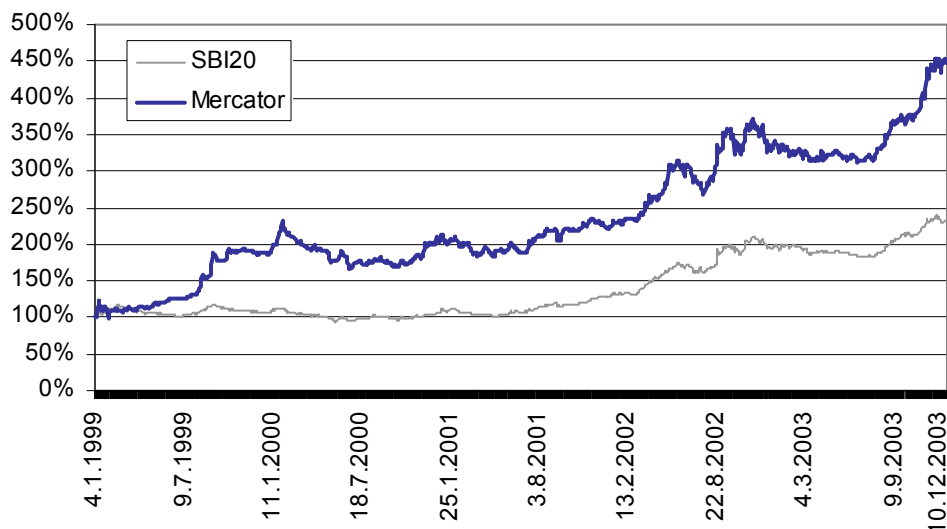
Tečaj delnice Mercatorja je imel v letu 2003 po začetnem mirnem upadanju v drugi polovici leta strmo rast. Tržni tečaj delnice je imel na dan 31.12.2003 vrednost 32.662 SIT, kar je predstavljalo 33-odstotno rast glede na enotni tečaj ob koncu prejšnjega leta. Tržna kapitalizacija podjetja je po izračunih družbe Mercator, d. d., konec leta 2003 znašala 104,8 milijarde SIT.

Tabela 12: Gibanje tečaja delnice Mercator, d. d. (v SIT)

mesec	povprečni tečaj	min.tečaj	max.tečaj	standardni odklon	koefficient variacije
31.12.2002	24.551				
Leto 2003					
januar	24.076	23.292	24.556	344	0,01
februar	23.721	23.230	24.065	241	0,01
marec	23.228	22.949	23.976	292	0,01
april	23.399	22.935	23.926	263	0,01
maj	23.565	23.167	23.984	233	0,01
junij	23.175	22.812	23.495	185	0,01
julij	23.184	22.956	23.558	188	0,01
avgust	24.615	23.712	25.674	608	0,02
september	26.816	25.686	27.437	366	0,01
oktober	27.363	26.564	28.024	365	0,01
november	30.686	28.388	32.612	1.406	0,05
december	32.612	31.731	33.147	415	0,01
31. 12. 2003	32.662				
Sprememba tečaja 31.12.2003 / 31.12.2002: 33,04 % ↑					

Vir: Spletna stran Ljubljanske borze, d. d., 2004; Lastni izračuni 2004.

Slika 1: Relativni tečaj delnice Mercator in indeksa SBI 20 v obdobju 1999 - 2003



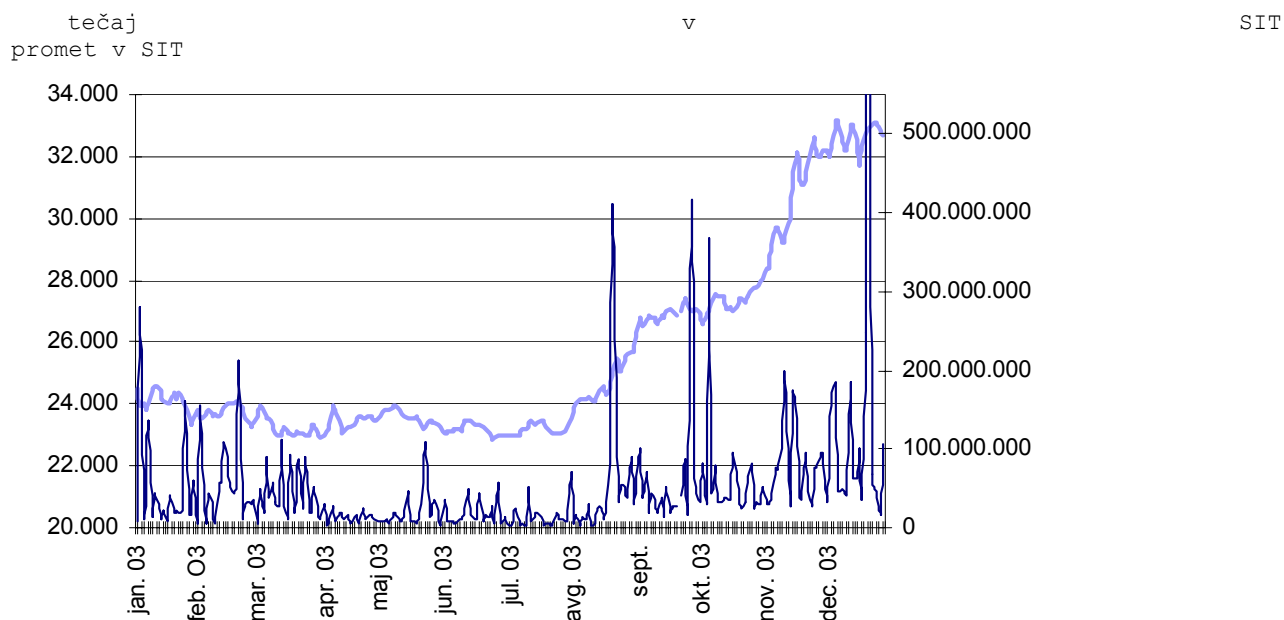
Vir: Spletna stran Ljubljanske borze, d. d., 2004; Lastni izračuni 2004.

Zaključki gibanja tečaja delnice iz Slike 1 so sledeči:

- da se je tečaj delnice Mercatorja, d. d., od 4. januarja 1999 do 30. decembra 2003 povečal za 3,30-krat, kar pomeni 45,44-odstotno povprečno realno letno stopnjo rasti;
- da je največji dnevni porast delnica dosegla 8. januarja leta 1999, ko se je vrednost povečala za 7,22 odstotka; največji padec tečaja je delnica imela 29. januarja leta 1999, ko je tečaj padel kar za 8,19 odstotka;

- v letu 2003 je delnica 25. junija pri 22.812 SIT dosegla najnižjo vrednost, 12. decembra pa je delnica s 33.147 SIT dosegla najvišjo vrednost. Povprečni tečaj v tem letu je bil 25.510 SIT, kar ni bilo veliko nad najnižjo doseženo vrednostjo tečaja. Na rast tečaja v drugi polovici leta je v veliki meri vplivalo znižanje obrestnih mer v Sloveniji, povečani pritek svežega kapitala v vzajemne sklade in nakupi tujih vlagateljev;
- rast tečaja Mercatorja, d. d., je bila skozi celotno opazovano obdobje višja od rasti tečaja SBI 20, še posebej visoko rast je imel tečaj v drugi polovici leta 2003. Rast tečaja Mercatorja, d. d., je bila višja od rasti tečaja indeksa SBI 20, kljub siceršnji povečani likvidnosti Ljubljanske borze;
- delnica je bila v vsem opazovanem obdobju med likvidnejšimi delnicami na Ljubljanski borzi, z njo se je trgovalo vse trgovalne dneve;
- analize in ocene kažejo, da se je tržna cena delnice v zadnjih mesecih leta 2003 trendno približala tržni (notranji) vrednosti delnice.

Slika 2: Delnica Mercatorja, d. d., na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev v letu 2003



Vir: Spletna stran Ljubljanske borze, d. d., 2004; Lastni izračuni 2004.

3 Metodologija vrednotenja

3.1 Vrednotenje po metodi diskontiranih denarnih tokov

Metoda izhaja iz temeljnega načela, da kupec družbe kupuje tok pričakovanih prihodnjih donosov, ki mu kot lastniku pripadajo. Ker kupec kupuje podjetje danes, donose pa bo prejemal v prihodnosti, jih je treba pretvoriti na današnjo vrednost z uporabo ustrezne diskontne stopnje, s katero diskontiramo prihodnje donose na sedanjo vrednost. Diskontna stopnja odraža tveganja, povezana s prejetjem donosov.

Na osnovi napovedi ključnih finančnih spremenljivk družbe Mercator, d. d., je izdelana projekcija prihodnjih denarnih tokov. Prosti denarni tok je definiran kot denarni tok lastniškemu kapitalu; to je denarni tok, ki je na voljo lastnikom.

3.1.1 Neto denarni tok

Diskontna stopnja mora biti določena na enaki osnovi kot prihodnji denarni tokovi, na katere se nanaša diskontna stopnja. Za namen vrednotenja bo uporabljen čisti denarni tok podjetja, kar pomeni, da je ustrezna diskontna stopnja stvarni strošek lastniškega kapitala. Čisti denarni tok je definiran kot:

Tabela 13: Izračun čistega denarnega toka podjetja

	Dobiček iz poslovanja (EBIT)
-	prilagojen davek na dobiček
=	Čisti dobiček iz poslovanja po davku (NOPLAT)
-	naložbe podjetja v stalna in gibljiva sredstva
=	Čisti denarni tok iz poslovanja
+	denarni tok iz neposlovnih investicij podjetja
=	Celotni čisti denarni tok podjetja

Vir: Copeland et al., 1996, str. 135.

Denarni tok je izračunan v skladu s projekcijami in diskontiran na sedanjo vrednost. Predvideno reinvestiranje je v višini amortizacije. Napoved neto denarnega toka sem utemeljil na splošno dostopnih podatkih glede prihodnjega poslovanja družbe Mercator, d. d., in glede na individualno oceno razvojnih možnosti trgovskih podjetij v EU.

Rast prodaje (predvsem v tujini) bo družba Mercator, d. d., dosegla iz notranjih virov in s prevzemi. Pri napovedi čistih prihodkov od prodaje sem upošteval obstoječe zmogljivosti družbe Mercator, d. d., in načrtovana vlaganja v povečanje zmogljivosti.

3.1.2 Ocena diskontne stopnje po modelu CAPM

Izračunano diskontno stopnjo se lahko poveča tudi za stopnjo tveganja naložbe v majhna podjetja in za deželno ali politično tveganje in nesistematično tveganje. Družba Mercator, d. d., je v primerjavi s primerljivimi podjetji manj zadolžena (**Priloga G**) in zato ne maksimizira vrednosti za delničarje. V izračunu diskontne stopnje sem ohranil obstoječo stopnjo zadolženosti, saj je cilj diplomske naloge izračunati notranjo vrednost podjetja za manjšinskega lastnika. V primeru, da bi upošteval stopnjo zadolženosti, ki je značilna za primerljiva podjetja, bi dobil kot rezultat vrednotenja vrednost za kontrolnega lastnika.

Diskontna stopnja je bila za potrebe vrednotenja podjetja ocenjena na naslednji način:

1. Ocena stvarne netvegane stopnje donosa: 2,6 odstotka. (Priloga K)

Stopnja donosa Euro obveznice Republike Slovenije (RS6) konec leta 2003, zmanjšana za pričakovano stopnjo inflacije evra v letu 2003 (Economic and financial indicators, 2004).

2. Ocena tržne premije za tveganje: 7,0 odstotkov. (Priloga K)

Predstavlja razliko med povprečno stopnjo donosa delnic in državnih obveznic v ZDA (1926-2002). Realni donosi ameriškega delniškega trga so sicer v 25-letnem razponu med 2 in 12 odstotki, kjer je dve tretjini donosov znotraj pasu med 4,7 in 8,7 odstotka.

