

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA MATEMATIKO IN FIZIKO

Finančna matematika – 1. stopnja

Taja Debeljak

Vrednotenje podjetja Aerodrom Ljubljana

Delo diplomskega seminarja

Mentor: doc. dr. Matjaž Črnigoj

Ljubljana, 2018

KAZALO

Uvod	4
1. Metode vrednotenja podjetij	5
1.1. Donosnostni način	6
1.2. Način tržnih pimerjav	10
1.3. Nabavnovrednostni način	11
2. Predstavitev podjetja	11
2.1. Osnovni podatki	11
2.2. Cilji in strategije	12
2.3. Zgodovina podjetja	12
3. Analiza preteklega poslovanja	13
3.1. Bilanca stanja	13
3.2. Izkaz poslovnega izida	15
3.3. Analiza kazalnikov	16
4. Ocenjevanje vrednosti podjetja	19
4.1. Tržna napoved panoge	20
4.2. Napoved poslovnih prihodkov	20
4.3. Napoved poslovnih odhodkov	21
4.4. Ocena diskontne stopnje	21
4.5. Napoved prostega denarnega toka	22
5. Sinergijska vrednost podjetja	23
5.1. Sinergijska vrednost podjetja Aerodrom Ljubljana	25
Sklep	28
Slovar strokovnih izrazov	29
Literatura	29

Vrednotenje podjetja Aerodrom Ljubljana

POVZETEK

Glavna cilja diplomskega dela sta oceniti vrednost podjetja Aerodrom Ljubljana v letu 2014 in raziskati zakaj različni kupci različno vrednotijo isto podjetje. Ugotovila sem, da je pri ocenjevanju vrednosti podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov zelo pomembno, da na podlagi preteklih rezultatov poslovanja natančno napovemo prihodnje proste denarne tokove, saj se le tako lahko dovolj približamo realiziranim tokovom. Vendar pa to ni lahka naloga, saj je ocenjevanje prihodnjih denarnih tokov zelo subjektivno, kar pa privede do tega da lahko različni ocenjevalci različno ocenijo podjetje. Po mojih izračunih je bila vrednost kapitala na delnico za podjetje Aerodrom Ljubljana v letu 2014 enaka 25,62 €. Kar pa je veliko manj kot je za nakup brniškega letališča plačalo podjetje Fraport AG (61,75€). Iz tega lahko sklepamo, da je ocena vrednosti podjetja odvisna tudi od samega kupca, saj različni kupci različno vrednotijo podjetje. Vrednosti podjetja, ki je drugačna za vsakega kupca pravimo sinergijska vrednost. Pri ocenjevanju le te vrednosti je zelo pomembno, da dobro poznamo kupca ter kakšni so njegovi plani in strategije za prihodnost.

Evaluation of company Aerodrom Ljubljana

ABSTRACT

The aim of this dissertation is to evaluate the value of Aerodrom Ljubljana in 2014 and to explore why different buyers value the same company differently. I came to a conclusion that when assessing the value of the company using the method of the discounted cash flow, it is very important that on the basis of past business results, we accurately predict the future free cash flows, as this is the only way to get close enough to the realized flows. However, this is not an easy task since the assessment of future cash flows is very subjective, which results in different assessors evaluating the company differently. According to my calculations, the value of equity per share for Aerodrom Ljubljana in 2014 was equal to 25.62€. Yet, this is much less than the price paid by Fraport AG for the purchase of Aerodrom Ljubljana (61,75€). From this we can conclude that the evaluation of the value of a company depends on the buyer itself, as different buyers value the company differently. The value of a company that is different for each buyer is called a synergistic value. When we are evaluating this value, it is extremely important to know the buyer well, and what are his plans and strategies for the future.

Math. Subj. Class. (2010): 91G50

Ključne besede: vrednotenje podjetij, sinergija, diskontiran denarni tok, analiza, Aerodrom Ljubljana, Fraport AG

Keywords: business valuation, synergy, discounted cash flow, analysis, Aerodrom Ljubljana, Fraport AG

UVOD

Investitorji, managerji in lastniki podjetij se dostikrat sprašujejo koliko je vredno njihovo podjetje oziroma podjetje v katerega želijo investirati. Razlogi se najpogosteje skrivajo v odločitvah o nakupu, investiciji, prevzemu ali združitvi podjetij. Glavna naloga managerjev v podjetjih je povečati vrednost lastniškega kapitala. Posledično je zanje zelo pomembno da so seznanjeni z dejavniki, ki imajo vpliv na vrednost podjetja in s tem tudi na ceno delnice.

