

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE

VREDNOTENJE PODJETJA SALUS

Ljubljana, september 2017

BARBARA FLERE

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Barbara Flere, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Vrednotenje podjetja Salus, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo, Slapničar.

IZJAVLJAM,

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 15. 9. 2017

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV PODJETJA SALUS, LJUBLJANA D.D.....	1
2 ANALIZA OKOLJA, V KATEREM SKUPINA POSLUJE	3
2.1 Analiza panoge	3
2.2 Makroekonomska analiza.....	5
3 ANALIZA POSLOVANJA.....	7
3.1 ANALIZA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV	8
3.1.1 Analiza bilance stanja.....	8
3.1.2 Analiza poslovnega izida.....	11
3.2 Kazalniki uspešnosti poslovanja.....	13
3.3 Poročanje po segmentih.....	17
4 VREDNOTENJE PO MODELU PRIHODNIH DENARNIH TOKOV	18
4.1 Prost denarni tok podjetju.....	18
4.2 Tehtano povprečje stroškov kapitala	20
4.2.1 Strošek dolga	21
4.2.2 Strošek lastniškega kapitala.....	21
4.3 Izračun vrednosti	23
4.3.2 Analiza občutljivosti.....	24
SKLEP	24
LITERATURA IN VIRI	26
PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1: Struktura skupine Salus za leto 2016	3
Slika 2: Prikaz prihodkov odprodaje za leto 2016	11
Slika 3: Rast postavk poslovnega izida	13
Slika 4: Kazalnik financiranja (finančni dolg glede na celotne obveznosti do virov sredstev)	14
Slika 5: Kazalnik plačilne sposobnosti (kratkoročni koeficient)	14
Slika 6: Kazalnik plačilne sposobnosti (pospešeni koeficient)	15
Slika 7: Kazalnik dobičkonosnosti (profitna marža iz poslovanja).....	15
Slika 8: Kazalnik dobičkonosnosti (čista dobičkonosnost kapitala)	16
Slika 9: Kazalnik dobičkonosnosti (čista dobičkonosnost sredstev).....	16

KAZALO TABEL

Tabela 1: Rast prodaje zdravil v letu 2016 na slovenskem trgu.....	5
Tabela 2: Napoved gospodarskih gibanj za Slovenijo za obdobje 2016–2019.....	6
Tabela 3: Napoved gospodarske rasti za EU in najpomembnejše trgovinske partnerice v EU za obdobje 2016–2019	7
Tabela 4: Prikaz navpične analize sredstev za obdobje 2013–2016	9
Tabela 5: Prikaz navpične analize obveznosti do virov sredstev za obdobje 2013–2016...	10
Tabela 6: Navpična analiza izkaza poslovnega izida za obdobje 2013–2016.....	12
Tabela 7: Izračun stroška lastniškega kapitala	21
Tabela 8: Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala.....	22
Tabela 9: Napoved denarnega toka podjetju	23
Tabela 10: Analiza občutljivosti	24

UVOD

V zaključni nalogi bom vrednotila podjetje Salus, Ljubljana d.d. Vrednotenje služi oceni sedanje vrednosti podjetja na podlagi sedanjega in prihodnjega poslovanja. Seveda gre za napoved, katere uresničitev ni sigurna, le udeleženci na trgu čez čas pokažejo, ali je bila ocena enaka oziroma podobna realni. Menim, da lahko s to nalogo pridobim veliko finančnega in praktičnega znanja, ki mi bo v prihodnje koristilo.

Salus, Ljubljana d.d. je veletrgovska družba, ki se ukvarja z oskrbo slovenskega trga z zdravili, farmacevtskimi izdelki in medicinskimi pripomočki. To podjetje sem izbrala, ker je vrednost njihove delnice na Ljubljanski borzi trenutno najvišja, po napovedi nekaterih analitikov pa naj bi postala tudi najbolj donosna družba, ki kotira na Ljubljanski borzi.

Namen naloge je z metodo diskontiranih denarnih tokov oceniti vrednost podjetja Salus, Ljubljana d. d. Cilj naloge pa je, da bo moja ocena čim bližje realni vrednosti delnice na dan vrednotenja, in sicer 31. 12. 2016.

Zaključno nalogo sem razdelila na dva vsebinska sklopa. V prvem delu naloge bom predstavila podjetje Salus, Ljubljana d.d. Analizirala bom panogo, v kateri poslujejo, in skušala zbrati čim več relevantnih makroekonomskih napovedi, ki bi lahko vplivale na poslovanje. Nato bom na podlagi javno dostopnih podatkov o podjetju naredila preteklo analizo poslovanja. V drugem delu zaključne strokovne naloge bom iz zbranih podatkov ocenila vrednost podjetja in naredila analizo občutljivosti.

Pri izdelavi naloge največjo težavo predstavlja napoved prihodnjih denarnih tokov podjetju, napoved rasti v neskončnost in določitev povprečnega tehtanega stroška kapitala. Dejavnikov, ki vplivajo na rast podjetja, je veliko, težko je ugotoviti, kateri so ravno tisti, ki bodo imeli v prihodnje na prodajo in poslovanje največji vpliv. Pri oceni tehtanega povprečja stroškov kapitala pa je zelo pomembno izbrati ustrezne podatke, saj je njegova ocena za vrednotenje podjetja ključnega pomena.

Pri izdelavi zaključne naloge sem uporabila sekundarne vire podatkov. Konsolidirana letna poročila skupine Salus, makroekonomske napovedi in podobno. Na koncu zaključne naloge sem povzela ugotovitve in podala svoje mnenje o dobljeni vrednosti.

1 PREDSTAVITEV PODJETJA SALUS, LJUBLJANA D.D.

Podjetje Salus Ljubljana d.d. je eno vodilnih podjetji na področju celovite oskrbe slovenskega trga z zdravili, medicinskimi pripomočki in ostalimi farmacevtskimi izdelki. Na trgu je prisotno že več kot štirideset let. Družba je bila ustanovljena leta 1969 pod okriljem Krke d.d., v najetih prostorih na Dunajski cesti v Ljubljani, zaposlovala je trinajst

delavcev. Ime so si sposodili od priznane ljubljanske veledrogerije, v rimski mitologiji pa je tako poimenovana boginja zdravega počutja.

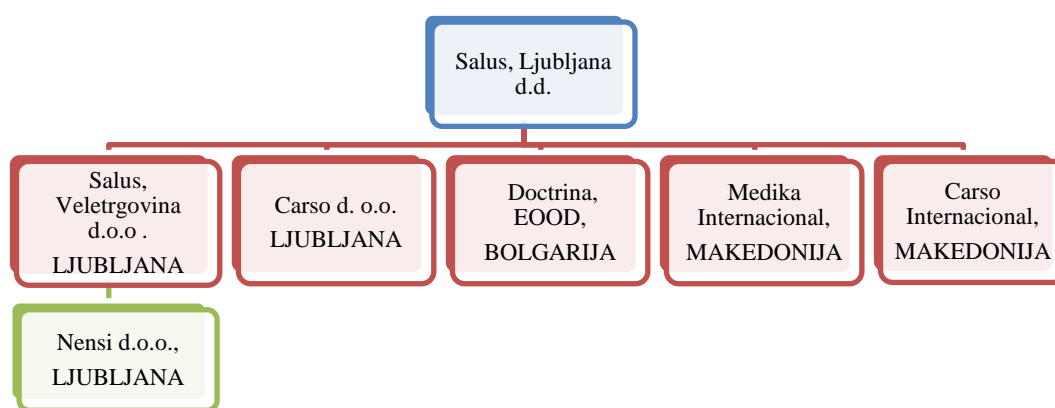
Že v prvih letih poslovanja so dosegli hitro rast prodaje in tako pričeli širiti svoje poslovanje. V letu 1990 podjetje preide v last zaposlenih, nekdanjih zaposlenih in poslovnih partnerjev. 1998 prične tudi kotirati na Ljubljanski borzi. Z osamosvojitvijo družba izgubi tretjino nabavnega in prodajnega trga, vendar so ga z uvozom in izvozom hitro nadomestili. Leta 2003 pridobijo certifikat kakovosti ISO 9001:2000. V letu 2006 njihova skladišča obsegajo že 7.500 kvadratnih metrov, podjetje ima že preko sto zaposlenih, njihov tržni delež v prodaji pa presega 30 %. V letu 2011 so tudi zaključili gradnjo novega poslovno-skladiščnega-distribucijskega centra na Litostrojski cesti v Ljubljani, ki ima trikrat več prostorskih kapacitet za skladiščenje kot prejšnji, visoko avtomatizacijsko skladišče s celovito informacijsko podporo in povezavo s poslovnim informacijskim sistemom (Uradna spletna stran podjetja Salus d.d., 2017).

Podjetje deluje z namenom zagotavljanja kakovostne, učinkovite in nemotene oskrbe lekarn in bolnišnic ter ostalih kupcev z izdelki, ki jih ponujajo. Je eno vodilnih v oskrbi slovenskega trga z zdravili, farmacevtskimi izdelki, medicinskimi pripomočki in raznimi drugimi izdelki, ki pripomorejo k boljšemu počutju in zdravju, opravljajo pa tudi storitve za farmacevtsko industrijo. V okviru storitev izvajajo skladiščenje zdravil, sekundarno pakiranje zdravil in podobno. Največ prihodkov ustvarijo s prodajo zdravil, okoli 85 %. Ostalo pa predstavlja prodaja medicinskih pripomočkov, kozmetičnih izdelkov, prehrane, izdelkov široke prodaje in kemikalij. V letu 2012 so za celotno skupino sprejeli petletno strategijo, za obdobje 2013–2017, ki se bistveno razlikuje od predhodne. Temelji na razvoju štirih različnih dejavnosti; veletrgovine, marketinga, aktivne prodaje in naložbenja. V letu 2016 so naknadno začeli s projektom prenove poslovnih procesov in zamenjavo korporativnega sistema. Glavni del projekta predstavlja prehod na operacijski sistem Microsoft Dynamics Navision. Poleg tega so uvedli tudi nove (angl. *business to business*) rešitve za poslovanje (v nadaljevanju B2B). (Salus d.d. Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2016, 2017, str. 6).

Podjetje Salus, Ljubljana d.d. kotira na Ljubljanski borzi v standardni kotaciji, kot SALR. Podjetje ima na dan 31. 12. 2016 100.919 kosovnih delnic, od tega jih ima 42.943 glasovalne pravice. 35,95 % delnic z glasovalno pravico je v lasti desetih oseb. Od tega sta dva direktorja obvladujoče družbe in Veletrgovine Salus d.o.o., trije pa so člani nadzornega sveta. Tržna cena delnice je v letu 2016 zrasla s 342 € dne 4. 1. 2016, na 419 €, dne 30. 12. 2016. Dosegla je bistveno višjo donosnost, 22,22 % kot osrednji borzni indeks SBITOP, ki je v letu 2016 dosegel 3,08 % donosnost. Slednji indeks služi kot merilo uspešnosti (angl. *benchmark*) in sledi gibanju cen največjih in najbolj likvidnih delnic na trgu Ljubljanske borze (Salus, Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2016, 2017 in Ljubljanska Borza, 2017).