3. Zadolžena beta: 0,64. (Priloga K)

Zadolžena beta je izračunana ob pomoči Hamadove formule iz nezadolžene bete, ciljnega razmerja dolga in lastniškega kapitala ter efektivne davčne stopnje. Nezadolžena beta je povzeta po povprečju podjetij iz dejavnosti trgovske panoge, izračunano iz podatkov publikacije Value Line Investment in veljavnimi v začetku leta 2004 (Damodaran, 2004).

4. Premija za majhno podjetje: 1,4 odstotka. (Priloga I)

Premija za majhno podjetje predstavlja razliko med povprečno stopnjo donosa velikih in majhnih podjetij (Ibbotson and Sinquefeld, Stocks, 2003).

Izračunana diskontna stopnja, ki predstavlja zahtevano stopnjo donosa, je tako **8,4 odstotna**.

Povprečni tehtani strošek kapitala s katerim sem diskontiral prihodnje denarne tokove pa je bil izračunan v višini **6,8 odstotka**.

3.1.3 Postopek vrednotenja

Izdelana je bila napoved izkaza poslovnega izida do leta 2011, kar je enako 8-letni napovedi (**Priloga D**). Ker je družba Mercator, d. d., v pospešeni fazi širjenja produkcijskih in storitvenih zmogljivosti tako v Sloveniji kot tujini, sem moral vrednotenje razdeliti na tri ključne dele razvoja podjetja (Damodaran, 1996, str. 228). S fazami razvoja sem skušal v vrednotenje zajeti spreminjanje regijske trgovske družbe v mednarodno družbo. Zato napoved denarnih tokov temelji na konsolidiranih izkazih družbe Mercator, d. d.

1. Prva faza predvideva naglo rast čistih prihodkov od prodaje. Razlog za smelo domnevanje o povečanju čistih prihodkov prodaje na vseh trgih, predvsem pa na trgih Slovenije, Hrvaške, BiH in Srbije, je v odprtju novih trgovskih centrov v omenjenih državah. Na dan vrednotenja vsi trgovski centri še niso bili odprti, vendar sem upošteval načrte in napovedi vodstva podjetja, da bodo nekateri centri odprti tekom leta 2004. Novi trgovski centri bodo po subjektivni oceni v prvih treh letih delovanja povečali priliv čistih prihodkov od prodaje vsako leto za 3 odstotke. Glede na preteklo povprečno 11,2 odstotkov realno letno stopnjo rasti je predvidevanje glede nadaljne rasti zelo konzervativno. Manjša rast v prihodnosti je bila postavljena zato, ker je slovenski prostor že zasičen s trgovci in ni pričakovati bistvenega povečanja prihodkov od prodaje na domačem trgu. Na trgih nekdanje Jugoslavije je sicer pričakovati zaradi novo zgrajenih trgovskih centrov povečanje prihodkov od prodaje, vendar mnoge hčerinske družbe v tem prostoru že sedaj prinašajo izgubo, zato je rast smelo zaokrožena na 3 odstotke letno. V naslednjem letu sem predvidel odziv konkurence na večjo prisotnost družbe Mercator, d. d., na trgih, kjer je zgradila nove trgovske centre, zato sem znižal oceno povečanja čistih prihodkov od prodaje za eno odstotno točko na 4 odstotke.

2. Druga faza predvideva nadaljnjo rast, vendar je v tem obdobju že znižan vpliv novih trgovskih centrov na rast čistih prihodkov od prodaje. Predviden je odziv konkurence na večjo prisotnost družbe Mercator, d. d., na novih trgih. V tem delu, ki traja do konca eksplicitnega obdobja, sem predvidel razmeroma optimistično 2-odstotno letno rast čistih prihodkov od prodaje.
3. Zadnja faza predpostavlja tako imenovano delovanje družbe v neskončnost, kjer rezidualna vrednost predstavlja končno vrednost z obdobjem od konca napovedi do neskončnosti. Zaradi tako oddaljenega obdobja v prihodnosti in negotovosti, povezane z njim, je dolgoročna rast opredeljena kot nič odstotna.

Rezidualna vrednost, ki predstavlja vrednost podjetja po projekcijah prostega denarnega toka, je zaradi časovne oddaljenosti zajeta v enem samem znesku. Diskontirana je na sedanjo vrednost in prišteta diskontiranim vrednostim letnih denarnih tokov. Formula za izračun rezidualne vrednosti ob predpostavki neskončnega normaliziranega neto denarnega toka, ki raste po stalni stopnji rasti g (Gordonov model), je naslednja:

$$RV = DT_n * \frac{(1 + g)}{(R - g)} \quad (5.1)$$

RV	rezidualna vrednost
DT _n	normalizirani denarni tok
R	diskontna stopnja
g	stopnja rasti normaliziranega denarnega toka

V diplomski nalogi je bila pri vrednotenju Skupine Mercator izbrana nič odstotna dolgoročna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka.

3.1.4 Ocenjevana notranja vrednost lastniškega kapitala

(Priloga E)

Na podlagi uporabljenih predpostavk sem dobil oceno notranje vrednosti 100-odstotnega lastniškega kapitala podjetja Mercator, d. d., na dan 31.12.2003 na osnovi manjšinskega in tržnega deleža enako **117,4 milijarde SIT**, notranja vrednost ene delnice pa znaša **36.604 SIT**.

Tržna kapitalizacija družbe Mercator, d. d., je bila sicer na dan vrednotenja **104,8 milijarde SIT** (brez lastnih delnic). Menim, da izračunana ocena notranje vrednosti družbe Mercator, d. d., dobro odraža dejansko tržno kapitalizacijo. Ocena odstopa od dejanske za **12,6 milijarde SIT**, kar pomeni odstopanje za **12,1 odstotka** od tržne kapitalizacije.

Notranja vrednost delnice na dan 31.12.2003:	36.604 SIT
Dejanski tečaj delnice na Ljubljanski borzi, d. d.:	32.662 SIT

3.2 Vrednotenje po metodi primerljivih podjetij s kapitalskega trga

Potek metode temelji na dveh korakih: izbor primerljivih podjetij in izračun tržnih mnogokratnikov (multiplikatorjev, **Priloga H**) iz izbranega vzorca primerljivih podjetij. Primerljiva podjetja so tista, ki se ukvarjajo z enako poslovno dejavnostjo kot ocenjevano podjetje, ki imajo podobne značilnosti proizvodov in storitev, ki so podobne velikosti, s podobno pričakovano rastjo poslovanja (**Priloga D**) ter na katere vplivajo enaki ali podobni ekonomski, tehnološki in drugi dejavniki. Tržni mnogokratniki so nato pomnoženi z ustreznimi finančnimi kategorijami, da se dobi ocenjeno vrednost lastniškega kapitala (**Priloga J**).

3.2.1 Izbrana primerljiva podjetja

Izbira obravnavanih primerljivih podjetij s kapitalskega trga je temeljila na izboru samostojnih trgovskih podjetij v EU. Osnovno vodilo izbora je bilo, da podjetje kotira na borzi zaradi česar so bili podatki o poslovanju podjetja v letu 2003 javno dostopni. Družbi Mercator povsem primerljivih podjetij ni bilo mogoče najti. Glede na teorijo izbora primerljivih podjetij ni bilo zajeto nobeno podjetje, ki deluje v bližnji regiji (srednja Evropa oziroma države nekdanje Jugoslavije). Vzrok je, da takih podjetij v tem prostoru (morajo tudi kotirati na borzi) preprosto ni. Taka podjetja bi bila za izbor idealna, saj delujejo v podobnih ali enakih makroekonomskih pogojih (negotovost na trgih nekdanje Jugoslavije), s podobnimi socio-kulturnimi navadami ljudi in podobno.

Izbrana podjetja izrazito odstopajo od družbe Mercator, d. d., še po številu zaposlenih in prihodkih od prodaje. Skoraj vse trgovske družbe, ki so še vedno samostojne pravne osebe, že sodijo pod okrilje kakšne večje trgovske družbe (Spar, Carrefour, Rallye). Pri maloštevilnih trgovskih podjetjih, ki so družbi Mercator primerljiva po številu zaposlenih in prihodkih od prodaje pa žal kljub temu, da kotirajo na borzi niso bile razpoložljive vse relevantne finančne informacije o preteklem poslovanju ali pa so bili ti podatki nepopolni. Poleg tega je bil za izbor podjetja pomembno tudi dejstvo, da podjetje posluje pozitivno. Zaradi večletne zaporedne čiste izgube poslovnega leta sta bili iz nadaljne analize izločeni družbi Spar, A. G. (Nemčija) in Ahold, N. V. (Nizozemska).

Zaradi potrebe po zadostnem številu primerljivih podjetij (v praksi jih je od 5 do 10) sem se zatekel tudi k izbiri velikih trgovskih podjetij, ki so nekajkrat večja od družbe Mercator, d. d., imajo tudi do dvajsetkrat več zaposlenih in posedujejo med hčerinskimi podjetji trgovske družbe, ki bi lahko bili družbi Mercator, d. d., prava primerljiva podjetja. Velike trgovske družbe so multinacionalke v svetovnem merilu in imajo trgovske centre tudi na drugih kontinentih (ZDA, Rusija, Kitajska). Francoske in angleške velike trgovske družbe (Carrefour, Sainsbury, Morrisons) imajo veliko prodajalnih mest tudi v nekdanjih kolonialnih državah in v današnjih čezmorskih departmajih (velika geografska razpršenost).

Izbrana primerljiva podjetja so razvrščena glede na prihodke od prodaje na štiri izrazito velika trgovska podjetja (Carrefour, Metro, Sainsbury in Rallye), v tri velika podjetja (Morrisons,

Somerfield in Laurus) ter v dve, ki sta po številu zaposlenih in prihodkih od prodaje družbi Mercator, d. d., še najbolj primerljivi (Jerónimo Martins in Colruyt).

Zaradi omenjenih težav pri izboru je bil v končni izračun notranje vrednosti družbe Mercator, d. d., določen ponder na metodo primerljivih podjetij s kapitalskega trga v višini 30 odstotkov (v praksi je 50-odstotni ponder).

Tabela 14: Osnovne informacije o izbranih primerljivih podjetjih s kapitalskega trga

Podatki za leto 2003	Carrefour	Metro	Sainsbury	Rallye	Morrisons	Somerfield	Laurus	Jerónimo Martins	Colruyt	Mercator, d. d.
Država izvora valuta	Francija EUR	Nemčija EUR	V. Britanija GBP	Francija EUR	V. Britanija GBP	V. Britanija GBP	Nizoz. EUR	Port. EUR	Belgija EUR	Slovenija SIT
Primarna borza Tečaj 31.12.2003	Paris 43,52	Frankf. 35,00	London 3,13	Paris 43,70	London 7,45	London 1,39	Amster. 1,21	Frankf. 10,28	Bruselj 76,40	Ljubljana 32.662
Število delnic ¹ (v tisoč)	716.142	326.788	1.911.900	42.840	1.569.246	494.410	573.239	95.687	35.128	3.208
Tržna ²										
- kapitalizacija	31.167	11.438	8.513	1.872	16.609	973	694	984	2.684	443
- vrednost cel.kap.	42.090	17.835	10.634	11.952	16.891	983	1.067	1.929	2.682	881
(vse v mio EUR)										
Št.zaposlenih	n.p.	184.680	108.700	n.p.	n.p.	14.619	12.577	28.185	11.906	14.673

Opomba: 1 - brez lastnih delnic,

2 - tržna kapitalizacija in vrednost celotnega kapitala v evrih je rezultat lastnih izračunov in lahko odstopa od izračunov podanih s strani podjetij (uporaba različnih metod).