Vrednost podjetja lahko ocenimo s pomočjo podatkov iz računovodskih izkazov, kot sta bilanca stanja in izkaz poslovnega izida. To naredimo tako da izračunamo kakšna je njegova knjigovodska vrednost (torej razlika med sredstvi in obveznostmi podjetja). Vendar pa se moramo pri tem zavedati, da lahko ta ocena močno odstopa od prave vrednosti podjetja. Vrednosti, ki so prikazane v računovodskih izkazih se lahko namreč močno razlikujejo od dejanskih tržnih vrednosti (Kanalec, 2011).

Poleg tega pa se moramo zavedati, da pogosto prihaja do razlik med »pravo« vrednostjo podjetja in njegovo ceno na trgu. V splošnem velja da različni kupci različno vrednotijo podjetje. Cena podjetja je tista vrednost za katero se dogovorita kupec in prodajalec ob prodaji podjetja. Razlika med vrednostjo in ceno podjetja se pojavi zaradi številnih razlogov.

Za primer lahko vzamemo veliko in tehnološko zelo napredno tuje podjetje, ki želi kupiti ugledno domače podjetje, da bi s pomočjo le-tega pridobil vstop na domači trg. V tem primeru bo kupec podjetje vrednotil zaradi ugleda podjetja, ne pa tudi zaradi vseh materialnih virov, ki jih ima podjetje. Po drugi strani pa bo domače podjetje dalo visoko vrednost svojim materialnim virom. Z vidika kupca je osnovni cilj določiti najvišjo vrednost, ki jo je pripravljen plačati za podjetje, ki ga kupuje. S strani prodajalca pa je osnovni cilj ugotoviti katera je najnižja vrednost pri kateri po sprejel ponudbo kupca.

Vrednotenje podjetij temelji na predpostavki da ima vsako podjetje svojo vrednost, ki jo je mogoče izračunati z uporabo različnih postopkov vrednotenja in je odvisna od finančnega stanja podjetja, potencialne rasti, premoženja, stopnje tveganja itd. Zaradi različnih pogojev in namenov vrednotenja podjetij so se v praksi uveljavile različne podlage vrednosti s katerimi mora biti seznanjen ocenjevalec, da lahko za vrednotenje ocenjevanega podjetja izbere najustreznejšo izmed njih. V nadaljevanju so razložene nekatere podlage vrednosti, ki izhajajo iz mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti.

- *Tržna vrednost* je ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala sredstvo ali obveznost na datum ocenjevanja vrednosti v poslu med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri katerem sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile.
- *Vrednost za naložbenika* je vrednost sredstva za določenega lastnika ali možnega bodočega lastnika za posamezno naložbo ali poslovne cilje.
- *Sinergijska vrednost* je posledica kombinacije dveh ali več sredstev ali deležev, pri čemer je skupna vrednost večja od seštevka posameznih vrednosti. Če so sinergije na voljo le enemu posebnemu kupcu, se bo sinergijska vrednost razlikovala od tržne vrednosti, ker se bodo v sinergijski vrednosti kazale določene lastnosti sredstva, ki predstavljajo vrednost samo za določenega kupca. Dodana vrednost nad seštevkom ustreznih interesov se pogosto imenuje »poročana vrednost«

- *Likvidacijska vrednost* je znesek, ki bi ga dosegli s prodajo sredstva ali skupine sredstev po kosih. Likvidacijska vrednost naj bi upoštevala stroške za pripravo sredstev v stanje, primerno za prodajo, kakor tudi stroške same odprodaje.

V svoji diplomski nalogi se ukvarjam z vrednotenjem podjetja Aerodrom Ljubljana v začetku leta 2014. Takrat je namreč potekala privatizacija podjetja. Večina potencialnih kupcev so bili upravljalci ostalih evropskih letališč. Na koncu je bil Aerodrom Ljubljana kupljen s strani upravljalca letališča v Frankfurtu, nemške družbe Fraport, ki je za eno delnico odštela 61,75€, kar je skoraj še enkrat toliko kolikor je bila v tistem času delnica vredna na borzi. Pri tem se verjetno vprašamo kaj jih je motiviralo za tako visoko ceno. Odgovor na to vprašanje lahko najdemo v sinergijski vrednosti podjetja, ki jo bom predstavila v zadnjem poglavju diplomskega dela.