Skupino Salus sestavlja sedem družb. Od tega je ena obvladujoča, štiri odvisne in dve pridruženi. V letu 2015 je prišlo do sprememb pri deležu, ki ga ima skupina v podjetju Doctrina izobraževanje. Ustanovili pa so tudi novo odvisno družbo Carso Interacional v Makedoniji. V skupini je najbolj dobičkonosna družba Salus Veletrgovina d.o.o., z več kot tremi milijoni evrov dobička. Ostala podjetja so dosti manj dobičkonosna. Dve sta v predhodnem letu beležili celo izgubo. A gre za novo ustanovljena podjetja, zato je v prihodnje pričakovati, da bodo izgube vedno manjše oziroma bodo pričeli poslovati z dobičkom. Skupina tako v letih 2015 in 2016 ni vlagala dodatnih sredstev v pridružene družbe (Salus, Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2016, 2017, str 6).

Slika 1: Struktura skupine Salus za leto 2016



Vir: Salus, Konsolidirano letno poročilo skupine Salus za leto 2016, 2017, str 11.

Slika 1 prikazuje strukturo skupine Salus. Iz slike je razvidno tudi, v kateri državi je družba registrirana.

2 ANALIZA OKOLJA, V KATEREM SKUPINA POSLUJE

2.1 Analiza panoge

Klasificirana dejavnost obvladujoče družbe Salus, Ljubljana d.d. in družbe, ki skupini ustvari največ prihodkov Veletrgovine Salus d.o.o., je trgovina na debelo s farmacevtskimi izdelki ter medicinskimi potrebščinami in materiali. Čeprav gre za veledrogerijo, katera ne prodaja končnim kupcem, je demografsko okolje vseeno zelo pomembno. Kakšna je kakovost življenja, starostna struktura prebivalstva, kakšen je odnos do bolnih in higijene, vse to je za rast skupine zelo pomemben dejavnik, saj je od tega odvisna poraba zdravil in ostalih proizvodov, ki jih skupina prodaja. Po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije (v nadaljevanju SURS) je trenutna struktura prebivalstva: stari 0–14 let 14,9 % celotnega prebivalstva RS, stari od 15–64 let 66,2 % celotnega prebivalstva RS, stari nad 65 let pa 18,9 % celotnega prebivalstva RS. Pričakovano trajanje življenja moških je 78 let,

žensk pa 84 let (Statistični urad Republike Slovenije, 2017). Po napovedih Urada za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR) naj bi se povečal delež starejšega prebivalstva in zmanjšalo število delavno sposobnega prebivalstva, kar bo glede na sedanje sisteme socialne zaščite vplivalo na zmanjšanje virov financiranja socialne zaščite (UMAR, 2017).

Konkurenta na slovenskem trgu, ki ju izpostavljajo za najpomembnejša, sta skupina Farmadent in LL Grosist d.o.o. V letnem poročilu navajajo, da sta v vertikalni povezavi pri oskrbi zdravil, saj sta v lasti javnih zavodov. Temu tveganju se skušajo izogniti s konkurenčnim nastopom na trgu. Zaradi novo sprejetega zakona na tem področju pričakujejo, da se bo v prihodnje stanje nekoliko izboljšalo (Salus, Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2016, 2017).

Na trgu je velika pogajalska moč kupcev, kupcev je malo in so relativno veliki. Poslovanje je s tega vidika vedno bolj negotovo. Država, ki podjetju predstavlja večino celotnih prihodkov, uvaja nove spremembe glede izdatkov za zdravstvo. S podaljševanjem plačilnih rokov in pritiski na cene zdravil skušajo zmanjšati primanjkljaj v državnem proračunu. V letu 2013 je država uvedla spremenjen način plačila avansov, ki je v obdobju 2013–2015 pustil velik vpliv na likvidnost izvajalcev zdravstvenih storitev. Leto 2016 je zaznamovalo tudi pogajanje, kjer je skupina Salus pri sklenitvi pogodbenega razmerja izgubila veliko pravic. Količine naročnika so po novem neobvezujoče, cene pa so fiksne, vključno z davkom. Zoper pogajanj je bilo s strani Salusa vloženih nekaj revizij, a so bile vse neuspešne.

Skupina material nabavlja predvsem na trgu Evropske Unije (v nadaljevanju EU). V večini primerov kupci določijo, kakšen material naj jim nabavijo. Material mora biti certificiran, torej morajo biti tudi dobavitelji ustrezno izbrani. V primeru uvoza medicinskih pripomočkov iz tretjih držav je ta, na območje EU dovoljen le za medicinske pripomočke, za katere ima proizvajalec iz tretjih držav pooblaščenega predstavnika s sedežem na ozemlju EU (Zakon o medicinskih pripomočkih, Uradni list Republike Slovenije, št. 98/09).

Menim, da največjo oviro vstopa v panogo predstavlja zakonodaja. Najpomembnejši predpisi za poslovanje skupine so Zakon o zdravilih (Ur. l. RS, št. 17/14), zakon ureja področje humane in veterinarske medicine. Pravilnik o proizvodnji, prometu na debelo in uvozu učinkovin (Ur. l. RS, št. 79/16). Podjetje mora biti za uvoz učinkovin registrirano v registru uvoznikov učinkovin RS (JAZMP, 2017). Sledi Zakon o medicinskih pripomočkih (Ur. l. RS, št. 98/09), ki ureja uvoz medicinskih pripomočkov na območje EU. Posredniki se morajo za preprodajo vpisati v register Javne agencije za zdravila in medicinske pripomočke (JAZMP, 2017). Pomemben za njihovo poslovanje je tudi Pravilnik o proizvodnji in prometu z medicinskimi pripomočki (Ur. l. RS, št. 37/10), Zakon o kozmetičnih proizvodih (ZKozP), Zakon o zdravstveni ustreznosti živil in izdelkov ter

snovi, ki prihajajo v stik z živili (Ur. l. RS, št. 52/20, 42/04 in 47/04 – zDZPZ), ter Zakon o farmacevtskih sredstvih (ZFFS) (Ur. l. RS, št. 11/01). Država poleg omenjenih zakonov poslovanje omejuje tudi z reguliranjem cenovne politike, uvaja razne regulative na področju registracije izdelkov, omejuje socialne izdatke za zdravila in medicinske pripomočke itd.

Tabela 1: Rast prodaje zdravil v letu 2016 na slovenskem trgu

	TRG ZDRAVIL V SLOVENIJI	PRODAJA ZDRAVIL BOLNICAM	PRODAJA ZDRAVIL LEKARNAM
Vrednost prodaje (vrednost v EUR)	676.000.000	144.000.000	523.400.000
Rast prodane količine (v odstotkih)	- 2,73	- 17,8	- 1,0
Rast celotnih prihodkov (v odstotkih)	3,18	5,7	3,0

Vir: Konsolidirano letno poročilo skupine Salus za leto 2016.

Tabela 1 prikazuje rast vrednosti prodaje zdravil na slovenskem trgu za leto 2016. Iz tabele je razvidno, da cene oziroma prodajne marže zdravil rastejo. Količinsko se je v letu 2016 prodalo manj zdravil, padec je še posebej izrazit pri prodaji bolnišnicam.

Po podatkih spletne strani Damodaran je za panogo, v katero spada skupina Salus (angl. *helathcare support services*), napovedana stopnja rasti 21,29 %. Podjetje 95 % prihodkov iz poslovanja ustvari na domačem trgu, zato se bom v nadaljevanju posvetila predvsem domačemu trgu. Del prihodkov pa ustvarijo tudi na trgu EU. (Damodaran, 2017).

2.2 Makroekonomska analiza

Najprej sem analizirala napoved za Slovenijo. Tabela 2 prikazuje napoved gospodarskih gibanj za Slovenijo, Urada za makroekonomske analize in razvoj. Po spomladanskih napovedih 2017 se v naslednjih letih pričakuje ohranjanje gospodarske rasti. Dejavniki naj bi bili podobni kot predhodna leta, za malo višjo rast pa naj bi še dodatno poskrbele državne investicije. Pomembno vlogo rasti ima izvoz, več pa bo tudi domače potrošnje. Z rastjo vseh glavnih komponent razpoložljivega dohodka je namreč pričakovati veliko večjo potrošnjo gospodinjstev. Prav tako se bo nadaljevala rast državne potrošnje, a bo nižja kot predhodna leta. Vzroki za inflacijo naj bi bili predvsem v višji rasti cen energentov, za katere je napoved občutno višja kot predhodna leta. Poleg tega pa bo na inflacijo vplivalo tudi več domačega povpraševanja in višje cene storitev (UMAR, 2017).

Tabela 2: Napoved gospodarskih gibanj za Slovenijo za obdobje 2016–2019, v odstotkih

	2016	2017	2018	2019
BDP	2,5	3,6	3,2	2,6
Rast zaposlenosti	2	2,2	1,5	1
Stopnja registrirane brezposelnosti	11,2	9,7	9,1	8,5
Rast bruto plač v javnem sektorju	2,4	1,7	2	0,6
Rast bruto plač v zasebnem sektorju	1,8	1,5	1,7	1,8
Izvoz realna rast	5,9	6	5,1	4,8
– proizvodi	5,7	6,1	5,1	4,9
– storitve	6,8	5,4	4,8	4,5
Uvoz realna rast	6,2	6,5	5,6	5,1
– proizvodi	6,6	6,8	5,7	5,2
– storitve	4,1	5	4,8	4,4
Rast domače potrošnje	2,4	3,8	3,4	2,6
– zasebna potrošnja	2,8	3,5	2,7	2
– državna potrošnja	2,6	1	0,9	0,6
Razmerje USD za 1 €	1,107	1,067	1,068	1,068
Inflacija konec leta	0,5	2,1	1,9	2,1
Povprečna letna inflacija	–0,1	1,8	1,6	2

Vir: Umar, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2017, 2017.

Na mednarodnem trgu je pričakovati veliko politične negotovosti pri nadaljnjem okviru delovanja Evropske Unije v povezavi z brexitom, ukrepi nove administracije v ZDA in volitvami nekaterih pomembnih trgovinskih partneric. Pri nas pa je tveganje prisotno predvsem na področju investicij. Zasebne investicije bi lahko bile zaradi oživitve kreditiranja in bolj predvidenega poslovnega okolja višje od predvidenih, državne investicije pa bi lahko bile zaradi spremenjene dinamike črpanja sredstev EU nižje (UMAR, 2017). Čeprav je pričakovati zmanjšanje državnih investicij, naj bi le-te za zdravstveno varstvo v letu 2017 znašale okoli 34,45 milijonov € (RS, 2017). Omenila bi tudi, da so tekoči transferi v sklad socialnega zavarovanja za leto 2017 glede na rebalans leta 2015 nižje za 7,9 % (RS, 2017).

Naredila sem tudi makroekonomske analize za EU. Glede na to, da skupina večino svojih

prihodkov ustvari na domačem trgu, se makroekonomski analizi za EU ne bom tako poglobljeno posvetila, preverila bom le bistvene napovedi.

Tabela 3: Napoved gospodarske rasti za EU in najpomembnejše trgovinske partnerice v EU za obdobje 2016–2019, v odstotkih

	2016	2017	2018	2019
Rast BDP EU	1,9	1,7	1,7	1,7
Rast BDP evrsko območje	1,7	1,6	1,6	1,5
Rast BDP Nemčija	1,9	1,6	1,6	1,4
Rast BDP Italija	0,9	1,6	1,6	1,4
Rast BDP Avstrija	1,5	1,5	1,5	1,3
Rast BDP Francija	1,2	1,3	1,5	1,6

Vir: Umar, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2017, 2017.