Vir: Spletne strani predstavljenih družb.

3.2.2 Tržni mnogokratniki

(Priloga H)

Iz izbranega vzorca primerljivih podjetij so bili izračunani štirje tržni mnogokratniki (multiplikatorji), ki so smiselno razdeljeni na tiste, ki temeljijo na celotnem vložnem kapitalu (lastniški in dolžniški kapital skupaj → A) in tiste, ki temeljijo na lastniškem kapitalu (B). Izračunani so bili naslednji mnogokratniki:

	razlaga
• Kapital/EBITDA oziroma kapital/dobiček iz poslovanja pred amortizacijo	A str.10
• Kapital/EBIT oziroma kapital/dobiček iz poslovanja	A str.12
• Lastniški kapital/čisti dobiček	B str.12
• Lastniški kapital/čisti dobiček in amortizacija	B str.12

Razlog za izbor navedenih mnogokratnikov je v tem, da prvi in četrti vključujeta amortizacijo in na ta način izločata vpliv različnih amortizacijskih politik med podjetji, prvi in drugi izločata vpliv različnih stopenj zadolženosti, tretji pa upošteva različne davčne stopnje in s tem priznava višjo vrednost podjetja z nižjo davčno stopnjo.

Izbrani mnogokratniki so bili nato pomnoženi z ustreznimi finančnimi kategorijami izbranega podjetja in dobljena je bila ocenjena vrednost kapitala. Dobljena vrednost je bila nato pri prvih dveh mnogokratnikih (A) zmanjšana za kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz financiranja ter

povečana za vrednost poslovno nepotrebne premoženja, ki ga sestavljajo kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe, ki jih družba Mercator, d. d. ne potrebuje za opravljanje svoje osnovne poslovne dejavnosti.

Tabela 15: Zmanjšanje oziroma povečanje poslovno nepotrebne premoženja

Operacija	Finančna kategorija
zmanjšanje	obveznosti iz financiranja
povečanje	dolgoročne finančne naložbe
povečanje	kratkoročne finančne naložbe
povečanje	presežna denarna sredstva

Vir: Copeland et al., 1996, str. 135.

Finančne kategorije, uporabljene pri vrednotenju družbe Mercatorja, d. d., so bile povzete po prilagojenem izkazu uspeha za leto 2003, prikazanem v **Prilogi C**. Prilagoditve so opisane v okviru analize izkazov uspeha v podpoglavju Finančna analiza (2.2.6).

Po opravljenih operacijah je bila dobljena vrednost 100-odstotnega lastniškega kapitala za manjšinski in tržni delež. Tečaj delnice po posameznem mnogokratniku sem izračunal tako, da sem dobljene vrednosti lastniškega kapitala delil s številom delnic, zmanjšanim za lastne delnice. S pomočjo vseh štirih mnogokratnikov izračunan tečaj delnice sem nato dobil aritmetično sredino in mediano. Za končni izračun tečaja delnice družbe Mercatorja, d. d., sem upošteval mediano tečajev delnic.

3.2.3 Ocenjevana notranja vrednost lastniškega kapitala

(Priloga J)

Po metodi primerljivih podjetij s kapitalskega trga je bila dobljena ocena notranje vrednosti 100-odstotnega lastniškega kapitala družbe Mercator, d. d., na dan 31.12.2003 na osnovi manjšinskega in tržnega deleža enaka **109,5 milijardam SIT**. Notranja vrednost ene delnice znaša **34.137 SIT**.

Rezultat tržne vrednosti 100-odstotnega lastniškega kapitala, vrednotenega po metodi primerljivih podjetij s kapitalskega trga, odstopa od dejanske vrednosti (brez lastnih delnic) za **4,7 milijarde SIT**, kar pomeni odstopanje za **4,52 odstotka**.

Notranja vrednost delnice na dan 31.12.2003: **34.137 SIT**.

Dejanski tečaj delnice na Ljubljanski borzi, d. d.: **32.662 SIT**.

3.3 Končni izračun notranje vrednosti

Za končni izračun notranje vrednosti povzemam posamezne ocene vrednosti, ki sem jih izračunal na podlagi dveh opisanih metod. Vsaki izmed ocen sem določil ponder in izračunal končno oceno notranje vrednosti delnice kot tehtano povprečje njihovih ocenjenih vrednosti. Metodi diskontiranih denarnih tokov sem določil 70-odstotni ponder, metodi primerljivih podjetij s kapitalskega trga pa zaradi težav, opisanih v poglavju 3.2.1, ustrezno nižji, to je 30-odstotni ponder. Končna ocena notranje vrednosti družbe Mercator, d. d., tako znaša 35.864 SIT, kar

pomeni za 9,8 odstotka višji tečaj od dejanskega. Ob predpostavki učinkovitega trga kapitala in predpostavki, da pri izračunih ni bilo storjene nobene večje napake, bi lahko ocenil, da je bila delnica družbe Mercator, d. d., na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev konec leta 2003 podcenjena. Iz tega bi lahko sledilo priporočilo za nakup omenjene delnice.

Tabela 16: Končni izračun notranje vrednosti delnice družbe Mercator, d. d. (v SIT)

Uporabljena metoda	ocena vrednosti	ponder	vrednost
metoda diskontiranih denarnih tokov	36.604	0,70	25.623
metoda primerljivih podjetij s kapitalskega trga	34.137	0,30	10.241
Skupaj vrednost			35.864
Dejanski tečaj			32.662
Odstopanje			9,8 %

Vir: Lastni izračuni, 2004.

4 Sklep

Vrednotenje podjetij je zahtevna naloga, saj vrednost v splošnem temelji na sedanji vrednosti prihodnjih koristi. Ker je prihodnost negotova, so negotove tudi napovedi glede prihodnjega poslovanja podjetja in posledično tudi glede njegove vrednosti. Velja namreč, da je tržna vrednost podjetja, ki kotira na borzi, poleg zahtevane stopnje donosa, pričakovane rasti in nekaterih zunanjih dejavnikov v največji meri odvisna od ponudbe in povpraševanja. Zaradi neučinkovitosti kapitalskih trgov tržna vrednost praviloma ni enaka notranji vrednosti podjetja. Glavni namen tega diplomskega dela pa je bil prikazati izračun notranje vrednosti podjetja.

Metod vrednotenja podjetij je veliko. Predstavil sem dve: metodo diskontiranih denarnih tokov kot osnovno in največkrat uporabljano metodo ter metodo primerljivih podjetij s kapitalskega trga kot novejšo metodo. Metoda diskontiranih denarnih tokov temelji na prihodnjih denarnih tokovih. Napovedovanje teh se izvaja v dveh delih: prvi del je eksplicitno obdobje napovedi (običajno pet do deset let), drugi del je napoved predvidenega delovanja v neskončnost (določitev rezidualne vrednosti). Za napovedi so najboljše uporabni polpretekli podatki o poslovanju podjetja, iz katerih se oceni, kakšno bo poslovanje v prihodnosti. Ocene poslovanja v prihodnosti temeljijo na vrsti predpostavk, ki jih analitik določa sam in imajo zaradi tega bolj subjektivni kot objektivni značaj. Najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja, so: pričakovani denarni donosi lastnikom podjetja, časovna razporeditev teh donosov in tveganje, ki je povezano z zahtevano stopnjo donosov.

Metodo primerljivih podjetij s kapitalskega trga sem izpeljal s pomočjo tržnih mnogokratnikov. Tu se pojavi problem pridobivanja podjetij, ustreznih za primerjavo. V Sloveniji je to še zlasti težko, saj je v posameznih panogah malo podjetij. Drugi razlog je v neprimernosti primerjave s tujimi

podjetji, saj ima slovenski gospodarski prostor specifične lastnosti, ki se v okviru vključitve v Evropsko unijo zmanjšujejo.

Na primeru Skupine Mercator sem prikazal vrednotenje s pomočjo dveh metod. Obe metodi sta se izkazali za zelo primerni. Izračunane notranje vrednosti so odstopale od dejanske vrednosti, končna najbolj verjetna vrednost je bila višja od dejanske za 9,8 odstotka. Višja izračunana notranja vrednost je bila tudi pričakovana, saj so bili z javno dostopnimi podatki izvedeni obsežni in zapleteni izračuni, za kar širša finančna javnost nima časa in znanja. Ob predpostavki učinkovitega kapitalskega trga, kar je Ljubljanska borza vrednostnih papirjev v drugi polovici leta 2003 nedvomno bila, bi lahko kljub temu trdili, da je Ljubljanska borza dobro odražala pravo notranjo vrednost družbe Mercator, d. d.

Zaradi natančno izračunanih notranjih vrednosti družbe Mercator, d. d., sklepam, da je moč s pomočjo metod vrednotenja, ki so na razpolago, smelo določiti vrednost podjetja. Kljub temu menim, da je vrednotenje podjetij relativno, saj končna vrednost podjetja zavisi predvsem od tistega, ki podjetje vrednoti. Pomembno je predvsem, kako se določijo preference glede posameznih ključnih postavk (rast prihodkov od prodaje, amortizacija, investicije, ...), ki na koncu postavijo vrednost podjetja. V primeru, da se te vrednosti določijo konzervativno (kar je bilo storjeno v diplomski nalogi), je tudi notranja vrednost podjetja tolikokrat nižja. Iz tega je moč sklepati, da bi bila v primeru fleksibilnejšega določanja rasti prihodkov od prodaje notranja vrednost družbe Mercator višja. To pomeni, da vrednotenje podjetij kot takšno še zdaleč ni natančno in dokončno. Hitro se lahko zgodi, da ocena notranje vrednosti podjetja občutneje odstopa od tržne vrednosti (je višja ali nižja, odvisno od preferenc).

Za natančno določanje vrednosti podjetja so bistveni pogovori z vodstvom podjetja o prihodnjem poslovanju. Iz letnih poročil se ne da vsega razbrati, poleg tega pa tam niso razvidne strategije in načrti za prihodnost, ki se že izvajajo, vendar še niso vidne v naravi. Napovedi o rasti obsega poslovanja, tveganja povezana s posameznimi projekti, načrti o usodi družb, ki ne sodijo v osnovno dejavnost obvladujoče družbe, in podobno, meni niso bili ob vrednotenju Skupine Mercator v celoti znani in pojasnjeni (vrednotenje je temeljilo izključno na javno dostopnih podatkih), zaradi česar sem rast omenjenih postavk ocenil po najboljši vesti in poznavanju polpreteklega poslovanja Skupine Mercator. Ob predpostavki sodelovanja vodstva podjetja pri vrednotenju (kar se v praksi izvaja) bi lahko izračunana končna notranja vrednost delnice družbe Mercator, d. d., odstopala od tiste predstavljene v diplomski nalogi.

Družba Mercator, d. d., je bila na Ljubljanski borzi glede na izračune nekoliko podcenjena. Trendi na kapitalskem trgu se kažejo s pridružitvijo Evropski uniji in kasneje s priključitvijo Evropski monetarni uniji v nadaljnjem povečanju prostega pretoka kapitala. To pomeni, da bodo tečajni delnic slovenskih družb nadaljne rastle in zelo verjetno presegle notranje vrednosti. Pričakovati je, da bo slovenski kapitalski trg šele čez pet let po vstopu Slovenije v Evropsko Unijo, ko se bo poleglo prvo navdušenje nad vlaganjem v delnice podjetij in po šokih vstopa v sistem ERM 2 in kasneje v monetarno unijo, bolj stvarno odražal notranje vrednosti oziroma uspešnost poslovanja slovenskih podjetij.