Diplomska naloga je sestavljena iz petih delov. V prvem delu so predstavljene metode vrednotenja podjetij, ki jih delimo v tri skupine: na donosu zasnovan, način tržnih primerjav in nabavnovrednostni način. Sledi predstavitev podjetja Aerodrom Ljubljana in kratka analiza preteklega poslovanja, ki služi kot pomoč za ocenjevanje vrednosti podjetja. V četrtem poglavju je predstavljeno vrednotenje podjetja z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov. Zadnje poglavje je sestavljeno iz dveh sklopov. V prvem je teoretično predstavljena sinergijska vrednost, drug sklop pa vsebuje ocenjevanje sinergijske vrednosti brniškega letališča za podjetje Fraport AG.

1. METODE VREDNOTENJA PODJETIJ

V preteklosti so se zaradi potreb po vrednotenju podjetij uveljavile različne metode vrednotenja podjetij. Ekonomisti, ki so se kot prvi začeli ukvarjati z vrednotenjem podjetij, so zagovarjali predvsem metode, ki so temeljile na preteklih koristih. V tistem času so na vrednost podjetja gledali le kot možnost koriščenja razpoložljivih sredstev (Koletnik, 2010). Kasneje pa se je začelo na vrednost podjetja gledati z vidika donosov, ki jih pričakujemo v prihodnosti. Tako danes vrednotimo podjetja s koristjo v prihodnosti in ne v preteklosti. S tem pa smo prešli tudi od objektivnega k subjektivnemu ocenjevanju. Pri modernih metodah je namreč zaradi ocenjevanja v prihodnosti veliko negotovosti. Pri vseh metodah je potrebno upoštevati različne predpostavke, kar pa spet privede do tega da vrednotenje podjetja ni vedno popolnoma objektivno, saj vsak ocenjevalec lahko uporabi različne vhodne podatke. Ocenjevalec se, glede na namen ocenjevanja, lastnosti ocenjevanega podjetja in informacij ki jih ima na voljo, odloči katero metodo bo uporabil pri vrednotenju (Slovenski poslovnofinančni standardi, 2002).

Po mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti razvrščamo metode vrednotenja v 3 različne skupine glede na to na kakšnih načinih temeljijo:

- Na donosu zasnovan način (angl. *income approach*)
 - Metoda diskontiranih denarnih tokov
 - Metoda kapitalizacije
- Način tržnih primerjav (angl. *market approach*)
 - Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij
 - Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij
- Nabavnovrednostni način (angl. *asset-based approach*)
 - Metoda neto vrednosti sredstev

- Metoda nadomestitvene vrednosti
- Metoda reprodukcijske nabavne vrednosti

V nadaljevanju bom podrobneje predstavila metodo diskontiranih denarnih tokov, s pomočjo katere bom tudi pokazala kako v praksi poteka vrednotenje podjetij in ocenila vrednost podjetja Aerodrom Ljubljana. Ostale metode bom predstavila le na kratko.

1.1. Donosnostni način.

1.1.1. *Metoda diskontiranih denarnih tokov.* Metoda diskontiranih denarnih tokov oziroma krajše DCF (discounted cash flow) temelji na predpostavki, da je vrednost podjetja enaka vsoti prihodnjih diskontiranih denarnih tokov. Ob predpostavki, da bo podjetje delovalo le še določeno število let, njegovo vrednost izračunamo po formuli

$$(1) \quad V = \sum_{t=1}^n \frac{NDT_t}{(1+d)^t}$$

kjer je

- NDT_t neto denarni tok v obdobju t
- n število let napovedi
- d diskontna stopnja

Vseeno pa ponavadi računamo vrednost podjetja tako kot da bo delovalo do teoretične neskončnosti. Zato pri ocenjevanju po metodi diskontiranih denarnih tokov ločimo dve obdobji, in sicer obdobje eksplicitne napovedi in obdobje po koncu eksplicitne napovedi oziroma preostalo obdobje. Za obdobje eksplicitne napovedi običajno vzamemo nekje od 5 do 10 let. Kasnejša obdobja so namreč toliko oddaljena od sedanjosti da napovedovanje ne bi imelo več smisla.