Tabela 3 prikazuje napoved gospodarske rasti za EU. Na evro območju je za leto 2017 pričakovana 1,7-% rast BDP in 1,8-% rast BDP za 2018. Ta naj bi bila predvsem posledica rasti zasebne potrošnje, krepiti naj bi se pričel tudi izvoz. Za celotno EU pa je pričakovana 1,9-% rast za obe leti. Globalna rast naj bi se gibala okoli 3,7 % to leto in 3,9 % v letu 2018. Napovedana inflacija za evro območje je 1,6 % v 2017 in 1,3 % v 2018. Nezaposlenost na evro območju naj bi padla na 9,4 % v letu 2017 in 8,9 % v 2018, kar je najnižje od leta 2009. Na celotnem območju EU pa naj bi se nezaposlenost do 2018 znižala kar na 7,7 % (UMAR, 2017).

3 ANALIZA POSLOVANJA

Analizirala bom konsolidirane računovodske izkaze skupine Salus za poslovna leta 2013–2016. Najprej bom opisala strukturo zaposlenih in tveganja, o katerih poročajo. Nato bom analizirala, kako so donosni posamezni segmenti, na katere skupina deli svoje poslovanje. Za tem se bom posvetila bilanci stanja, preverila bom, kaj med sredstvi in obveznostmi izkazuje skupina, kako jih vrednoti in do kakšnih bistvenih sprememb je prišlo v zadnjih štirih letih poslovanja. Enako bom analizirala tudi poslovni izid, kako so se skozi obdobja gibali prihodki, nabavna vrednost materiala in podobno. V zadnjem delu analize bom s pomočjo kazalnikov poslovanja preverila, kako uspešno posluje podjetje. Cilj analize je pridobiti čim več koristnih informacij, ki mi bodo v pomoč, da ocenim, kako dobro posluje podjetje in kakšno poslovanje je pričakovati v prihodnje.

Skupina Salus zaposluje 160 oseb, od tega 147 v družbi Salus, Veletrgovina d.o.o. Od 147

zaposlenih je bilo 66 % žensk in 34 % moških. Povprečna starost je 42 let, delovna doba pa 20 let, od tega 11 v veletrgovini Salus. Največ delavcev ima srednjo in visoko izobrazbo (Konsolidirano letno poročilo skupine Salus, 2016). Tveganja, o katerih poročajo, so obrestno tveganje, katerega obravnavajo kot zanemarljivega. Prejeti kredit je sklenjen z obrestno mero 3-mesečni Euribor. Večino blaga tako kupujejo kot prodajajo na domačem trgu oziroma evro območju, zato tudi valutnemu tveganju ne posvečajo preveč pozornosti. Kot pomembno tveganje ocenjujejo cenovno tveganje pri prodaji. Posegi države v poslovanje in postavljanje prodajnih marž ter ostalih pogojev so vedno večji. Skupina do sedaj nima pomembnejših kopičenj kreditnega tveganja. Navajajo, da poslujejo s priznanimi kreditno sposobnimi tretjimi osebami. Pred izvedbo posla preverijo kreditne sposobnosti kupca v skladu z internimi predpisi. Vzpostavljen imajo interni sistem spremljanja kreditnega tveganja, s katerim spremljajo posameznega kupca, tako da si zanj vzpostavijo limite zapadlih in nezapadlih terjatev. Likvidnostno tveganje spremlja finančna služba, vzpostavljene imajo kratkoročne, srednjeročne in dolgoročne načrte likvidnosti. Presežke denarnih sredstev plasirajo v likvidne netvegane naložbe in bančne depozite (Konsolidirano letno poročilo skupine Salus, 2016).

Po podatkih brskalnika Gvin ima podjetje Salus, Ljubljana d.d. bonitetno oceno B2, kar pomeni, da dobro posluje, v prihodnje imajo napovedano stabilno rast. Podjetje nima večjih likvidnostnih težav, imajo pa slabšo donosnost. Dinamična ocena je ++. Dejavnost subjekta je po tej oceni manj tvegana. V zadnjih letih ni podatka o blokadah in v zadnjem letu ni podatkov o novih tožbah (Gvin, 2017).

3.1 ANALIZA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV

3.1.1 Analiza bilance stanja

Analizirala sem konsolidirano bilanco stanja in poslovni izid skupine Salus, in sicer za obdobje 2013–2016.

Tabela 4: Prikaz navpične analize sredstev za obdobje 2013–2016, v odstotkih

	2013	2014	2015	2016
Delež dolgoročnih sredstev v celotnih sredstvih	50,0	47,0	44,6	39,9
Delež neopredmetenih sredstev v celotnih sredstvih	2,6	2,5	3,0	3,5
Delež opredmetenih sredstev v celotnih sredstvih	37,2	36,5	34,3	30,7
Delež dolgoročnih finančnih naložb v celotnih sredstvih	2,6	1,8	1,4	0,8
Delež naložbenih nepremičnin v celotnih sredstvih	7,5	6,1	5,6	4,3
Delež dolgoročnih poslovnih terjatev v celotnih sredstvih	0,2	0,1	0,2	0,6
Delež kratkoročnih sredstev v celotnih sredstvih	50,0	53,0	55,4	60,1
Delež zalog v celotnih sredstvih	17,2	19,3	22,7	19,9
Delež kratkoročnih poslovnih terjatev v celotnih sredstvih	24,0	25,5	22,6	26,2
Delež kratkoročnih finančnih naložb v celotnih sredstvih	0,2	0,3	0,2	0,5

Vir: Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

Tabela 4 prikazuje delež posamezne vrste sredstev glede na celotna sredstva skupine. Razberemo lahko, da je imela skupina v letu 2016 med celotnimi sredstvi 40 % dolgoročnih in 60 % kratkoročnih sredstev. Med dolgoročnimi sredstvi je bilo 34 % osnovnih sredstev. Delež osnovnih sredstev se je glede na poslovno leto 2015 zmanjšal za tri odstotne točke. Absolutna vrednost dolgoročnih sredstev je v letu 2016 znašala 26.648.084 €. Absolutna vrednost neopredmetenih sredstev je v letu 2016 znašala 3.236.308 €, opredmetenih osnovnih sredstev pa 28.176.242 €. Med neopredmetenimi sredstvi podjetje izkazuje blagovno znamko Algea, ki so jo pridobili s prevzemom družbe Carso d.o.o. preostala vrednost pa so premoženjske pravice za uporabo računalniških programov (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

Med naložbenimi nepremičninami so naložbe, ki jih dajejo v poslovni najem, v letu 2016 so predstavljale 4,3 % celotnih sredstev. Opaziti je, da se je skozi zadnja štiri leta njihova vrednost vsako leto zmanjšala, v obdobju 2015–2016 so naložbe slabili za 0,7 milijona €, vrednost je bila tako v letu 2016 za 17 % nižja, znašala je 3.939.134 €. Pošteno vrednost so določili na podlagi pričakovanih prihodnjih najemnin (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

Dolgoročne finančne naložbe so v letu 2016 predstavljale 0,81 % vseh sredstev oziroma 750.645 €. Med naložbenimi nepremičninami izkazujejo finančne naložbe razpoložljive za prodajo, sem spadajo delnice, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, finančne naložbe v posesti do zapadlosti, dolgoročna posojila in druge naložbe. Med drugimi naložbami izkazujejo obveznice Save (SAO3), med dolgoročnimi posojili izkazujejo posojila, dana tretjim osebam, posojila so zavarovana z zastavno pravico na nepremičninah. Skupina finančnim naložbam, razpoložljivim za prodajo, vrednost določa na podlagi borznega tečaja, torej po

prvem nivoju vrednotenja. Vsem ostalim finančnim naložbam pošteno vrednost določajo po tretjem nivoju (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

Zaloge so se iz 2014–2015 povečale za 20 %, iz 2015–2016 pa zopet zmanjšale za 6 %. Ocenjena čista iztržljiva vrednost zalog je v letu 2015 za 12,5 % presegla knjigovodsko vrednost zalog. V 2016 pa je bil iztržljivi presežek za 14 % višji od knjigovodskega. Absolutna knjigovodska vrednost je v letu 2016 znašala 18.249.869 €, čista iztržljiva vrednost pa 21.859.306 €. Zaloge se vrednotijo po izvorni oziroma čisti iztržljivi vrednosti, in sicer po manjši izmed njiju, zmanjšujejo pa po metodi FIFO (angl. *first in first out*) (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

V obdobju 2015–2016 so se za 24 % povečale tudi kratkoročne terjatve, to je povzročilo predvsem povečanje terjatev do kupcev na domačem trgu. Terjatve do domačih kupcev v letu 2016 predstavljajo 94 % vseh terjatev. Skupina je v letu 2015 skupno beležila preko 6,4 milijonov € zapadlih terjatev, konec leta 2016 pa več kot 7,1 milijonov €. V obdobju 2015–2016 so se zmanjšale zapadle kratkoročne poslovne terjatve do trideset dni. Terjatve, zapadle od 90–150 dni, so se povečale za trinajstkrat, zapadle nad 150 dni pa za osemkrat. Absolutna vrednost terjatev je v letu 2016 znašala 24.036.203 €. Terjatve niso zavarovane (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

Tabela 5: Prikaz navpične analize obveznosti do virov sredstev za obdobje 2013–2016, v odstotkih

	2013	2014	2015	2016
Delež kapitala v celotnih obveznostih do virov sredstev	58,68	58	56,67	53,18
Dolgoročne obveznosti	0,69	1,15	1,08	1,10
Kratkoročne obveznosti	40,61	40,83	41,93	45,70
Kratkoročne finančne obveznosti	0,26	1,02	1,49	1,06
Kratkoročne poslovne obveznosti	40,23	39,53	40,29	43,92

Vir: Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

Tabela 5 prikazuje, kolikšen delež posamezna pasivna postavka bilance stanja predstavlja v celotnih obveznostih do virov sredstev. Pri analizi sem ugotovila, da je do izstopajočih sprememb prišlo pri rezervah, nastalih zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti. Te so se v obdobju 2014–2015 bistveno zmanjšale. Iz pozitivne vrednosti 28.642 € so prešle na negativno vrednost v višini 10.062 €. V obdobju 2015–2016 pa se je negativna vrednost za polovico zmanjšala. Sprememba je nastala zaradi prevrednotenja finančnih naložb, razpoložljivih za prodajo, in aktuarskih dobičkov za odpravnine in jubilejne nagrade (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

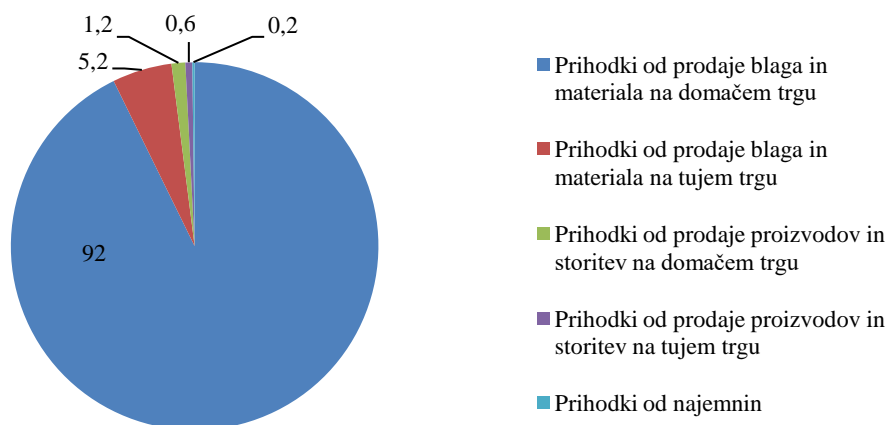
Skupina izkazuje rezervacije za tožbe. Nastopa kot tožena stranka. Skupina je bila obtožena cenovnega dogovarjanja s podjetjem Kemofarmacija. Odvetniška družba ocenjuje, da je verjetnost za plačilo zneska manj kot –50% (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

V obdobju 2014–2015 so se za 48 % povečale kratkoročne finančne obveznosti, iz 2015–2016 pa zopet zmanjšale za 23 %. 31. 12. 2016 je absolutna vrednost dolgoročnih finančnih obveznosti znašala 256.325 €. Podjetje ima najeta posojila, ki so zavarovana s hipoteko. V obdobju 2015–2016 so se za 8 % povečale kratkoročne obveznosti do dobaviteljev na domačem trgu ter za 18 % do dobaviteljev na tujem trgu. Skupno so se kratkoročne obveznosti iz poslovanja povečale za 17 % na dan 31. 12. 2016. Absolutna vrednost je 40.360.615 €, od tega 16.037.680 € domačih dobaviteljev, 19.507.587 € pa do tujih dobaviteljev (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

3.1.2 Analiza poslovnega izida

Skupina v pojasnilih računovodskih izkazov prihodke deli na prihodke od prodaje blaga in materiala na tujem in domačem trgu ter prihodke od prodaje proizvodov in storitev na domačem in tujem trgu in prihodke od najemnin.