Literatura

1. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, št. 1-2, 1998. 101 str.
2. Brealey A. R., Myers C. Stewart: Principles of Corporate Finance. 6th Edition. Boston : Irwin McGraw-Hill, 2000. 1093 str.
3. Brigham Eugene F., Gaspinski Louis C.: Intermediate Financial Management. Fifth Edition. Forth Worth : The Dresden Press, 1996. 654 str.
4. Copeland Tom et al.: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd Edition. New York : John Wiley & Sons, 1996. 550 str.
5. Damodaran Aswath: Investment Valuation. New York : John Wiley & Sonc, 1996. 519 str.
6. Davis A. Henry: Cash Flow and Performance Measurament: Measuring and Managing for Value. B.K. Financial Executive Research Foundation, 1996. 219 str.
7. Hartman Andrej: Vrednotenje in prestrukturiranje podjetja. Študijsko gradivo – skripta. Portorož : Visoka šola za podjetništvo. 2000. 78 str.
8. Marren H. Joseph, Mergers & Aquisitions: A Valuation Handbook. New York : McGraw-Hill, 1993, 548 str.
9. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.
10. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta v Ljubljani, 2002. 191 str.
11. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
12. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
13. Nemeč Valter: Sodobni finančni modeli za vrednotenje podjetij. Ljubljana : Magistrsko delo, Ekonomska fakulteta, 2002. 101 str.
14. Norčič Oto: Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli. Ljubljana : ČZ Uradni list Republike Slovenije, 1994. 322 str.
15. P. Pratt Shannon: The Market Approach to Valuing Business. New York : John Wiley & Sons, 2001. 356 str.
16. Tajnikar Maks: Tvegano poslovanje. Portorož : Visoka poslovna šola za podjetništvo, 2000. 308 str.
17. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo, Ljubljana, Ekonomska fakulteta, 1994, 193 str.
18. Veselinovič Draško: Borzni priročnik. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1995. 571 str.

Viri

1. Carrefour, S. A. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.carrefour.fr>], 10.5.2004.
2. Colruyt, S. A. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.colruyt.be>], 10.5.2004.
3. Economic and financial indicators. The Economist, London, 2004 8356. Str. 73. [URL: http://pages.stern.nyu.edu/_adamodar/pc/datasets/betas.xls], 26.1.2003.
4. Damodaran Aswath, Levered and Unlevered Betas by Industry (E. U. firms).
5. Ibbotson and Sinquefeld: Stocks, Bonds, Bills and Inflation. Chicago : Yearbook, Ibbotson Associates, 2003.
6. International Accounting Standards Board (IASB). [URL: http://www.iasb.org/standards/ifrs_2.asp], 7.4.2004.
7. Jeronimo Jeronimo Martins SGPS, S. A. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.jeronimomartins.pt>], 10.5.2004.
8. Jesensko poročilo, UMAR, Ljubljana, 2003. Str. 101.
9. Laurus, N. V. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.laurus.nl>], 10.5.2004.
10. Letno poročilo 2003, družba Mercator, [URL: <http://www.mercator.si>], 15.4.2004.
11. Letno poročilo 2002, družba Mercator, [URL: <http://www.mercator.si>], 15.4.2004.
12. Letno poročilo 2001, družba Mercator, [URL: <http://www.mercator.si>], 15.4.2004.
13. Letno poročilo 2000, družba Mercator, [URL: <http://www.mercator.si>], 15.4.2004.
14. Letno poročilo 1999, družba Mercator, [URL: <http://www.mercator.si>], 15.4.2004.
15. Ljubljanska Borza, d. d., [URL: <http://ww.ljse.si>], 2004.
16. Metro, A. G. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.metro.de>], 10.5.2004.
17. Morrisons, P. L. C. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.morrisons.co.uk>], 10.5.2004.
18. Tečaj evroobveznic RS. Ljubljana : Finance, 4. 1. 2003.
19. Rallye, S. A. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.rallye.fr>], 10.5.2004.

20. Sainsbury, P. L. C. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.sainsbury.co.uk>], 10.5.2004.
21. Somerfield, P. L. C. Splošne informacije in letno poročilo 2003, [URL: <http://www.somerfield.co.uk>], 10.5.2004.
22. World Economic Outlook. Washington : IMF, 2003.

Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov

Izraz oz. okrajšava	angleški prevod	slovenski prevod
CAPM	Capital Asset Price Model	model za določanje zahtevane donosnosti naložbe (kapitala)
Core business		osrednja dejavnost poslovanja
Cost Based Approach		na sredstvih zasnovan način (pristop vrednotenja)
EBIT		dobiček iz poslovanja
EBITDA		dobiček iz poslovanja pred amortizacijo
Income Approach		donosnostni način (pristop vrednotenja)
Market Approach		na tržnih primerjavah zasnovan način (pristop vrednotenja)
MBO	Management Buy-Out	menedžerski odkup
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes	čisti dobiček iz poslovanja po davkih
Price/Earnings ratio	Price per share / Earning per share	tečaj delnice / dobiček na delnico
Terminal value		rezidualna (preostala) vrednost
UMAR		Urad za makroekonomske analize in razvoj RS
WACC	Weighted Average Cost of Capital	tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala

Priloge

Priloga	Opis
A	Izkaz stanja
B	Izkaz poslovnega izida
C	Izkaz poslovnega izida - oblika mednarodnih računovodskih standardov
D	Napoved izkaza poslovnega izida
E	Diskontirani denarni tok - DCF
F	Izbrani finančni podatki
G	Izbrani finančni kazalniki
H	Tržni multiplikatorji
I	Premije za majhna podjetja
J	Metoda primerljivih podjetij s kapitalskega trga
K	Izračun stroška kapitala
L	Premija za popolno kontrolo
M	DuPont shema
N	Število zaposlenih v Poslovnem sistemu Mercator in hčerinskih družbah

Priloga A

IZKAZ STANJA	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
	v tisoč SIT					stalne cene 31. 12. 2003					struktura v %				
A STALNA SREDSTVA	91.465.994	123.123.309	153.662.677	164.039.000	183.402.018	120.101.930	148.321.500	172.818.059	171.735.213	183.402.018	66	70	71	71	73
1 NEOPREDMETENA DOLGOROČNA SREDSTVA	530.740	1.100.519	1.763.638	1.652.336	1.335.781	696.903	1.325.749	1.993.491	1.729.859	1.335.781	0	1	1	1	1
2 OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	83.726.328	119.487.105	147.727.703	160.241.317	179.193.392	109.939.149	143.941.117	166.143.239	167.759.354	179.193.392	61	68	68	70	72
Zemljišča	13.742.302	18.125.624	25.767.333	24.540.346	25.982.802	18.044.706	21.835.181	28.979.454	25.691.705	25.982.802	10	10	12	11	10
Zgradbe	n.p.	n.p.	151.382.453	165.473.432	169.732.594	n.p.	n.p.	170.253.585	173.236.944	169.732.594	n.p.	n.p.	69	72	68
- nabavna vrednost	n.p.	n.p.	54.692.854	56.425.378	53.271.082	n.p.	n.p.	61.510.791	59.072.686	53.271.082	n.p.	n.p.	25	25	21
- odpisana vrednost	53.066.841	81.568.964	96.689.599	109.048.054	116.461.512	69.680.870	98.262.719	108.742.794	114.164.258	116.461.512	38	46	44	47	47
Oprema	n.p.	n.p.	32.300.413	35.219.370	28.268.938	n.p.	n.p.	36.326.939	36.871.756	28.268.938	n.p.	n.p.	15	15	11
- nabavna vrednost	n.p.	n.p.	22.342.748	25.752.178	19.695.184	n.p.	n.p.	25.127.965	26.960.392	19.695.184	n.p.	n.p.	10	11	8
- odpisana vrednost	7.724.964	10.577.753	9.957.665	9.467.192	8.573.754	10.143.476	12.742.577	11.198.974	9.911.364	8.573.754	6	6	5	4	3
Druška oprema - sedanja vrednost	3.853.654	3.653.105	7.172.813	8.835.324	7.319.000	5.060.146	4.400.743	8.066.966	9.249.851	7.319.000	3	2	3	4	3
Ostala osnovna sredstva	449.327	468.946	544.623	695.823	606.777	590.001	564.920	612.515	728.469	606.777	0	0	0	0	0
Investicije v teku	3.201.976	3.578.856	6.819.152	7.047.490	19.151.272	4.204.442	4.311.298	7.669.218	7.378.137	19.151.272	2	2	3	3	8
Predujmi	1.687.264	1.513.857	776.518	607.088	1.098.272	2.215.508	1.823.680	873.318	635.571	1.098.272	1	1	0	0	0
3 DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	6.962.669	2.354.627	4.158.453	2.145.346	2.870.205	9.142.523	2.836.521	4.676.840	2.245.999	2.870.205	5	1	2	1	1
4 LASTNE DELNICE IN DELEŽI	246.257	181.058	12.883	0	2.640	323.355	218.113	14.489	0	2.640	0	0	0	0	0
B GIBLJIVA SREDSTVA	46.089.123	53.423.168	63.741.766	65.150.510	66.046.788	60.518.586	64.356.656	71.687.728	68.207.174	66.046.788	33	30	29	28	26
1 ZALOGE	23.164.634	28.952.476	31.396.160	34.662.015	35.360.635	30.416.957	34.877.837	35.309.963	36.288.252	35.360.635	17	16	14	15	14
Material in drobn inventar	n.p.	n.p.	1.133.295	1.367.811	985.863	n.p.	n.p.	1.274.570	1.431.985	985.863	n.p.	n.p.	1	1	0
Nedokončana proizvodnja	n.p.	n.p.	2.866.930	3.007.818	2.348.702	n.p.	n.p.	3.224.318	3.148.936	2.348.702	n.p.	n.p.	1	1	1
Proizvodi in trgovsko blago	n.p.	n.p.	28.439.002	31.619.525	33.648.921	n.p.	n.p.	31.984.170	33.103.017	33.648.921	n.p.	n.p.	13	14	13
Predujmi za zaloge	n.p.	n.p.	330.473	166.924	104.003	n.p.	n.p.	371.669	174.756	104.003	n.p.	n.p.	0	0	0
Popravki vrednosti zalog	n.p.	n.p.	1.373.540	1.500.064	1.726.854	n.p.	n.p.	1.544.764	1.570.442	1.726.854	n.p.	n.p.	1	1	1
2 DOLGOROČNE TERJATVE IZ POSLOVANJA	0	134.278	492.859	325.415	467.993	0	161.759	554.298	340.682	467.993	0	0	0	0	0
3 KRATKOROČNE TERJATVE IZ POSLOVANJA	16.163.889	19.439.440	26.197.109	25.916.657	26.003.525	21.224.437	23.417.880	29.462.805	27.132.588	26.003.525	12	11	12	11	10
Do pridruženih podjetij	n.p.	n.p.	1.807.519	2.416.857	218.289	n.p.	n.p.	2.032.842	2.530.249	218.289	n.p.	n.p.	1	1	0
Druge kratkoročne terjatve	n.p.	n.p.	26.868.205	26.492.674	29.597.167	n.p.	n.p.	30.217.559	27.735.630	29.597.167	n.p.	n.p.	12	12	12
Povečanje za kratkoročni del poslovnih terjatev	n.p.	n.p.	17.206	27.068	31.671	n.p.	n.p.	19.351	28.338	31.671	n.p.	n.p.	0	0	0
Učinek tečajnih razlik	n.p.	n.p.	0	25.697	-15.280	n.p.	n.p.	0	26.903	-15.280	n.p.	n.p.	0	0	0
Popravki vrednosti kratkoročnih poslovnih terjatev	n.p.	n.p.	-2.495.821	-3.045.639	-3.828.322	n.p.	n.p.	-2.806.947	-3.188.531	-3.828.322	n.p.	n.p.	-1	-1	-2
4 KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE	4.669.847	2.120.366	2.923.196	1.052.323	1.943.965	6.131.871	2.554.316	3.287.598	1.101.695	1.943.965	3	1	1	0	1
5 DENARNA SREDSTVA	2.090.753	2.776.608	2.732.442	3.194.100	2.270.670	2.745.321	3.344.864	3.073.065	3.343.957	2.270.670	2	2	1	1	1
C AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	545.323	348.433	539.680	736.127	794.214	716.051	419.743	606.956	770.664	794.214	0	0	0	0	0
SREDSTVA	138.100.440	176.894.910	217.944.123	229.925.638	250.243.023	181.336.567	213.097.898	245.112.743	240.713.052	250.243.023	100	100	100	100	100
A KAPITAL	62.642.401	72.877.628	81.195.915	84.517.693	86.140.120	82.254.321	87.792.630	91.317.688	88.483.007	86.140.120	45	41	37	37	34
1 Osnovni kapital	34.174.799	34.755.047	34.378.464	32.085.040	32.085.040	44.874.156	41.867.951	38.664.037	33.590.373	32.085.040	25	20	16	14	13
2 Vplačani presežek kapitala	584.422	546.022	532.335	0	0	767.391	657.770	598.695	0	0	0	0	0	0	0
3 Kapitalne rezerve	1.956.284	4.930.837	7.499.757	652.538	652.538	2.568.752	5.939.973	8.434.667	683.153	652.538	1	3	3	0	0
4 Rezerve iz dobička	0	0	0	13.035.632	19.720.911	0	0	0	13.647.224	19.720.911	0	0	0	6	8
5 Preneseni dobiček iz prejšnjih let	6.667	50.276	3.848.710	1.435.459	267.782	8.754	60.565	4.328.485	1.502.806	267.782	0	0	2	1	0
6 Splošni revaloriz./prevred. popravek kapitala	22.872.441	28.421.372	32.404.485	29.555.869	29.499.825	30.033.285	34.238.038	36.443.984	30.942.541	29.499.825	17	16	15	13	12
7 Prevedbeni popravek kapitala	0	0	0	233.807	-106.666	0	0	0	244.777	-106.666	0	0	0	0	0
8 Nerazporejeni dobiček posl. leta	3.047.788	4.174.074	2.532.164	1.619.745	1.619.745	4.001.982	5.028.332	2.847.820	2.722.903	1.619.745	2	2	1	1	1
9 Kapital manjšinskih lastnikov	5.084.165	6.230.393	5.597.095	4.918.470	2.400.945	6.675.902	7.505.494	6.294.821	5.149.230	2.400.945	4	4	3	2	1
B DOLGOROČNE REZERVACIJE	6.345.062	6.504.315	8.648.327	8.064.485	12.048.615	8.331.558	8.331.558	7.835.476	9.726.416	8.442.846	5	4	4	4	5
C DOLGOROČNE OBEVZNOSTI IZ FINANCIRANJA	15.528.312	25.088.964	38.074.723	55.416.845	47.005.479	20.389.876	20.389.876	30.223.625	42.821.067	58.016.835	11	14	17	24	19
D DOLGOROČNE OBEVZNOSTI IZ POSLOVANJA	662.534	78.279	1.490.253	5.615.630	8.453.132	869.958	869.958	94.299	1.676.026	5.879.098	0	0	1	2	3
E KRATKOROČNE OBEVZNOSTI	51.243.218	70.015.513	86.837.312	74.453.638	95.014.366	67.286.312	67.286.312	84.344.760	97.662.334	77.946.777	37	40	40	32	38
1 Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	26.586.466	33.556.196	42.099.453	43.634.666	45.026.875	34.910.088	40.423.746	47.347.514	45.681.872	45.026.875	19	19	19	19	18
Do pridruženih podjetij	n.p.	n.p.	22.766	43.441	150.849	n.p.	n.p.	25.604	45.479	150.849	n.p.	n.p.	0	0	0
Do drugih podjetij	n.p.	n.p.	34.762.616	36.473.900	36.158.330	n.p.	n.p.	39.096.077	38.185.145	36.158.330	n.p.	n.p.	16	16	14
Za osnovna sredstva	n.p.	n.p.	2.016.908	1.276.231	3.375.008	n.p.	n.p.	2.268.333	1.336.108	3.375.008	n.p.	n.p.	1	1	1
Delavci	n.p.	n.p.	2.838.253	2.944.862	3.357.032	n.p.	n.p.	3.192.066	3.083.026	3.357.032	n.p.	n.p.	1	1	1
Država	n.p.	n.p.	1.552.478	2.710.909	1.692.999	n.p.	n.p.	1.746.008	2.838.097	1.692.999	n.p.	n.p.	1	1	1
Kratkoročni del dolgoročnih obveznosti	n.p.	n.p.	906.432	185.323	292.657	n.p.	n.p.	1.019.427	194.018	292.657	n.p.	n.p.	0	0	0
2 Kratkoročne obveznosti iz financiranja	24.656.752	36.459.317	44.737.859	30.818.972	49.987.491	32.376.224	43.921.014	50.314.820	32.264.905	49.987.491	18	21	21	13	20
F PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	1.678.913	2.330.211	1.697.593	1.857.346	1.581.309	2.204.543	2.807.108	1.909.213	1.944.487	1.581.309	1	1	1	1	1
OBEVZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	138.100.440	176.894.910	217.944.123	229.925.637	250.243.020	181.336.567	213.097.898	245.112.743	240.713.051	250.243.020	100	100	100	100	100

Priloga B

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA		1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	2003
		v tisoč SIT					stalne cene 31. 12. 2003					struktura v %				
A	ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	174.560.213	239.431.003	283.394.692	319.777.431	331.501.623	237.511.043	299.151.406	326.642.803	342.579.526	336.002.430	99	99	100	98	98
	1 Prihodki od prodaje proizvodov in storitev	13.477.184	17.251.875	21.735.530	24.646.172	23.613.119	18.337.398	21.554.947	25.052.531	26.403.595	23.933.715	8	7	8	8	7
	2 Prihodki od prodaje blaga in materiala	161.083.029	222.179.128	261.659.162	295.669.773	308.449.659	219.173.645	277.596.459	301.590.271	316.752.844	312.637.489	92	92	92	91	91
	3 Odhodki za cassaconte	-	-	-	-538.514	-561.155	-	-	-	-576.913	-568.774	-	-	-	0	0
	SPREM. VRED. ZAL.NEDOK IN GOT.IZD.	351.164	968.091	-696.996	-170.123	-18.734	477.803	1.209.558	-803.363	-182.254	-18.988	0	0	0	0	0
	VREDNOST USREDSTVENIH LAST. PROIZV.	518.063	608.999	991.741	0	0	704.890	760.899	1.143.088	0	0	0	0	0	0	0
	DRUGI PRIHODKI IZ POSLOVANJA	142.707	229.973	89.100	5.738.723	6.660.518	194.171	287.334	102.697	6.147.929	6.750.948	0	0	0	2	2
	KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA	175.572.147	241.238.066	283.778.537	325.346.031	338.143.407	238.887.906	301.409.198	327.085.225	348.545.202	342.734.390	100	100	100	100	100
	STROŠKI BLAGA, MAT. IN STORITEV	140.596.619	193.694.287	227.169.393	253.937.575	263.213.197	191.299.318	242.006.748	261.837.110	272.044.884	266.786.850	80	80	80	78	78
	Nabavna vrednost prodanega blaga	118.834.955	166.908.712	195.941.917	218.038.397	227.431.739	161.689.847	208.540.144	225.844.092	233.585.874	230.519.586	68	69	69	67	67
	Stroški materiala	11.446.946	13.932.711	13.763.623	15.655.169	13.988.702	15.575.004	17.407.896	15.864.053	16.771.479	14.178.627	7	6	5	5	4
	Stroški storitev	10.314.718	12.852.864	17.463.853	20.244.009	21.792.756	14.034.466	16.058.707	20.128.965	21.687.531	22.088.637	6	5	6	6	6
	STROŠKI DELA	23.939.533	34.274.703	39.215.214	43.316.281	45.267.031	32.572.734	42.823.717	45.199.744	46.404.998	45.881.623	14	14	14	13	13
	Plače	n.p.	n.p.	n.p.	30.107.528	30.332.898	n.p.	n.p.	n.p.	32.254.380	30.744.729	n.p.	n.p.	n.p.	9	9
	Stroški za socialno varnost	n.p.	n.p.	n.p.	4.171.434	5.009.544	n.p.	n.p.	n.p.	4.468.883	5.077.559	n.p.	n.p.	n.p.	1	1
	Drugi stroški dela	n.p.	n.p.	n.p.	9.037.319	9.924.589	n.p.	n.p.	n.p.	9.681.735	10.059.335	n.p.	n.p.	n.p.	3	3
	ODPISI VREDNOSTI	7.104.196	9.867.475	12.671.877	13.537.441	13.978.290	9.666.149	12.328.683	14.605.698	14.502.744	14.168.074	4	4	4	4	4
	Amortizacija neopred.in opred. dolg. sredstev	6.442.888	8.946.264	11.556.393	11.798.355	11.995.644	8.766.356	11.177.698	13.319.983	12.639.650	12.158.509	4	4	4	4	4
	Prevrednotovalni posl.odhodki pri OS	n.p.	n.p.	n.p.	1.188.899	1.379.308	n.p.	n.p.	n.p.	1.252.249	1.398.035	n.p.	n.p.	n.p.	0	0
	661.308	921.211	1.115.484	570.187	603.338	899.792	1.150.985	1.285.715	610.845	611.530	0	0	0	0	0	
	Prevrednotovalni posl.odhodki pri obratnih sredstvih	2.217.289	334.808	1.503.925	36.181	468.806	3.016.900	418.318	1.733.435	38.761	475.171	1	0	1	0	0
	REZERVACIJE	496.546	939.603	1.054.828	1.820.301	1.402.357	675.613	1.173.965	1.215.802	1.950.100	1.421.397	0	0	0	1	0
	DRUGI ODHODKI POSLOVANJA															
	DOBIČEK IZ POSLOVANJA + AMORTIZACIJA (EBITDA)	9.878.141	11.408.262	15.223.618	24.532.788	26.278.176	13.440.449	14.253.783	17.546.854	26.282.126	26.634.956	6	5	5	8	8
	DOBIČEK IZ POSLOVANJA (EBIT)	1.217.964	2.127.190	2.163.300	12.698.252	13.813.726	1.657.193	2.657.767	2.493.435	13.603.715	14.001.275	1	1	1	4	4
	PRIHODKI OD FINANCIRANJA	3.050.464	4.053.174	4.974.617	1.415.603	1.885.584	4.150.539	5.064.142	5.733.780	1.516.544	1.911.185	2	2	2	0	1
	Prihodki na podl.deležev iz dobička	293.953	106.024	115.000	297.261	943.990	399.960	132.469	132.550	318.458	956.807	0	0	0	0	0
	Prihodki iz obresti	671.464	922.752	930.282	683.867	735.465	913.611	1.152.911	1.072.250	732.631	745.450	0	0	0	0	0
	Prihodki iz pozitivnih tečajnih razlik	77.042	96.545	250.243	101.738	58.295	104.825	120.626	288.432	108.993	59.725	0	0	0	0	0
	Prihodki iz cassacontov	1.265.693	1.941.895	2.683.025	n.p.	n.p.	1.722.134	2.426.255	3.092.474	n.p.	n.p.	1	1	1	n.p.	n.p.
	Prevrednotovanje terjatev	381.749	605.736	758.406	n.p.	n.p.	519.417	756.823	874.144	n.p.	n.p.	0	0	0	n.p.	n.p.
	Drugi prihodki od financiranja	360.563	380.222	327.661	332.737	147.204	490.591	475.059	273.930	356.463	149.203	0	0	0	0	0
	ODPISI DOLG. IN KRATK. FINANČNIH NALOŽB	238.554	183.177	63.498	357.626	2.233.935	324.583	228.866	73.188	383.127	2.264.265	0	0	0	0	1
	STROŠKI OBRESTI IN DRUGI ODHODKI FIN.	2.394.203	4.329.090	5.977.562	8.587.584	6.971.731	3.257.613	5.408.879	6.889.782	9.199.931	7.066.386	1	2	2	3	2
	Odhodki za obresti in drugih obveznosti	2.090.522	3.965.878	5.537.082	7.623.474	6.601.220	2.844.417	4.955.073	6.382.081	8.167.075	6.690.845	1	2	2	2	2
	Negativne tečajne razlike	235.769	349.628	283.098	n.p.	n.p.	320.793	436.834	326.301	n.p.	n.p.	0	0	0	n.p.	n.p.
	Odhodki za cassaconte	67.912	13.584	157.382	-	-	92.403	16.972	181.400	-	-	0	0	0	-	-
	Drugi finančni odhodki	0	0	0	964.110	370.511	0	0	0	1.032.857	375.541	0	0	0	0	0
	DOBIČEK IZ REDNEGA DELOVANJA	1.635.671	1.668.097	1.096.857	5.168.645	6.493.643	2.225.535	2.084.164	1.264.245	5.537.201	6.581.807	1	1	0	2	2
	IZREDNI PRIHODKI	2.726.347	4.368.564	6.072.037	101.066	98.630	3.709.537	5.458.199	6.998.674	108.273	99.969	2	2	2	0	0
	Dobiček od prodaje OS	661.260	932.091	2.145.868	0	0	899.727	1.164.579	2.473.343	0	0	0	0	1	0	0
	Prihodki iz prejšnjih let	508.932	500.139	1.077.197	0	0	692.466	624.887	1.241.585	0	0	0	0	0	0	0
	Izterjane odpisane terjatve	361.799	274.653	246.518	35.814	0	492.273	343.159	284.138	38.368	0	0	0	0	0	0
	Odprava dolgoročnih rezervacij	390.030	916.132	261.988	0	0	530.685	1.144.639	301.969	0	0	0	0	0	0	0
	Odprava slabega imena	445.375	853.902	994.077	0	0	605.988	1.066.888	1.145.780	0	0	0	0	0	0	0
	Odpisi obveznosti iz prejšnjih let	69.611	242.372	179.625	0	0	94.714	302.826	207.037	0	0	0	0	0	0	0
	Prejete kazni in odškodnine	57.371	130.653	188.917	60.229	39.919	78.060	163.241	217.747	64.524	40.461	0	0	0	0	0
	Drugi izredni prihodki	231.969	518.622	977.847	5.023	58.711	315.623	647.980	1.127.074	5.381	59.508	0	0	0	0	0
	IZREDNI ODHODKI	1.222.341	1.798.022	1.736.912	59.543	161.240	1.663.148	2.246.496	2.001.978	63.789	163.429	1	1	1	0	0
	Odhodki iz preteklih let	333.209	327.221	745.481	0	0	453.373	408.839	859.247	0	0	0	0	0	0	0
	Izgube pri prodaji OS	216.534	429.304	501.755	0	0	294.622	536.384	578.326	0	0	0	0	0	0	0
	Denarne kazni	17.734	27.926	29.755	45.932	117.452	24.129	34.891	34.296	49.207	119.047	0	0	0	0	0
	Drugi izredni odhodki	654.864	1.013.571	459.921	13.611	43.788	891.025	1.266.382	530.108	14.582	44.383	0	0	0	0	0
	CELOTNI DOBIČEK/IZGUBA	3.139.677	4.238.639	5.431.981	5.210.168	6.431.033	4.271.924	5.295.867	6.260.941	5.581.685	6.518.347	2	2	2	2	2
	DAVEK IZ DOBIČKA	91.889	64.565	568.866	240.334	532.442	125.026	80.669	655.679	257.471	539.671	0	0	0	0	0
	ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	3.047.788	4.174.074	4.863.115	4.969.834	5.898.591	4.146.897	5.215.198	5.605.262	5.324.214	5.978.676	2	2	2	2	2
	ČISTI DOBIČEK MANJŠINJSKIH LASTNIKOV	207.386	165.511	-387.929	44.229	-81.705	282.175	206.794	-447.130	47.383	-82.814	0	0	0	0	0
	ČISTI DOBIČEK/IZGUBA POSL. LETA	2.840.402	4.008.563	5.251.044	4.925.605	5.980.296	3.864.723	5.008.404	6.052.392	5.276.831	6.061.491	2	2	2	2	2