Slika 2: Prikaz prihodkov od prodaje za leto 2016, v odstotkih



Vir: Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2016, 2017.

Slika 2 prikazuje strukturo prihodkov od prodaje. Največji del čistih prihodkov prodaje predstavljajo prihodki od prodaje blaga in materiala na domačem trgu, ti so v letu 2016 predstavljali 92 % čistih prihodkov od prodaje. 5,2 % čistih prihodkov prodaje predstavljajo prihodki od prodaje blaga in materiala na tujem trgu, 1,2 % prihodki od prodaje proizvodov in storitev na domačem trgu, 0,6 % prihodki od prodaje proizvodov in storitev na tujem trgu in 0,2 % prihodki od najemnin. Čisti prihodki od prodaje so v letu 2015 znašali 199.954.530 €, v letu 2016 pa 220.062.092 € (Salus, Konsolidirana letna

poročila skupine Salus, 2013–2016).

Prihodki od prodaje blaga in materiala na domačem trgu, ki bi jih izpostavila za najpomembnejše, so v obdobju 2012–2016 rasli za 5,7 %, –1,7 %, 4,3 % in 11,9 %, v povprečju za 5,05% (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

Tabela 6: Navpična analiza izkaza poslovnega izida za obdobje 2013–2016, v odstotkih

Čisti prihodki od prodaje	100	100	100	100
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	91,975	91,565	92,514	93,239
Kosmati poslovni izid	8,025	8,435	7,486	6,761
Stroški prodaje z amortizacijo	3,382	3,671	3,327	2,872
Stroški splošnih dejavnosti	2,797	3,118	2,198	2,125
Drugi poslovni prihodki	0,091	0,935	0,035	0,154
Drugi poslovni odhodki	0,019	0,049	0,002	0,108
Poslovni izid iz poslovanja	1,918	2,531	1,994	1,811
Finančni prihodki	0,168	0,337	0,099	0,192
Finančni odhodki	0,538	0,300	0,131	0,051
Poslovni izid iz rednega delovanja	1,548	2,569	1,962	1,952
Drugi prihodki	0,001	0,001	0,002	0,001
Drugi odhodki	0,000	0,000	0,007	0,114
Poslovni izid pred obdavčitvijo	1,548	2,570	1,956	1,838
Davek od dobička	0,355	0,381	0,341	0,307
Odložen davek	0,084	(0,051)	0,023	(0,001)
Čisti poslovni izid	1,278	2,138	1,639	1,531

Vir: Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

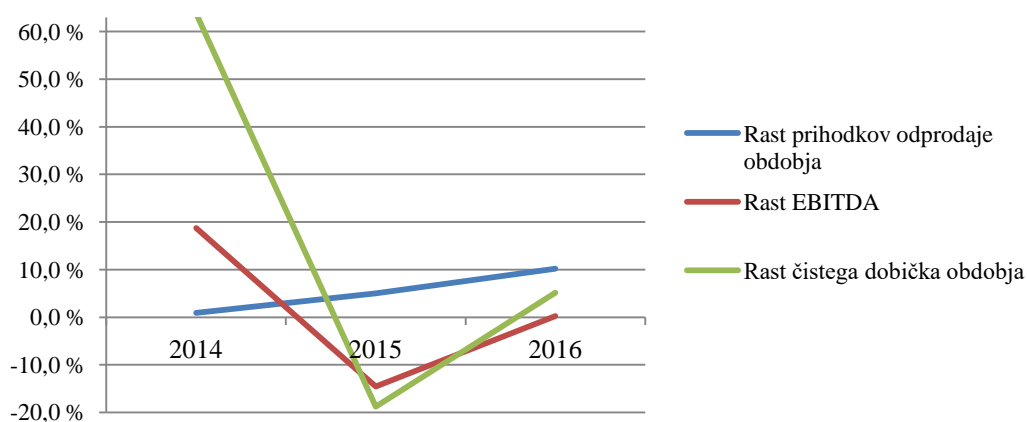
Tabela 6 prikazuje strukturo izkaza poslovnega izida. Čisti prihodki od prodaje so v letu 2016 znašali 220.062.092 €, nabavna vrednost prodanega blaga in materiala 205.183.027 €, stroški prodaje in amortizacije 6.319.527€, stroški splošnih dejavnosti pa 4.676.416 €. Drugi poslovni prihodki so v letu 2016 znašali 339.468 €. Skupina med drugimi poslovnimi prihodki izkazuje odprave rezervacij za jubilejne nagrade in odpravnine. Drugi poslovni prihodki so izstopali predvsem v letu 2014 zaradi prodaje nepremičnin. Drugi poslovni odhodki so vsa obravnavana obdobja nastali zaradi prevrednotenja terjatev.

Podjetju največje stroške po naravnih vrstah predstavljajo stroški storitev ter stroški plač. Absolutna vrednost stroškov po naravnih vrstah je v letu 2016 znašala 10.995.943 €, od tega so 3.157.491 € predstavljali stroški storitev in 5.123.313 € stroški plač. Stroški storitev so se v obdobju 2015–2016 zmanjšali za 8 %. Stroški plač pa so se povečali za 5,3 %. Skupaj so se stroški po naravnih vrstah zmanjšali za manj kot 1 % (Salus, Konsolidirana

letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

Drugi odhodki so se v letu 2016, glede na preteklo leto, za enkrat povečali zaradi dodatnega plačila davka od dohodka pravnih oseb po davčnem inšpekcijskem nadzoru za leti 2013 in 2014. V poročilu poročajo, da pomembne obsege poslovanja predstavljajo posli, ki se izvajajo znotraj skupine Salus. Pri tem upoštevajo Mednarodne računovodske standarde 24 in posle opravljajo pod primerljivimi tržnimi pogoji. Omenila bi še, da podjetje ne poroča o izvenbilančnih poslih (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

Slika 3: Rast postavk poslovnega izida



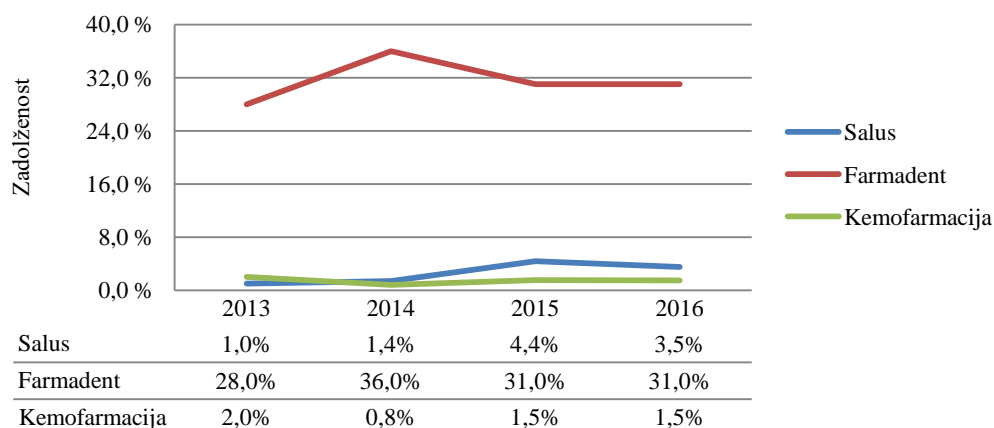
Vir: Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

Slika 3 prikazuje rast prihodkov od prodaje, rast dobička iz poslovanja pred amortizacijo (v nadaljevanju EBITDA) in rast čistega dobička. V letu 2014 je opaziti zelo slabo rast prihodkov od prodaje, ne glede na to se je čisti dobiček zelo povečal. Vzrok, da je čisti dobiček v letu 2014 ne glede na slabo rast prihodkov tako zrasel, so predvsem drugi poslovni prihodki, ki so nastali zaradi prodajaje najemnin. V letu 2015 je bila rast prihodkov od prodaje nekoliko višja, dobiček pa se je glede na preteklo leto zmanjšal. Razlog je predvsem zmanjšanje drugih poslovnih prihodkov in povečanje nabavne vrednosti prodanega blaga in materiala. Čisti prihodki od prodaje so se letu 2016 povečali za 10 %. V primerjavi s povečanjem prihodkov se je čisti poslovni izid v enakem obdobju povečal za 2,8 % (Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

3.2 Kazalniki uspešnosti poslovanja

Izračunala sem kazalnike financiranja, kazalnike plačilne sposobnosti, gospodarnosti in kazalnike donosnosti. Za boljšo predstavbo, kako dobro posluje podjetje, sem jih primerjala še z dvema podjetjema, ki skupini na slovenskem trgu predstavljata največjo konkurenco, to sta podjetje Farmadent d.o.o. in Kemofarmacija d.d.

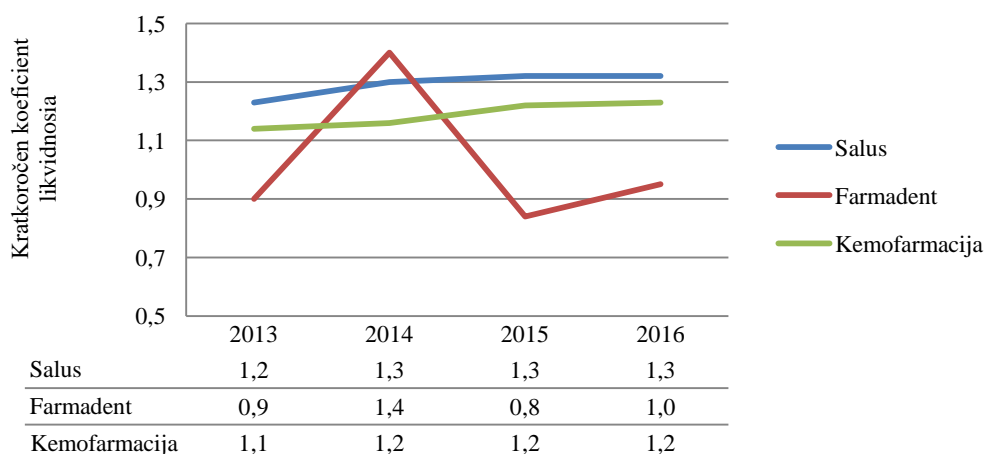
Slika 4: Kazalnik financiranja (finančni dolg glede na celotne obveznosti do virov sredstev)



Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016, Gvin, 2017, in lastni izračuni.