Priloga C

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA oblika mednarodnih računovodskih standardov	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2003	2003
	v tisoč SIT					prilagoditve	prilagojeno	stalne cene
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	174.560.213	239.431.003	283.394.692	319.777.431	331.501.623		331.501.623	336.002.430
PROIZVAJALNI STROŠKI PRODANIH KOLIČIN	140.245.455	192.726.196	227.866.389	254.107.698	263.231.931		263.231.931	266.805.839
KOSMATI DOBIČEK IZ PRODAJE	34.314.758	46.704.807	55.528.303	65.669.733	68.269.692		68.269.692	69.196.592
Drugi prihodki iz poslovanja	660.770	838.972	1.080.841	5.738.723	6.660.518	-4.099.554	2.560.964	2.595.734
AMORTIZACIJA	6.442.888	8.946.264	11.556.393	11.798.355	11.995.644	-3.323.846	8.671.798	8.789.535
STROŠKI DELA	23.939.533	34.274.703	39.215.214	43.316.281	45.267.031		45.267.031	45.881.623
PREVRED.POSL.ODHODKI PRI OS	n.p.	n.p.	n.p.	1.168.899	1.379.308	-1.379.308	0	0
PREVRED.POSL.ODHODKI PRI OBRATNIH SREDSTVIH	661.308	921.211	1.115.484	570.187	603.338		603.338	611.530
REZERVACIJE	2.217.289	334.808	1.503.925	36.181	468.806		468.806	475.171
DRUGI ODHODKI POSLOVANJA	496.546	939.603	1.054.828	1.820.301	1.402.357		1.402.357	1.421.397
Odhodki iz poslovanja skupaj	33.757.564	45.416.589	54.445.844	58.710.204	61.116.484	-4.703.154	56.413.330	57.179.256
DOBIČEK IZ POSLOVANJA (EBIT)	1.217.964	2.127.190	2.163.300	12.698.252	13.813.726	603.600	14.417.326	14.613.070
PRIHODKI IZ OBRESTI	671.464	922.752	930.282	683.867	735.465		735.465	745.450
ODHODKI ZA OBRESTI	2.090.522	3.965.878	5.537.082	7.623.474	6.601.220		6.601.220	6.690.845
PRIHODKI NA PODLAGI DELEŽEV V DOBIČKU	293.953	106.024	115.000	297.261	943.990	-730.317	213.673	216.574
DRUGI PRIHODKI FINANCIRANJA	2.085.047	3.024.398	3.929.335	434.475	206.129		206.129	208.928
DRUGI ODHODKI FINANCIRANJA	303.681	363.212	440.480	964.110	370.511		370.511	375.541
ODPISI DOLG. IN KRAT. FINANČNIH NALOŽB	238.554	183.177	63.498	357.626	2.233.935	-1.279.521	954.414	967.372
Dobiček/izguba financiranja	417.707	-459.093	-1.066.443	-7.529.607	-7.320.082	-549.204	-6.770.878	-6.862.806
CELOTNI DOBIČEK (pred izrednimi postavkami)	1.635.671	1.668.097	1.096.857	5.168.645	6.493.644	1.152.804	7.646.448	7.750.264
IZREDNI PRIHODKI - IZREDNI ODHODKI	1.504.006	2.570.542	4.335.125	41.523	-62.610	62.610	0	0
CELOTNI DOBIČEK	3.139.677	4.238.639	5.431.982	5.210.168	6.431.034	1.215.414	7.646.448	7.750.264
DAVEK IZ DOBIČKA	91.889	64.565	568.866	240.334	532.442	273.468	805.910	816.852
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	3.047.788	4.174.074	4.863.116	4.969.834	5.898.592	1.488.882	6.840.538	6.933.412
ČISTI DOBIČEK MANJŠINJSKIH LASTNIKOV	207.386	165.511	-387.929	44.229	-81.705	-13.047	-94.752	-96.039
ČISTI DOBIČEK / IZGUBA POSL. LETA	2.840.402	4.008.563	5.251.045	4.925.605	5.980.297	1.475.835	6.935.290	7.029.451

Priloga D

NAPOVED IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
		prilagojeno			v tisoč SIT			stalne cene 31. 12. 2003		
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE		336.002.430	346.082.503	356.464.978	367.158.928	374.502.106	381.992.148	389.631.991	397.424.631	405.373.124
1	Prihodki od prodaje proizvodov in storitev	23.933.715	24.651.726	25.391.278	26.153.017	26.676.077	27.209.598	27.753.790	28.308.866	28.875.044
2	Prihodki od prodaje blaga in materiala	312.637.489	322.016.614	331.677.112	341.627.426	348.459.974	355.429.174	362.537.757	369.788.512	377.184.282
3	Odhodki za cassaconté	-568.774	-585.837	-603.412	-621.515	-633.945	-646.624	-659.556	-672.747	-686.202
	SPREM. VRED. ZAL.NEDOK.IN GOT.IZD.	-18.988								
	VREDNOST USREDSTVENIH LAST. PROIZV.	0								
	DRUGI PRIHODKI IZ POSLOVANJA	2.595.734	2.673.606	2.753.815	2.836.429	2.893.158	2.951.021	3.010.041	3.070.242	3.131.647
	stopnja rasti prihodkov od prodaje v %		3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA		338.579.176	348.756.110	359.218.793	369.995.357	377.395.264	384.943.169	392.642.032	400.494.873	408.504.771
STROŠKI BLAGA, MAT. IN STORITEV		266.786.850	274.805.867	283.050.043	291.541.544	297.372.375	303.319.822	309.386.219	315.573.943	321.885.422
	Nabavna vrednost prodanega blaga	230.519.586	237.448.490	244.571.945	251.909.103	256.947.285	262.086.231	267.327.955	272.674.515	278.128.005
	Stroški materiala	14.178.627	14.604.805	15.042.949	15.494.237	15.804.122	16.120.205	16.442.609	16.771.461	17.106.890
	Stroški storitev	22.088.637	22.752.572	23.435.149	24.138.204	24.620.968	25.113.387	25.615.655	26.127.968	26.650.527
STROŠKI DELA		45.881.623	46.225.735	46.572.428	46.921.721	47.156.330	47.392.111	47.629.072	47.867.217	48.106.553
	Plače	30.744.729	30.975.314	31.207.629	31.441.686	31.598.895	31.756.889	31.915.674	32.075.252	32.235.628
	Stroški za socialno varnost	5.077.559	5.115.640	5.154.008	5.192.663	5.218.626	5.244.719	5.270.943	5.297.298	5.323.784
	Drugi stroški dela	10.059.335	10.134.780	10.210.791	10.287.372	10.338.809	10.390.503	10.442.456	10.494.668	10.547.141
AMORTIZACIJA		8.789.535	9.053.729	9.325.341	9.605.101	9.797.203	9.993.147	10.193.010	10.396.870	10.604.808
ODPISI OBRATNIH SREDSTEV		611.530	629.911	648.808	668.272	681.638	695.271	709.176	723.359	737.827
REZERVACIJE		475.171	489.454	504.137	519.261	529.647	540.239	551.044	562.065	573.306
DRUGI ODHODKI POSLOVANJA		1.421.397	1.464.121	1.508.044	1.553.286	1.584.352	1.616.039	1.648.359	1.681.327	1.714.953
DOBIČEK IZ POSLOVANJA + AMORTIZACIJA (EBITDA)		23.402.606	25.141.023	26.935.332	28.791.272	30.070.923	31.379.687	32.718.162	34.086.962	35.486.709
DOBIČEK IZ POSLOVANJA (EBIT)		14.613.070	16.087.293	17.609.991	19.186.171	20.273.720	21.386.540	22.525.152	23.690.091	24.881.901
IZRAČUNANI DAVEK OD DOBIČKA IZ POSLOVANJA		1.209.854	3.619.641	3.962.248	4.316.888	4.561.587	4.811.971	5.068.159	5.330.271	5.598.428
PRILAGOENI DOBIČEK IZ POSLOVANJA		13.403.216	12.467.652	13.647.743	14.869.282	15.712.133	16.574.568	17.456.993	18.359.821	19.283.474