Slika 4 prikazuje finančno zadolženost podjetji. Skupina Salus je imela v letu 2016 4% finančnih dolgov glede na celotne obveznosti do virov sredstev. Delež finančnega dolga se je skozi zadnja štiri leta poslovanja nekoliko povečal. V primerjavi s konkurenco je najbolj zadolženo podjetje Farmadent d.o.o.

Slika 5: Kazalnik plačilne sposobnosti (kratkoročni koeficient)

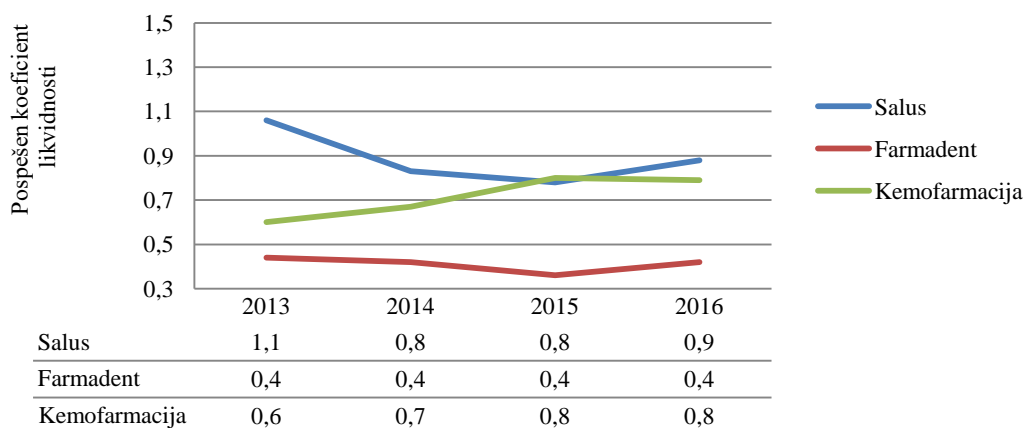


Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016, Gvin, 2017, in lastni izračuni.

Slika 5 prikazuje kratkoročen koeficient likvidnosti, ki kaže, ali je skupina sposobna poravnati kratkoročne dolgove. Če je vrednost kazalnika večja od ena, pomeni, da je vrednost likvidnih sredstev višja od kratkoročnih dolgov podjetja. S slike je razvidno, da je bila skupina Salus v preteklih obdobjih sposobna poravnati svoje kratkoročne dolgove. Vrednost likvidnih sredstev je skupini v zadnjih letih poslovanja rasla in bila vsa obravnavana obdobja višja od kratkoročnih dolgov. Tudi Kemofarmacija d.d. je bila likvidno sposobna, medtem ko je imela družba Farmadent d.o.o. večinoma vrednost dolgov

višjo od likvidnih sredstev.

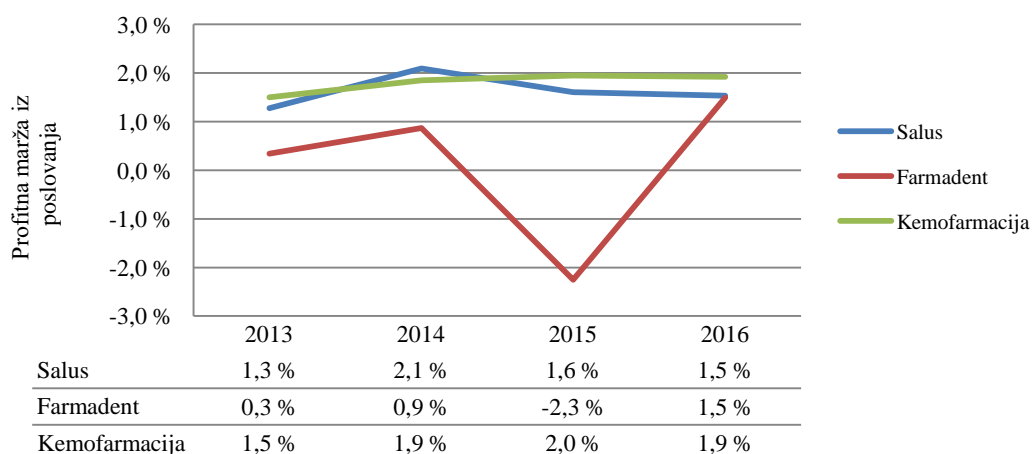
Slika 6: Kazalnik plačilne sposobnosti (pospešeni koeficient)



Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016, Gvin, 2017, in lastni izračuni.

Slika 6 prikazuje pospešen kazalnik likvidnosti. Pri pospešenem kazalniku iz števca izločimo zaloge. Opaziti je, da je bila skupina Salus v 2013 dovolj likvidna, da poravna vse svoje kratkoročne obveznosti, v zadnjih treh letih pa je kazalnik nižji od ena. Vrednost obveznosti je nekoliko višja, kot vsa kratkoročna sredstva brez zalog. Z vidika tega kazalnika so bila večinoma vsa podjetja kratkoročno plačilno nesposobna.

Slika 7: Kazalnik dobičkonosnosti (profitna marža iz poslovanja)

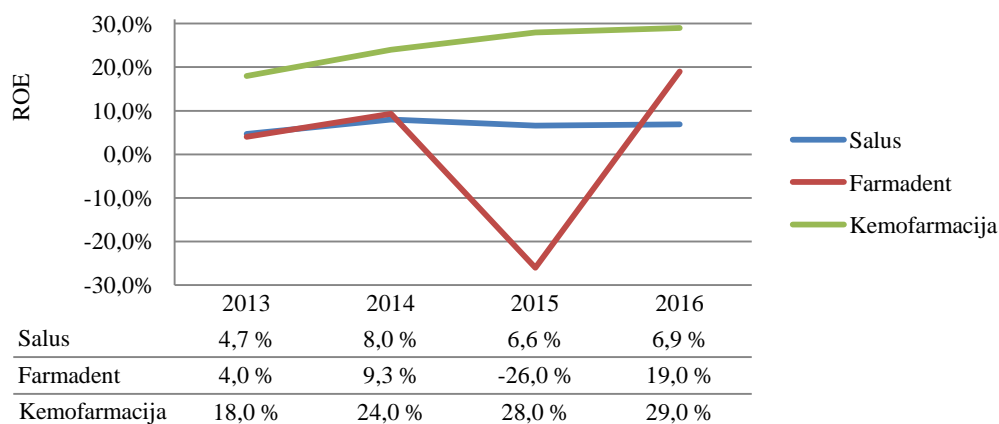


Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016, Gvin, 2017, in lastni izračuni.

Slika prikazuje profitne marže posameznega poslovnega subjekta. Profitna marža nam pove, koliko čistega dobička podjetje ustvari na zaslužene prihodke iz poslovanja. Iz izračunanih kazalnikov je razvidno, da je skupina Salus najbolj uspešno poslovala v letu

2014, sledita leti 2015 in 2016, najslabše pa v letu 2013. V primerjavi s konkurenco pri analizi tega kazalnika izstopa Farmadent d.o.o., ki ima najnižjo profitno maržo, v letu 2015 je bila celo negativna, saj so poslovali z izgubo.

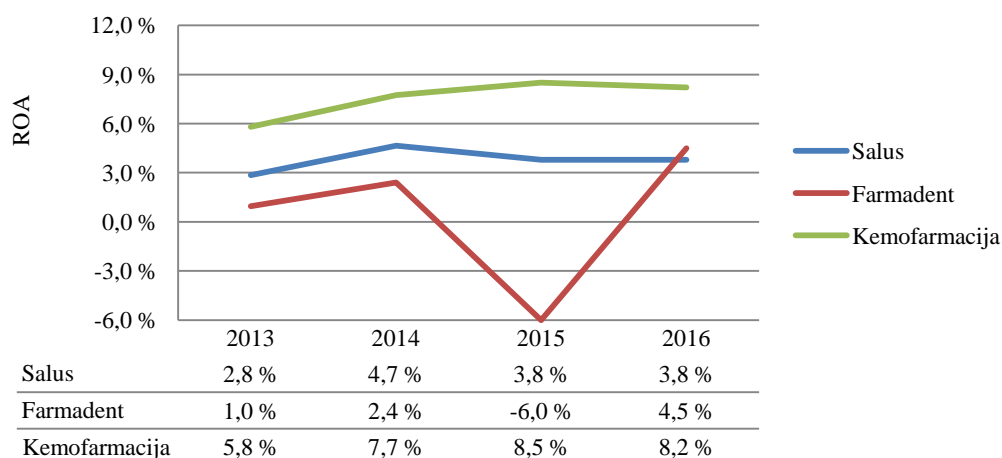
Slika 8: Kazalnik dobičkonosnosti (čista dobičkonosnost kapitala)



Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016, Gvin, 2017, in lastni izračuni.

Čista dobičkonosnost kapitala je za skupino Salus v letu 2016 znašala 6,9 %, kar pomeni, da skupina na 1 € vloženega kapitala ustvari 0,069 € čistega dobička. V letu 2015 je bil kazalec nižji za 0,3 odstotne točke. Pri presoji uspešnosti, na podlagi tega kazalnika, je dobro upoštevati tudi zadolženost podjetja, saj je v primeru velike zadolženosti tudi čista dobičkonosnost kapitala velika. Zadolženost subjektov je prikazana s Sliko 4. V doseganju čiste dobičkonosnosti kapitala izstopa predvsem Kemofarmacija d.d., a je tudi bistveno bolj zadolžena kot skupina Salus, kar ji povečuje vrednost kazalnika.

Slika 9: Kazalnik dobičkonosnosti (čista dobičkonosnost sredstev)



Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016, Gvin, 2017, in lastni izračuni.

Čista dobičkonosnost sredstev je v letu 2016 za skupino Salus znašala 3,8 %. Kar pomeni, da skupina za 1 € vloženih sredstev zasluži 0,038 € čistega dobička. Kazalec je glede na predhodno leto enak. Najboljšo dobičkonosnost sredstev dosega Kemofarmacija d.d.

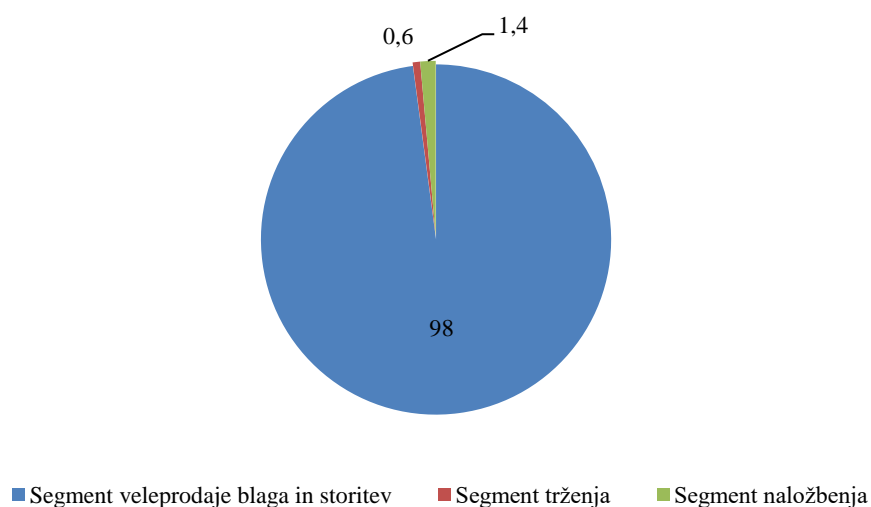
Iz celotne analize kazalnikov sklepam, da skupina Salus in Kemofarmacija d.d. poslujeta najbolj dobičkonosno. Iz vidika finančne sposobnosti gre najbolje skupini Salus in Kemofarmaciji d.d. Skupina Salus ima tudi najboljšo kratkoročno likvidnost, sledita ji Kemofarmacija d.d. in nato Farmadent d.o.o.

3.3 Poročanje po segmentih

Podjetje poroča o treh segmentih: dejavnosti holdinga in naložbenja, dejavnost veleprodaje in storitev ter dejavnost trženja. Najbolj donosen je segment veleprodaje in storitev z več kot 216 milijonov € realiziranih prihodkov v letu 2016. Sledi dejavnost holdinga in naložbenja, s katero so v letu 2016 realizirali več kot tri milijone €. Z dejavnostjo trženja so v letu 2016 ustvarili 1,5 milijona € prihodkov. V letu 2016 je segment veleprodaje in storitev realiziral poslovni izid v višini 3,6 milijonov €, dejavnost trženja 0,3 milijona €, segment holdinga in naložbenja pa je, tako v letu 2015 kot 2016, ustvaril izgubo. V letu 2015 je bila izguba 34.846 €, v letu 2016 pa 69.654 € (Konsolidirana letna poročila skupine Salus, 2013–2016).

Največ sredstev skupina investira v segment veleprodaje, sledi segment holdinga in naložbenja, najmanj pa v dejavnost trženja.

Slika 10: Prikaz prihodkov od prodaje posameznega segmenta za predhodna tri leta poslovanja, v odstotkih



Vir: Salus, Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2016, 2017.

Slika 10 prikazuje prihodke od prodaje za posamezen segment. Kot sem že zgoraj omenila, lahko opazimo bistveno razliko med prihodki od prodaje po posameznem segmentu. Skupina največ prihodkov od prodaje ustvari z dejavnostjo veleprodaje in storitev.

4 VREDNOTENJE PO MODELU PRIHODNIH DENARNIH TOKOV

Podjetje sem vrednotila po modelu diskontiranih denarnih tokov. To je donosnostni način vrednotenja. Vrednost sem ocenila tako, da sem napovedala prost denarni tok podjetju (angl. *Free cash Flow to the Firm*), (v nadaljevanju FCFF), ki bo v prihodnje rasel z določeno stopnjo rasti. Kot diskontno stopnjo sem uporabila tehtano povprečje stroškov kapitala in dolga (angl. *weighted average cost of capital*), (v nadaljevanju WACC).

$$PV \text{ podjetja} = \frac{(FCFF_1)}{(1+WACC)} + \frac{(FCFF_2)}{(1+WACC)^2} + \frac{(FCFF_3)}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{(FCFF_n)}{(1+WACC)^n} + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC-g)} \frac{1}{(1+WACC)^n} \quad (1)$$

Kjer je:

n	obravnavano število let
$FCFF_n$	denarni tok v obravnavanem obdobju
$WACC$	tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala in dolga
g	stopnja rasti v neskončnost

Vir: Pratt, P., Reilly, F. P., Schweis, R. P., Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company, 2000.

Izračun vrednosti je prikazan z enačbo (1). Dobljen rezultat sem popravila še za finančne obveznosti, finančne naložbe in presežek denarja ter vrednost delila s številom delnic.

4.1 Prost denarni tok podjetju

Za izračun FCFF sem uporabila dobiček iz poslovanja pred davki, ki sem ga popravila za nedenarne postavke in nato odštela investicije v osnovna ter obratna sredstva. FCFF torej predstavlja denar, ki ga je družba ustvarila po tem, ko je določen del prihodkov namenila ohranitvi sredstev oziroma morebitnemu širjenju poslovanja. V primerjavi z navadnim dobičkom nam poda bistveno boljši podatek, kako uspešno podjetje posluje. Namenjen je izplačilu dividend, nakupu lastnih delnic ali širjenju podjetja. Če se ne uporabi za nič od naštetega, ostane v bilanci stanja in povečuje knjigovodsko vrednost kapitala.

Enačba za izračun je:

$$FCFF = EBIT \times (1 - t) + AM - CAPEX - \Delta NWC \quad (2)$$

Kjer je:

<i>EBIT</i>	dobiček iz poslovanja
<i>t</i>	davčna stopnja
<i>AM</i>	amortizacija
<i>CAPEX</i>	(angl. <i>capital expenditure</i>) investicije v osnovna sredstva
<i>NWC</i>	(angl. <i>net working capital</i>) sprememba obratnega kapitala
<i>t</i>	efektivna davčna stopnja

Vir: Pratt, P., Reilly, F. P., Schweis, R. P., Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 2000.

Prihodnje denarne tokove sem pričela ocenjevati na podlagi analize bilance stanja, poslovnega izida in pojasnil računovodskih izkazov za pretekla poslovanja. Menim, da je prihodnje poslovanje skupine stabilno, saj je panoga, v kateri poslujejo pomembna za skupno družbeno dobro. To je opaziti tudi iz rasti prihodkov v času krize. Povprečni prihodki so se v obdobju 2008–2012 povečali za 2,8 %. Menim, da bodo čisti prihodki od prodaje v prihodnje rasli, povprečna rast v obdobju 2013–2016 je bila 5,05 %. Prav tako sem preverila, kako se je gibal nabavna vrednost prodanega blaga in materiala. Opaziti je, da je nabavna vrednost v posameznem obdobju ponavadi zrasla za nekoliko več kot čisti prihodki od prodaje. Stroški po naravnih vrstah so se v preteklih obdobjih gibal sorazmerno. Prav tako so bili dokaj sorazmerni drugi poslovni prihodki in drugi poslovni odhodki.

Izračun sem pričela z napovedjo poslovnega izida iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT). Poslovni izid v obdobju 2014 sem prilagodila za druge poslovne prihodke, saj so bili zaradi prodaje nepremičnin bistveno večji kot ostala leta. Nato sem izračunala povprečno rast EBIT skozi obravnavana obdobja in na njegovi podlagi določila, kako naj bi EBIT rasel v prihodnje. Izračun je prikazan med prilogami (Priloga 3), ocenjena povprečna rast je 3,4%.

Na enak način sem napovedala tudi investicije v obratna in osnovna sredstva. Zneske investicij sem dobila tako, da sem izračunala povprečen delež investicij v osnovna sredstva, glede na celotne prihodke obdobja, in povprečen delež investicij v obratna sredstva, glede na celotne prihodke posameznega obravnavanega obdobja. Povprečno stopnjo investicij sem pomnožila s predvidenimi prihodki od prodaje in napovedala zneske za prihodnja obdobja. Izračuni investicij za pretekla obdobja so prikazani med prilogami (Priloga 4 in 5), napoved prihodnjih investicij pa prikazuje Priloga 6.

Amortizacijo sem prilagodila predvidenim investicijam v osnovna sredstva. Pri izračunu sem upoštevala tudi tožbe, kjer nastopajo kot tožena stranka. Verjetnost nastanka tožbe iz

leta 2014, v višini 624.799 €, odvetniška družba, ki vodi postopek ocenjuje manj kot 50 % verjetno. Vseeno se mi je zdelo primerno upoštevati del zneska tožbe v prihodnjih denarnih tokovih. Od celotnega zneska 624.799 € tožbe sem upoštevala 5 %, zneska in ga odštela pri računanju čistega denarnega toka podjetju v letu 2017. Druga tožba o kateri poročajo je nastala leta 2013. S strani Javne agencije za preprečevanje konkurence so obtoženi cenovnega dogovarjanja s konkurenti. Za tožbo skupina ni imela knjiženih rezervacij. Po mnenju odvetniške družbe ene od obtoženih strank, v tej fazi ni mogoče predvideti zneska kazni. Navajajo le, da zakon določa maksimalno globo v višini 10 % letnega prometa družbe iz preteklega poslovnega leta. Za promet se vzame tisti del dejavnosti iz katerega je nastala kršitev (v tem primeru trg dobave zdravil). Glede na to, da prej še niso bili obtoženi podobnih kršitev, ni nujno, da bo globa maksimalna, prav tako pa za enkrat ni očitnih olajšav, ki bi doprinesle družbam (Letno poročilo podjetja Farmadent d.o.o., 2016). Ker se je v primeru druge tožbe izkazalo, da so res kršili zakon sem pri napovedi upoštevala 10 % prihodkov od prodaje zdravil skupine Salus v letu 2012 in jih odštela od prostega denarnega toka podjetju v letu 2017. Ker predvidevam, da bo skupina poslovala tudi po obravnavanem obdobju sem izračunala še rast v neskončnost. Izračunala sem jo na podlagi zadržanih dobičkov in kazalnika čiste dobičkonosnosti kapitala. Izračun je prikazan med prilogami (Priloga 7), predvidena rast, ki sem jo uporabila, je 0,8 %. Tako sem prišla do prostega denarnega toka podjetju in ga s tehtanim stroškom kapitala diskontirala na sedanjo vrednost.

4.2 Tehtano povprečje stroškov kapitala

Za diskontno stopnjo sem uporabila WACC. Kot sem že zgoraj omenila, WACC predstavlja tehtano povprečje stroškov kapitala in dolga. Sestavljen je iz stroška dolga in stroška kapitala.

$$WACC = k_D (1 - t) \frac{D}{V} + k_E \frac{E}{V} \quad (3)$$

Kjer je:

E	vrednost lastniškega kapitala
D	vrednost dolga
V	vrednost celotnih obveznosti do virov sredstev
k_D	strošek dolga
k_E	strošek lastniškega kapitala
t	efektivna davčna stopnja

Vir: Pratt, P., Reilly, F. P., Schweis, R. P., Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company, 2000.

4.2.1 Strošek dolga

Strošek dolga sem dobila tako, da sem izračunala, kolikšen delež plačane obresti predstavljajo v povprečnih finančnih obveznostih. Dobljen delež stroška obresti sem množila davčnim ščitom, in dobila povprečno obrestno mero. Davčni ščit sem dobila tako, da sem od 100% odštela davek od dohodka pravnih oseb RS. Povprečno obrestno mero sem nato množila še z davčnim ščitom efektivne davčne stopnje in dobila strošek dolga. Izračun je prikazan med prilogami (Priloga 3). V izračunu sem uporabila podatke konsolidiranih letnih poročil za skupino Salus. Pri prvi davčni stopnji sem uporabila davek od dohodka pravnih oseb RS za obravnavano obdobje. Efektivna davčna stopnja pa predstavlja razmerje med davkom od dobička posameznega obdobja in dobička pred upoštevanimi davki. Iz tabele je razvidno, da je strošek dolga v letu 2013 nižji kot ostala leta. Preverila sem plačane obresti tudi za obdobja pred letom 2013 in ugotovila, da so večinoma enake kot v letih 2014, 2015 in 2016, zato bom v nadaljnjem izračunu izhajala iz stroška dolga obdobja po letu 2013.