Priloga E

DISKONTIRANI DENARNI TOK - DCF

v tisoč SIT

2004

2005

2006

2007

2008

2009

2010

2011

normalizirani
denarni tok

Št. enačbe / Tabele

PRILAGOEN DOBIČEK IZ POSLOVANJA 12.467.652 13.647.743 14.869.282 15.712.133 16.574.568 17.456.993 18.359.821 19.283.474 19.283.474

+ amortizacija 9.053.729 9.325.341 9.605.101 9.797.203 9.993.147 10.193.010 10.396.870 10.604.808 10.604.808
 - sprememba obratnega kapitala 556.115 572.798 589.982 405.121 413.224 421.488 429.918 438.516 0
 - investicije v osnovna sredstva 9.053.729 9.325.341 9.605.101 9.797.203 9.993.147 10.193.010 10.396.870 10.604.808 10.604.808

PROSTI DENARI TOK 11.911.538 13.074.945 14.279.300 15.307.012 16.161.345 17.035.505 17.929.903 18.844.957 19.283.474

Tehtani strošek kapitala 6,8%
 Faktor sedanje vrednosti (dospetje konec leta) 0,936 0,877 0,821 0,768 0,719 0,674 0,631 0,590 0,590
 Sedanja vrednost 11.152.216 11.461.107 11.718.904 11.761.530 11.626.373 11.474.008 11.306.584 11.126.075 11.384.976

SKUPAJ SEDANJA VREDNOST 91.626.798 1. 283.217.977

REZIDUALNA VREDNOST

sedanja vrednost rezidualne vrednosti 167.212.082 2.

OCENJENA VREDNOST KAPITALA 258.838.880 3.

Minus: obveznosti iz financiranja 105.446.102
 Plus: dolgoročne finančne naložbe 2.870.205
 Plus: kratkoročne finančne naložbe 1.943.965
 Minus: kapital manjšinskih lastnikov 2.400.945

OCENJENA VREDNOST 100 % LASTNIŠKEGA KAPITALA NA POLNO KONTROLNI OSNOVI 155.806.003

Minus: diskont za pomanjkanje kontrole 23,5% 36.688.264

OCENJENA VREDNOST 100 % LASTNIŠKEGA KAPITALA ZA MANJŠINSKI IN POLNO TRŽNI LASTNIŠKI DELEŽ 119.117.740

Minus: diskont za pomanjkanje tržnosti (ocena 1,4% 1.676.329

OCENJENA TRŽNA VREDNOST 100 % LASTNIŠKEGA KAPITALA ZA MANJŠINSKI TRŽNI DELEŽ 117.441.411

Št. enačbe stran
 (3.2) 8.
 =
 (3.7) 14.

seštevek: 1. + 2. = 3.

Število vseh delnic: 3.208.504

Št. lastnih delnic: 97

Št. delnic za izračun: 3.208.407

PREPOSTAVKE

dolgoročna stopnja rasti denarnega toka: 0%
 tehtani strošek kapitala 6,8%
 obratni kapital/prodaja 6%

ANALIZA OBČUTLIVOSTI NA TEHTANI STROŠEK KAPITALA IN DOLGOROČNE STOPNJE RASTI

Tržna vrednost 100 % lastniškega kapitala na manjšinski osnovi

	-1,0%	0,0%	1,0%
5,8%	128.929.332	153.682.392	188.730.557
6,8%	100.201.603	117.441.411	140.617.072
7,8%	78.106.025	90.590.049	106.741.151

OCENJENA TRŽNA VREDNOST 1 DELNICE NA MANJŠINSKI (NEOBLADUJOČI) OSNOVI

najvišja vrednost: 58.824
 najnižja vrednost: 24.344
OCENJENA VREDNOST: 36.604 → izračunan tečaj delnice na dan 31. 12. 2003

Priloga G

IZBRANI FINANČNI KAZALNIKI	Carrefour	Metro	Sainsbury	Rallye	Morrisons	Somerfield	Laurus	Jeronimo Martins	Colruyt	aritmetična sredina	mediana	Skupina Mercator	po prilagojenem izkazu uspeha
podatki za vsa primerljiva podjetja veljajo za leto 2003													
Aktivnostni kazalniki													
												primerjava	odstopanja v %
Dnevi vezave terjatve do kupcev	16,48	2,31	4,75	11,93	1,93	7,19	7,99	7,00	8,75	7,59	7,19	0,24	-97%
Dnevi vezave zalog	38,02	52,02	18,21	42,75	14,84	23,37	18,58	26,38	39,81	30,44	26,38	49,03	86%
Dnevi vezave obvez. do dobaviteljev	91,27	86,74	28,15	108,41	56,60	36,84	28,03	89,14	61,09	65,14	61,09	50,35	-18%
Poslovni cikel	-36,77	-32,42	-5,19	-53,73	-39,83	-6,28	-1,46	-55,75	-12,53	-27,11	-32,42	-1,07	-97%
Obrat osnovnih sredstev	5,75	5,11	2,31	6,06	2,85	4,60	9,70	3,50	7,68	5,29	5,11	1,85	-64%
Obrat celotnih sredstev	1,80	2,02	1,45	1,35	2,22	3,00	4,00	1,71	2,40	2,22	2,02	1,32	-34%
Profitabilnostni kazalniki													
Donos sredstev	4%	2%	4%	3%	9%	2%	1%	4%	10%	4%	4%	3%	-30%
Donos sredstev pred davkom	5%	3%	6%	4%	14%	3%	0%	5%	15%	6%	5%	3%	-38%
EBIT / sredstva	8%	5%	7%	6%	14%	3%	3%	8%	15%	8%	7%	6%	-15%
Sredstva / lastniški kapital	551%	611%	237%	530%	169%	203%	1105%	747%	253%	413%	391%	299%	-24%
Donos lastniškega kapitala	23%	13%	10%	13%	15%	5%	10%	29%	25%	16%	13%	8%	-38%
Donos lastniškega kapitala pred davkom	29%	19%	15%	24%	24%	6%	1%	37%	39%	21%	24%	9%	-61%
Kazalci zadolženosti													
Obrestno pokritje	5,93	3,60	6,39	3,51	53,6	8,26	0,71	3,60	56,0	4,57	3,60	2,2	654%
Dolg / sredstva	29%	29%	17%	47%	9%	9%	43%	40%	2%	25%	29%	42%	46%
Dolg / kapital	61%	64%	29%	71%	14%	15%	83%	75%	5%	46%	61%	56%	-9%
Dolg / lastniški kapital	160%	179%	41%	247%	16%	18%	474%	299%	5%	160%	160%	126%	-21%
Dolg / kapital po tržni vrednosti	27%	41%	26%	81%	2%	17%	39%	46%	1%	31%	27%	56%	109%
Dolg / last.kapital po tržni vrednosti	36%	68%	34%	438%	2%	20%	63%	86%	1%	83%	36%	101%	177%

*opomba: osenčena polja niso upoštevana pri izračunih.

Priloga H

TRŽNI MULTIPLIKATORJI		podatki za vsa primerljiva podjetja veljajo za leto 2003								aritmetična sredina mediana		
Št. enačbe		Carrefour	Metro	Sainsbury	Rallye	Morrisons	Somerfield	Laurus	Jeronimo Martins	Colruyt		
Kapital / EBITDA	4.1	8,6	11,2	8,4	7,6	27,2	5,1	8,9	6,7	9,6	8,3	8,5
Kapital / EBIT	4.2	12,9	13,5	9,2	11,3	37,6	14,7	39,5	11,7	13,2	12,4	12,9
Lastniški kapital / čisti dobiček	4.3	19,2	20,0	11,5	4,2	59,2	18,7	77,1	11,8	19,3	15,0	18,7
Lastniški kapital / čisti dobiček + amortizacija	4.4	9,6	13,6	9,9	1,9	36,8	5,5	6,8	4,7	12,6	9,0	9,6

*opomba: osenčena polja niso upoštevana pri izračunih.

Priloga I

PREMIJE ZA MAJHNA PODJETJA						
Dolgoročne stopnje donosa nad ocenjeno po CAPM po decilih portfeljev na NYSE/AMEX/NASDAQ (1926-2002)						
Decil	Število podjetij	Tržna kapitalizacija decila (000 USD)	Povprečna velikost podjetja v decilu (000 USD)	Največje podjetje v decilu (000 USD)	Tržna kapitalizacija največjega podjetja v decilu (000 USD)	Premija za velikost (donos nad CAPM)
1 Največja podjetja	168	6.099.523.614	36.306.688	Microsoft Corp.	293.137.304	-0,32%
2	182	1.174.194.524	6.451.618	KeyCorp New	11.628.735	-0,42%
3	197	584.693.698	2.967.988	Rockwell Collins Inc.	5.012.705	0,66%
4	200	344.651.829	1.723.259	Diebold Inc.	2.680.573	0,95%
5	244	282.490.634	1.157.749	Smucker JM Co.	1.691.210	1,16%
6	268	206.453.954	770.351	CEC Entertainment Inc.	1.143.845	1,48%
7	347	175.969.268	507.116	Playtex Products Inc.	791.336	1,35%
8	427	136.629.517	319.975	Buckle Inc.	521.298	2,06%
9	703	117.578.857	167.253	Guess? Inc.	314.042	2,56%
10 Najmanjša podjetja	1994	81.984.379	41.116	NYMAGIC inc.	141.459	5,67%
Srednja podjetja 3-5	641	1.211.836.161	1.890.540			0,82%
Majhna podjetja 6-8	1.042	519.052.739	498.131			1,52%
Najmanjša podj. 9-10	2.697	199.563.236	73.995			3,53%
Izračunana premija za Podjetje		1,4%				