4.2.2 Strošek lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala sem izračunala po (angl. *capital asset pricing model*) CAPM modelu. Seštela sem zahtevan donos za netvegano naložbo ter pribitek na kapitalsko tveganje lastniške naložbe, pomnožen z beta koeficientom (β).

$$r_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (4)$$

Kjer je:

r_e	ocenjen donos lastniške naložbe
r_f	pričakovana stopnja donosa v netvegano naložbo
$(r_m - r_f)$	premija za tržno tveganje
β	mera za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja

Vir: Pratt, P., Reilly, F. P., Schweis, R. P., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 2000.

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1-t) \times \frac{D}{E}} \quad (5)$$

Kjer je:

β_u	(angl. <i>unlevered beta</i>), uravnovežen beta koeficient
β_l	(angl. <i>levered beta</i>), neuravnovežen beta koeficient
t	davčna stopnja davka od dohodka pravnih oseb
D	vrednost dolga
E	tržna vrednost lastniškega kapitala

Vir: Pratt, P., Reilly, F. P., Schweis, R. P., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 2000.

Tabela 7: Izračun stroška lastniškega kapitala

	Oznaka	Leto 2016
Netvegana stopnja donosa	R_f	3,125 %
Pribitek na kapitalno tveganje	ERP	7,09 %
Izračunana beta	β	0,61
OCENA ZAHTEVANEGA DONOSA ZA LASTNIŠKO NALOŽBO	R_e	7,37 %

Vir: Damodaran, 2017, in Ministrstvo za finance RS, 2017.

Tabela 7 prikazuje izračun ocene zahtevane donosnosti kapitala. Za netvegano stopnjo donosa sem uporabila slovensko državno obveznico, z rokom dospelja 28 let. Donos obveznice je 3,125 %. Beta koeficient sem našla na spletni strani Damodaran. Predstavlja tveganje, ki se mu z razpršitvijo naložb ni mogoče izogniti. Beta koeficient za nezadolženo podjetje za panogo znaša 0,60. Uporabila sem ga v enačbi (5) in tako dobila beta koeficient, preračunan na konkretno zadolženost skupine Salus, ki znaša 0,61. Opaziti je, da ne pride do bistvene spremembe. Razmerje med finančnimi obveznostmi in tržno vrednostjo kapitala je namreč 2 % zadolženosti in 98 % kapitala. Ocenjen strošek lastniškega kapitala je 7,37 %. Za primerjavo, po podatkih spletne strani Damodaran, je strošek lastniškega kapitala 7,79 % (Damodaran, 2017).

Tako sem na podlagi dobljenega stroška dolga in ocenjenega stroška lastniškega kapitala dobila oceno tehtanega povprečja stroškov kapitala.

Tabela 8: Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala

	Leto 2016
Strošek dolga	5,2 %
Strošek lastniškega kapitala	7,37 %
Davčni ščit	83 %
Delež lastniškega kapitala	98 %
Delež dolžniškega kapitala	2 %
WACC	8,08 %

Vir: Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016, Damodaran, 2017, in lastni izračuni.

Tabela 8 prikazuje izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (v nadaljevanju WACC) za skupino Salus. Strošek dolga sem pomnožila z davčnim ščitom in deležem dolga, ki ga ima skupina v celotnih obveznostih do virov sredstev. Uporabila sem efektivno davčno stopnjo za leto 2016. K temu pa sem prištela še strošek lastniškega kapitala, pomožen z deležem lastniškega kapitala. Za primerjavo, po podatkih spletne strani Damodaran, je WACC 6,44 %, ob upoštevanju primernih zadolženosti.

4.3 Izračun vrednosti

Na podlagi preteklih izračunov prihodnjih denarnih tokov podjetju in povprečnega tehtanega stroška kapitala sem izračunala vrednost delnice.

Tabela 9: Napoved denarnega toka podjetju (vrednosti v EUR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Prilagojeni poslovni izid iz poslovanja (EBIT*(1-T))	3.460.558	3.578.217	3.699.877	3.825.673	3.955.746	4.090.241
Amortizacija	910.752	961.299	1.014.651	1.070.964	1.130.403	1.186.923
Ocenjeni zneski poravnave tožb	(15.712.012)					
Sprememba obratnega kapitala	(179.779)	(189.757)	(200.288)	(211.404)	(223.137)	(235.408)
Investicije v osnovna sredstva	(910.694)	(961.238)	(1.014.587)	(1.070.896)	(1.130.331)	(1.186.923)
Denarni tok celotnemu kapitalu	(12.431.231)	3.388.461	3.499.589	3.614.269	3.732.610	3.854.832
Tehtani strošek kapitala	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %	8,08 %
Diskontni faktor	0,9251	0,8558	0,7916	0,7323	0,6774	0,6774
Sedanja vrednost denarnih tokov	(11.501.879)	2.900.761	2.771.922	2.648.739	2.530.963	
Vsota sedanje vrednosti denarnih tokov obravnavanega obdobja	(649.495)					
Sedanja vrednost preostale vrednosti	36.191.616					
Celotna sedanja vrednost	35.542.121					
Finančne obveznosti	1.231.106					
Finančne naložbe in presežek denarnih sredstev	13.282.864					
Število delnic	100.919					
Ocenjena vrednost delnice	471					

Vir: Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

Tabela 15 prikazuje izračun prostega denarnega toka. Prost denarni tok podjetju sem izračunala tako, da sem poslovni izid prilagodila za učinkovito davčno stopnjo. Stopnjo rasti

dobička iz poslovanja za obdobje 2017–2022 sem predvidela s 3,4%, stopnjo rasti v neskončnost pa z 0,8 %. Poslovni izid iz poslovanja sem nato popravila za amortizacijo, rezervacije in investicije v neto obraten kapital ter osnovna sredstva. Dobljeni znesek sem diskontirala na sedanjo vrednost. Pri diskontnem faktorju sem uporabila tehtan strošek kapitala, katerega izračun je pojasnjen v poglavju 3. Celotno sedanjo vrednost sem popravila za finančne obveznosti, finančne naložbe in denarna sredstva. Izračunana tržna vrednost kapitala je 47.593.879 €, če znesek delimo s številom vseh delnic podjetja Salus, Ljubljana d.d., dobimo ocenjen znesek ene delnice 471 €. Znesek je ocenjen na dan 31. 12. 2016. Po podatkih arhiva tečajne liste Ljubljanske borze pa je bila vrednost na dan 30. 12. 2016 419 € (Ljubljanska borza, 2017). Podatek za 31. 12. 2016 ni podan, je pa bila vrednost delnice 30. 12. 2016 enaka vrednosti na dan 3. 1. 2017, zato sklepam, da je bila tudi vrednost 31. 12. 2016 enaka 419 €.

4.3.2 Analiza občutljivosti

Z analizo občutljivosti sem preverila, do kakšnih odstopanj pride pri vrednosti ene delnice na dan 31. 12. 2016, če pride do odstopanj pri ocenjeni rasti v neskončnost ali odstopanj pri ocenjenem povprečnem tehtanem strošku kapitala in dolga.

Tabela 10: Analiza občutljivosti (vrednosti v EUR)

WACC	Rast v neskončnost					
	0,20 %	0,50 %	0,80 %	1,10 %	1,50 %	2,00 %
6,2 %	589	616	645	678	728	804
7,8 %	460	475	492	510	537	576
8,18 %	442	456	471	488	512	547
8,8 %	403	414	426	440	459	487
9,5 %	371	380	390	401	417	439
10,0 %	351	359	368	378	391	411

Vir: Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

Iz tabele 9 je razvidno, kako se spremeni predvidena vrednost delnice, če pride do odstopanj pri ocenjenem povprečnem tehtanem strošku kapitala in dolga (WACC) ali rasti v neskončnost.

SKLEP

Cilj moje zaključne naloge je bil čim bolj realno ovrednotiti vrednost delnice Salus, Ljubljana d.d. Vrednost sem izračunala z modelom diskontiranih denarnih tokov. Na podlagi pretekle analize poslovanja sem ocenila, kako naj bi se gibali prihodnji denarni tokovi v obdobju 2017–2021, kakšna bi naj bila rast v neskončnost in ocenila tehtan strošek kapitala. Ob predpostavki, da bo povprečen tehtan strošek kapitala v prihodnje 8,08

%, rast v neskončnost pa 0,8 %, sem prišla do vrednosti delnice 471 €. Vrednost je ocenjena na dan 31. 12. 2016. Oceno sem primerjala z tržno vrednostjo delnice na Ljubljanski borzi. Delnica Salus, Ljubljana d.d. (SALR), se je po podatkih arhiva tečajne liste Ljubljanske borze v enakem obdobju držala vrednosti 419 €.

Zaradi panoge, v kateri skupina posluje, menim, da je njihova prihodnost stabilna. Tudi tržna vrednost delnice je vedno večja. V primerjavi z indeksom SBITOP, ki je v letu 2016 dosegel donosnost 3,08 %, je bila donosnost delnice SALR bistveno višja, 22,22 % (Ljubljanska borza, 2017). Vseeno bi kot pomembno izpostavila tožbo, ki preti skupini, znašala naj bi okoli 10 % prihodkov od prodaje zdravil v letu 2012, kar bistveno zmanjša vrednost prostega denarnega toka podjetju v obravnavanem obdobju in vrednost delnice.

Ker sem delnico ocenila le z enim modelom vrednotenja, bi bilo pred končno nakupno odločitvijo dobro vrednost primerjati z oceno po metodi kakšnega drugega modela in vrednosti med sabo primerjati.

Pred začetkom pisanja zaključne naloge sem imela o vrednotenju le nekaj teoretičnega znanja, menim, da sem ga z nalogo dobro utrdila. Med izdelavo naloge sem se veliko naučila in ugotovila, da je za dobro napoved potrebno dosti praktičnega znanja in izkušenj.

LITERATURA IN VIRI

1. Salus d.d. (2013). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2012*. Ljubljana: Salus d.d.
2. Salus d.d. (2014). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2013*. Ljubljana: Salus d.d.
3. Salus d.d. (2015). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2014*. Ljubljana: Salus d.d.
4. Salus d.d. (2016). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2015*. Ljubljana: Salus d.d.
5. Salus d.d. (2017). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus 2016*. Ljubljana: Salus d.d.
6. Salus. (2017). *Predstavitev podjetja*. Najdeno 10. avgusta 2017 na spletnem naslovu: <http://www.salus.si/sl/podjetje/predstavitev>.
7. Kemofarmacija d.d. (2017). *Letno poročilo podjetja Kemofarmacija d.d. 2016* (interno gradivo). Ljubljana: Kemofarmacija d.d.
8. Farmadent d.o.o. (2017). *Letno poročilo podjetja Farmadent 2016* (interno gradivo). Ljubljana: Farmadent d.o.o.
9. Pratt, P., Reilly F. P., Schweis, R. P. (2000). *Valuing a Business. The Analysis & Appraisal of Closely Held Companies*. United States: McGraw-Hill.
10. Rajić, I. (2007). *Internacionalizacija podjetij v farmacevtski panogi* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. (2017). *Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2017*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
12. Statistični urad RS. (2017). *Število in sestava prebivalstva*. Ljubljana: Statistični urad RS.
13. Ministrstvo za finance RS. (2017). *Obrazložitev splošnega dela proračuna republike Slovenije za leto 2017*. Ljubljana: Republika Slovenija.
14. Damodaran. (2017). *Betas by sector*. Najdeno 15. avgusta 2017 na spletni strani <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
15. Damodaran, A. (2017). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Najdeno 15. avgusta 2017 na spletni strani http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
16. Bloomberg. (2017). *German Rates & Bonds*. Najdeno 15. avgusta 2017 na spletni strani <http://www.bloomberg.com/markets/rates/germany.html>
17. Gvin b.l. *Finančna analiza podjetja Kemofarmacija d.d.* (2017). Najdeno 15. avgusta 2017 na spletni strani: <http://www.gvin.com/GvinFipo/Pages/Company.aspx?Mode=GvinSI&App=GvinFipo2012SI&CompanyId=39127&CompanyDetailType=BalanceSheet&CompanyDetailSubType=BalanceSheet&Lang=sl-SI>.
18. Gvin b.l. *Finančna analiza podjetja Farmadent d.o.o.* (2017). Najdeno 15. avgusta

2017 na spletni strani:
<http://www.gvin.com/GvinFipo/Pages/Company.aspx?Mode=GvinSI&App=GvinFipo2012SI&CompanyId=114610&CompanyDetailType=BalanceSheet&CompanyDetailSubType=BalanceSheet&Lang=sl-SI>.

19. Republika Slovenija. Ministrstvo za finance. (2017). *Vrednostni papirji, obveznice*. Najdeno 15. avgusta 2017 na spletni strani http://www.mf.gov.si/si/delovna_podrocja/vrednostni_papirji/obveznice/predstavitev_obveznic/obveznica_rs76/#c4743

20. Ljubljanska borza. (2017). *Arhiv vrednosti VP in indeksov – aktivni*. Najdeno 10. avgusta 2017 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1298&date1=1.1.2016&date2=31.12.2016&SecurityId=SALR&IndexOrSecurity=%24SBITOP&x=29&y=5>

21. Zakon o lekarniški dejavnosti (ZLD-1). *Uradni list RS* št. 85/16.

22. Zakon o medicinskih pripomočkih (ZmedPri). *Uradni list RS*, 98/09.

23. Pravilnik o proizvodnji in prometu z medicinskimi pripomočki. *Uradni list RS*, št. 37/10.

24. Javna agencija RS za zdravila in medicinske pripomočke. (2016). *Opravljanje dejavnosti na področju medicinskih pripomočkov*. Ljubljana: Javna agencija RS za zdravila in medicinske pripomočke.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: Konsolidirana bilanca stanja skupine Salus za obdobje 2013–2016.....	1
PRILOGA 2: Konsolidiran izkaz poslovnega izida skupine Salus za obdobje 2013–2016..	2
PRILOGA 3: Izračun stroška dolga skupine Salus za obdobje 2013-2016.....	3
PRILOGA 4: Pretekla rast dobička iz poslovanja (EBIT)	3
PRILOGA 5: Izračun investicij v obratna sredstva skupine Salus za obdobje 2013–2016 ..	3
PRILOGA 6: Delež investicije v osnovna sredstva za obdobje 2013–2016.....	4
PRILOGA 7: Napoved investicij v obratna in osnovna sredstva skupine Salus za obdobje 2020–2022	4
PRILOGA 8: Izračun rasti v neskončnost	4

PRILOGA 1: Konsolidirana bilanca stanja skupine Salus za obdobje 2013–2016

Tabela 1: Konsolidirana bilanca stanja skupine Salus za obdobje 2013–2016 (vrednost v EUR)

	2013	2014	2015	2016
Dolgoročna sredstva	42.969.744	39.293.906	38.107.299	36.648.084
Neopredmetena sredstva	2.256.480	2.061.031	2.597.691	3.236.308
Opredmetena osnovna sredstva	31.932.057	30.550.926	29.367.916	28.176.242
Dolgoročne finančne naložbe	2.192.925	1.494.165	1.219.674	750.645
Naložbene nepremičnine	6.420.143	5.073.997,0	4.756.416	3.939.134
Dolgoročne poslovne terjatve	168.139	113.787	165.602	545.755
Kratkoročna sredstva	42.915.626	44.315.103	47.391.649	55.237.236
Zaloge	14.796.409	16.134.695	19.431.461	18.249.869
Kratkoročne poslovne terjatve	20.628.828	21.283.104	19.285.236	24.036.203
Kratkoročne finančne naložbe	150.400	224.895	202.138	448.479
Denarna sredstva	6.953.644	6.198.206	7.903.281	12.083.740
Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	386.345	474.203	569.533	418.945
Sredstva	85.885.366	83.608.970	85.498.949	91.885.321
Kapital	50.406.054	48.500.838	48.456.116	48.867.733
Vpoklicani kapital	470.707	421.128	421.128	421.128
Rezerve	7.164.399	7.214.340	7.231.652	7.232.154
Rezerve, nastale zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti	8.522	28.642	(10.062)	(5.922)
Preneseni čisti poslovni izid	40.352.587	36.772.330	37.625.923	37.851.738
Čisti poslovni izid poslovnega leta	2.409.839	3.947.167	3.187.475	3.368.635
Manjšinski lastniki		117.231	206.301	
Dolgoročne rezervacije in pasivne časovne razmejitev	136.731	593.875	617.776	761.851
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	667
Dolgoročne finančne obveznosti	458.319	372.746	313.225	256.325
Dolgoročne obveznosti	595.050	966.621	931.001	1.018.843
Kratkoročne obveznosti	34.884.262	34.141.511	35.851.531	41.998.744
Kratkoročne finančne obveznosti	228.463	859.854	1.278.949	974.781
Kratkoročne poslovne obveznosti	34.551.822	33.056.264	34.450.832	40.360.615
Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	103.977	225.393	121.750	663.348
Obveznosti do virov sredstev	85.885.366	83.608.970	85.498.949	91.885.321

Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

PRILOGA 2: Konsolidiran izkaz poslovnega izida skupine Salus za obdobje 2013–2016

*Tabela 2: Konsolidiran izkaz poslovnega izida skupine Salus za obdobje 2013–2016
(vrednost v EUR)*

	2013	2014	2015	2016
Čisti prihodki od prodaje	188.606.963	188.737.334	199.954.530	220.062.092
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	(173.471.707)	(172.816.668)	(184.985.87)5	(205.183.027)
Kosmati poslovni izid	15.135.256	15.920.666	14.968.655	14.879.065
Stroški prodaje z amortizacijo	(6.378.502)	(6.929.479)	(6.652.390)	(6.319.527)
Stroški splošnih dejavnosti	(5.276.042)	(5.885.634)	(4.395.000)	(4.676.416)
Drugi poslovni prihodki	(172.334)	(1.764.577)	(70.076)	(339.468)
Drugi poslovni odhodki	(35.998)	(92.340)	(4.748)	(238.248)
Poslovni izid iz poslovanja	3.617.048	4.777.790	3.986.593	3.984.248
Finančni prihodki	317.246	636.350	197.702	422.425
Finančni odhodki	(1.015.490)	(566.029)	(262.128)	(112.100)
Poslovni izid iz rednega delovanja	2.918.804	4.848.111	3.922.167	4.294.573
Drugi prihodki	1.430	2.223	4.556	2.136
Drugi odhodki	(71)	(368)	(14.943)	(251.445)
Poslovni izid pred obdavčitvijo	2.920.163	4.849.966	3.911.780	4.045.264
Davek iz dobička	669.485	719.410	680.888	675.285
Odložen davek	159.161	(96.153)	45.653	(1.344)
Čisti poslovni izid	2.409.839	4.034.403	3.276.545	3.368.635

Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

PRILOGA 3: Izračun stroška dolga skupine Salus za obdobje 2013-2016

Tabela 3: Izračun stroška dolga skupine Salus za obdobje 2013-2016 (vrednost v EUR)

	2013	2014	2015	2016
Dolgoročne finančne obveznosti	458.319	372.746	313.225	256.325
Kratkoročna posojila	228.463	859.854	1.278.949	974.781
Skupaj finančne obveznosti	686.782	1.232.600	1.592.174	1.231.106
POVPREČNE FINANČNE OBVEZNOSTI	697.505	959.691	1.412.387	1.141.640
PLAČANE OBRESTI	15.240	77.085	119.202	110.707
STROŠEK OBRESTI V %	2,1 %	8,1 %	8,4 %	7,8 %
(1 – davčna stopnja)	83 %	83 %	83 %	81 %
Povprečna obrestna mera	2 %	7 %	8 %	7 %
(1 – efektivna davčna stopnja)	77 %	85 %	83 %	83 %
STROŠEK DOLGA	1,3 %	5,6 %	5,7 %	5,2 %

Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračun

PRILOGA 4: Pretekla rast dobička iz poslovanja (EBIT)

Tabela 4: Pretekla rast dobička iz poslovanja (EBIT), (vrednost v EUR)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	3.841.000	2.817.649	3.617.048	3.013.213	3.986.593	3.984.248
Rast		– 26,64 %	28,37 %	– 16,69 %	32,30 %	– 0,06 %

Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

PRILOGA 5: Izračun investicij v obratna sredstva skupine Salus za obdobje 2013–2016

Tabela 5: Izračun investicij v obratna sredstva skupine Salus za obdobje 2013–2016 (vrednost v EUR)

	2013	2014	2015	2016
Sprememba terjatev	(3.923.642)	1.662.466	2.543.033	(4.674.615)
Sprememba zalog	(1613293)	(1.338.633)	(3.296.421)	1.181.606
Sprememba obveznosti do dobaviteljev	3.878.591	(1.321.723)	916.731	5.751.365
Investicije v obratna sredstva	(1.663.44)	(997.890)	163.343	2.258.356

Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

PRILOGA 6: Delež investicije v osnovna sredstva za obdobje 2013–2016

Tabela 6: Delež investicije v osnovna sredstva za obdobje 2013–2016 (vrednost v EUR)

	2013	2014	2015	2016
Prihodki od prodaje	188.606.963	188.737.334	199.954.530	220.062.092
Investicije v osnovna sredstva	892.170	117.565	1.092.938	1.078.472
Delež investicij v osnovna sredstva v celotnih prihodkih	0,47 %	0,06 %	0,54 %	0,49 %

Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni.

PRILOGA 7: Napoved investicij v obratna in osnovna sredstva skupine Salus za obdobje 2020–2022

Tabela 7: Napoved investicij v obratna in osnovna sredstva skupine Salus za obdobje 2020–2022 (vrednost v EUR)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Predvideni prihodki od prodaje	232.275.538	245.166.830	258.773.589	273.135.523	288.294.545	302.709.272
Predvidene investicije v obratna sredstva	179.778	189.756	200.288	211.404	223.136	235.408
Predvidene investicije v osnovna sredstva	910.694	961.237	1.014.586	1.070.896	1.130.330	1.186.923

Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni

PRILOGA 8: Izračun rasti v neskončnost

Tabela 8: Izračun rasti v neskončnost (vrednost v EUR)

	2013	2014	2015	2016
Dobiček	2.409.839	4.034.405	3.276.546	3.368.635
Dividende	2.257.160	3.146.370	3.027.570	3.027.570
Zadržani dobiček	6,33 %	22,01 %	7,59 %	10,12 %
ROE	4,65 %	8,12 %	6,69 %	6,88 %
Predvidene rasti v neskončnost	0,29 %	1,78 %	0,50 %	0,69 %

Vir: Salus, Konsolidirana letna poročila skupine Salus za leta 2012–2016 in lastni izračuni