Priloga J

METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ S KAPITALSKEGA TRGA				Kapital /	Kapital /	Last.kapital /	Last.kapital /
v tisoč SIT				EBITDA	EBIT	čisti dobiček	čisti dob.+ am.
Št. enačbe / Tabele		št. enačbe	(4.1)	(4.2)	(4.3)	(4.4)	
SKUPINA MERCATOR				23.089.124	14.417.326	6.935.290	15.607.088
Tržni multiplikator				8,5	12,9	18,7	9,6
OCENJENA VREDNOST KAPITALA				196.201.783	186.633.245	129.574.860	150.147.727
Minus: obveznosti iz financiranja				105.446.102	105.446.102		
OCENJENA VREDNOST 100 % LASTNIŠKEGA KAPITALA ZA POLNO TRŽNI IN MANJŠINSKI LASTNIŠKI DELEŽ				90.755.681	81.187.143	129.574.860	150.147.727
Plus: premija za popolno kontrolo 30,8%				27.952.750	25.005.640	39.909.057	46.245.500
OCENJENA VREDNOST 100 % LASTNIŠKEGA KAPITALA IZ POSLOVANJA ZA POLNO TRŽNI IN KONTROLNI LASTNIŠKI DELEŽ				118.708.431	106.192.783	169.483.917	196.393.227
Plus: dolgoročne finančne naložbe				2.870.205	2.870.205		
Plus: kratkoročne finančne naložbe				1.943.965	1.943.965		
Minus: kapital manjšinskih lastnikov				2.400.945	2.400.945		
OCENJENA VREDNOST 100 % LASTNIŠKEGA KAPITALA ZA POLNO TRŽNI IN KONTROLNI LASTNIŠKI DELEŽ				121.121.656	108.606.008	169.483.917	196.393.227
Minus: diskont za pomanjkanje popolne kontrole 23,5%				28.521.002	25.573.892	39.909.057	46.245.500
OCENJENA VREDNOST 100 % LASTNIŠKEGA KAPITALA ZA NEPOLNO KONTROLNI, POLNO TRŽNI DELEŽ				92.600.654	83.032.116	129.574.860	150.147.727
Minus: diskont za pomanjkanje tržnosti (ocena) 1,4%				1.303.157	1.168.500	1.823.490	2.113.010
OCENJENA VREDNOST 100 % LASTNIŠKEGA KAPITALA ZA NEPOPOLNO KONTROLNI IN OMEJENO TRŽNI LASTNIŠKI DELEŽ				91.297.497	81.863.616	127.751.370	148.034.717
OCENJENA TRŽNA VREDNOST 1 DELNICE NA MANJŠINSKI (NEOBLADUJOČI) OSNOVI						Število vseh delnic: 3.208.504	
najvišja vrednost: 46.140						št.lastnih delnic: 97	
najnižja vrednost: 25.515						Št.delnic za izračun: 3.208.407	
OCENJENA VREDNOST: 34.137				izračunan tečaj delnice na dan 31. 12. 2003			

Priloga K

IZRAČUN STROŠKA KAPITALA - ZA MANJŠINSKI (NEOBVLADUJOČI) LASTNIŠKI DELEŽ

A ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA LASTNIŠKEGA KAPITALA	
REALNA STOPNJA DONOSA	2,6%
realna stopnja donosa Euro obveznice RS ¹	
REALNA NETVEGANA STOPNJA DONOSA	2,6%
(realna stopnja donosa minus premija za deželno tveganje)	
BETA Z ZADOLŽENOSTJO	0,64
TRŽNA PREMIJA ZA TVEGANJE ²	7,0%
razlika med povprečno stopnjo donosa delnic in 20-letnih državnih obveznic v ZDA (1926-2002)	
PREMIJA ZA MAHNO PODJETJE	1,4%
razlika med povprečno stopnjo donosa velikih in malih podjetij	
ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA LASTNIŠKEGA KAPITALA	8,4%

B KOEFICIENT BETA	
BETA BREZ ZADOLŽENOSTI - PRIMERLIVA PODJETJA ³	0,50
DELEŽ DOLGA	27%
delež dolga v strukturi kapitala	
DELEŽ LASTNIŠKEGA KAPITALA	73%
100 % - delež dolga	
DAVČNA STOPNJA - MERCATOR, d. d.	22,5%
BETA Z ZADOLŽENOSTJO	0,64

C POVPREČNI TEHTANI STROŠEK KAPITALA	
ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA LASTNIŠKEGA KAPITALA	8,4%
STROŠEK DOLGA PRED OBDAVČITVIJO	3,0%
realna obrestna mera	
DELEŽ DOLGA	27%
DELEŽ LASTNIŠKEGA KAPITALA	73%
DAVČNA STOPNJA - MERCATOR, d. d.	23%
POVPREČNI TEHTANI STROŠEK KAPITALA	6,8%

OPOMBE:

- Stopnja donosa evroobveznice RS EUR6
Vir: Finance, 5. januar, 2004.
- Tržna premija za tveganje
Vir: Stocks, Bonds, Bills and Inflation, Ibbotson Associates, 2003.
- Beta brez zadolženosti
Povprečje sledečih treh panog v EU:

I. Retail Hypermarkets,	beta
II. Retail-Major Department Store,	0,50
III. Retail-Miscellaneous/Diversified	0,43
	<u>0,55</u>
Mediana	0,50

Veljavno na začetku leta 2004.
Vir: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

FORMULE:

Beta z zadolženostjo izračunana kot:

$$\text{beta brez zadolženosti} * (1 + (1 - \text{davčna stopnja}) * \frac{\text{dolg}}{\text{lastniški kapital}})$$

Povprečni tehtani strošek kapitala izračunan kot:

$$\text{delež lastniškega kapitala} * \text{zahtevana stopnja donosa} + \text{delež dolga} * (1 - \text{davčna stopnja}) * \text{strošek dolga}$$

Priloga L

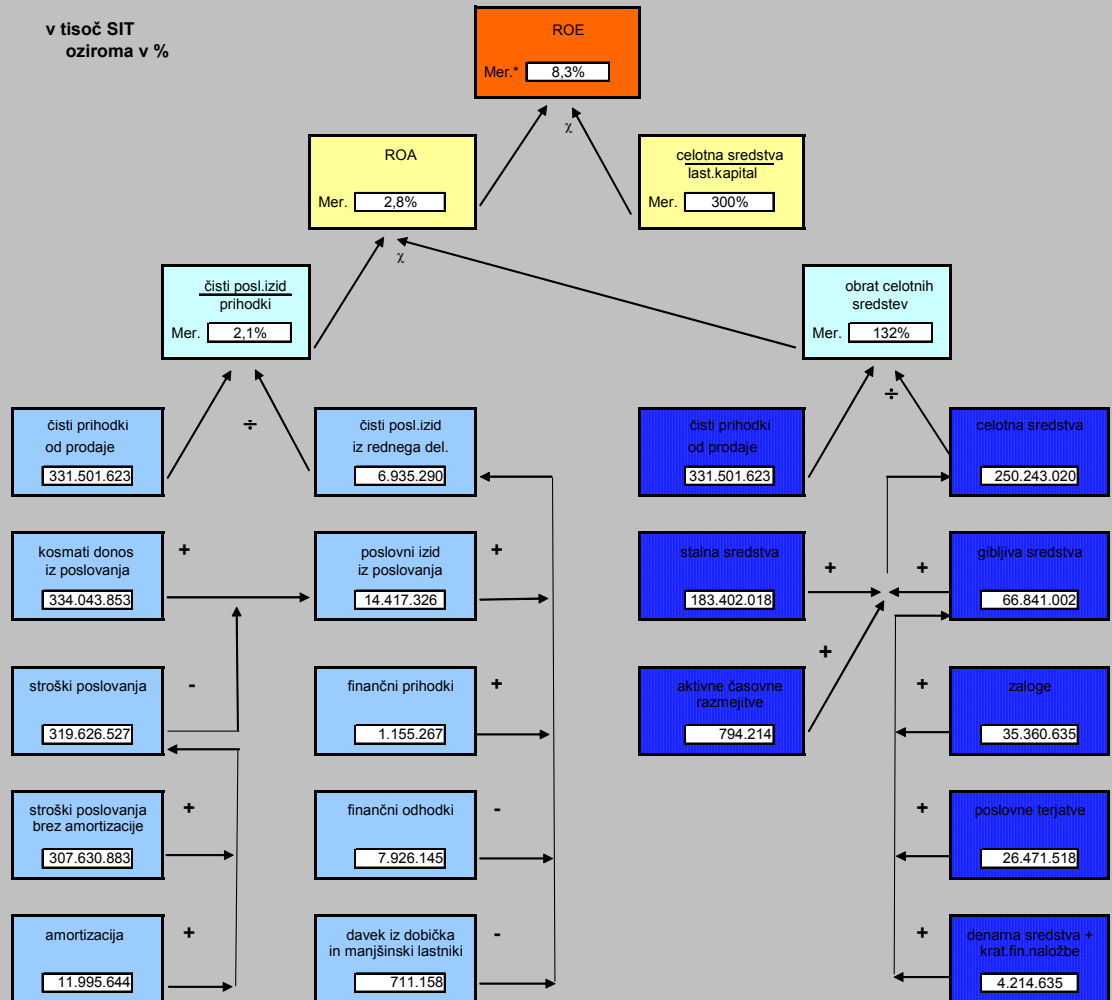
PREMIJA ZA POPOLNO KONTROLO	premija za kontrolo mediana	diskont za manjšinski delež
leto		
1985	27,7%	21,7%
1986	29,9%	23,0%
1987	30,8%	23,5%
1988	30,9%	23,6%
1989	29,0%	22,5%
1990	32,0%	24,2%
1991	29,4%	22,7%
1992	34,7%	25,8%
1993	33,0%	24,8%
1994	35,0%	25,9%
1995	29,2%	22,6%
1996	27,3%	21,4%
1997	27,5%	21,6%
1998	30,1%	23,1%
1999	34,6%	25,7%
2000	41,1%	29,1%
2001	40,5%	28,8%
aritmetična sredina	31,9%	24,1%
mediana	<u>30,8%</u>	<u>23,5%</u>
premija za popolno kontrolo		premija za pomanjkanje popolne kontrole

Vir: Mergerstat Review Control Premium Study.

Priloga M
DuPont shema

na dan 31.12. 2003 za Skupino Mercator, d. d.,
oziroma v letu 2003

v tisoč SIT
oziroma v %



Opombe:

pri DuPont analizi so vzeti podatki iz prilagojenega izkaza uspeha za leto 2003.

Mer.* - Skupina Mercator

Priloga N

ŠTEVILO ZAPOSLENIH V POSLOVNEM SISTEMU MERCATOR IN HČERINSKIH DRUŽBAH NA 31.12.	2000	2001	2002	2003
PODJETJE V SKUPINI				
V SLOVENIJI				
Poslovni sistem Mercator, d. d.	3.511	3.648	4.393	5.837
Emona Merkur, d. d.	773	587	1	-
Povrtnina, d. d.	87	-	-	-
Potrošnik, d. d.	310	-	-	-
Žana, d. d.	-	117	116	-
Mercator - SVS, d. d.	1.839	1.661	1.618	1.424
Živila Kranj, d. d.	-	-	-	1.492
Mercator - Dolenjska, d. d.	1.310	1.098	1.046	861
Mercator - Gorenjska, d. d.	1.003	964	1.107	1.091
Mercator - Degro, d. d.	1.135	1.056	988	13
Mercator - Goriška, d. d.	809	808	773	730
SKUPAJ	10.777	9.939	10.042	11.448
V TUJINI				
Mercator - H, d. o. o.	207	487	1.252	1.281
Sloboda, d. o. o.	-	555	-	-
Mercator - TC Sarajevo, d. o. o.	276	233	254	261
Mercator - BH, d. o. o.	-	-	-	1
Mercator - S, d. o. o.	-	-	383	357
SKUPAJ	483	1.275	1.889	1.900
NEŽIVILSKA TRGOVINA				
Trgoavto, d. d.	310	296	272	-
Mercator Modna hiša, d. o. o.	185	554	581	593
Intermercator, G.m.b.H	4	4	4	4
SKUPAJ	499	854	857	597
SKUPAJ TRGOVINA				
SKUPAJ TRGOVINA	11.759	12.068	12.788	13.945
MDK, d. d.	-	713	651	-
MDK - H, d. o. o.	222	-	1	-
Eta, d. d.	262	257	308	311
Slosad, d. o. o.	46	47	-	-
Pekarna Grosuplje, d. d.	186	200	217	232
Mercator Agrok.in KG	302	-	-	-
Mercator - Emba, d. d.	95	94	95	106
Mercator - KŽK Kranj, d. o. o.	173	188	192	-
M Hotel, d. o. o.	60	49	48	49
M - Sremič, d. o. o.	68	43	-	-
Mercator - Optima, d. o. o.	35	33	31	30
SKUPAJ NETRGOVINA	1.449	1.624	1.543	728
SKUPAJ SKUPINA MERCATOR	13.208	13.692	14.331	14.673