Za obdobje *eksplicitne napovedi* moramo za vsako leto določiti prosti denarni tok in ustrezno diskontno stopnjo. V primeru, da podjetje deluje v več kot eni panogi, se običajno pripravi napoved denarnega toka za vsako panogo posebej, ki jih seštejemo in nato uporabimo enotno diskontno stopnjo.

Preostala vrednost podjetja je vrednost, ki izhaja iz denarnega toka v obdobju po eksplicitni napovedi. Ker za več kot 10 let vnaprej zelo težko napovemo kakšne denarne tokove bo podjetje ustvarjalo, si pomagamo z modeli za izračun preostale vrednosti. Čeprav nam vsi te modeli dajejo le približke pa je pomembno da ugotovimo do kakšnega vedenja bo prišlo v prihodnosti, torej s kakšno konstantno rastjo bo podjetje raslo v prihodnosti. Izbran model mora izražati povprečna pričakovanja glede stroškov in povpraševanja. Zaradi tega je potrebno vrednost podjetja v zadnjem letu eksplicitne napovedi zelo natančno izračunati, da ne odraža prevelikega gospodarskega razcveta ali pa padca. V praksi se najpogosteje predpostavi, da bo podjetje raslo nekje med 0% in 2%. Za izračun preostale vrednosti se najpogosteje uporablja formula Gordonovega modela rasti, ki predpostavlja da bo podjetje od konca eksplicitnega obdobja do teoretične neskončnosti v povprečju rasel z neko konstantno stopnjo rasti.

$$(2) \quad RV = \frac{NDT_n(1+g)}{d-g}$$

kjer je

- RV preostala vrednost podjetja
- NDT_n neto denarni tok ob koncu eksplicitne napovedi
- d diskontna stopnja
- g pričakovana stopnja rasti

Če sedaj združimo enačbi (1) in (2), dobimo, da je celotna vrednost podjetja enaka

$$(3) \quad V = \sum_{t=1}^n \frac{NDT_t}{(1+d)^t} + \frac{NDT_n(1+g)}{(1+d)^n \cdot (d-g)}$$

Z metodo diskontiranih denarnih tokov pa lahko poleg vrednosti celotnega kapitala izračunamo tudi vrednost lasniškega kapitala. To lahko storimo na vsaj dva načina. Prvi način je, da v enačbi (3) namesto denarnega toka celotnega podjetja vzamemo le denarni tok lastniškega kapitala in za diskontno stopnjo vzamemo stošek lastniškega kapitala. Če pa imamo že izračunano vrednost podjetja, lahko od nje odštejemo dolg in tako dobimo vrednost lasniškega kapitala.

Ena izmed večjih kritik modela DCF je v tem, da prevelik delež vrednosti podjetja izhaja iz obdobja po eksplicitni napovedi. Z podaljšanjem eksplicitne napovedi lahko zmanjšamo delež preostale vrednosti v celotni vrednosti podjetja. Hkrati pa je ob višji stopnji rasti prostih denarnih tokov delež preostale vrednosti večji. Ob tem bi lahko sklepali, da je potrebno eksplicitno napoved narediti tako dolgo, da preostala vrednost v celotni vrednosti podjetja predstavlja sorazmerno majhen delež. To pa bi pomenilo precej dolgotrajno eksplicitno napoved za neko »povprečno« podjetje (povprečno v smislu, da raste po enaki stopnji kot gospodarstvo). Dejansko mora biti eksplicitno obdobje tako dolgo, da dobimo na koncu »ustaljeno rast«, ki se dobro približa realnosti. (»ustaljeno stanje« pomeni, da so donosnost novih investicij, delež zaslužkov zadržanih za ponovno investiranje in s tem rast prostega denarnega toka konstantni do neskončnosti).

Diskontna stopnja

Pri vrednotenju podjetja diskontna stopnja pravzaprav odraža stroške kapitala. Zato moramo, če želimo dobiti ustrezno diskontno stopnjo izračunati stroške kapitala. Pridobivanje kapitala in s tem povezan strošek kapitala je en izmed najpomembnejših dejavnikov pri vrednotenju podjetij. Višji kot je strošek kapitala, nižja je vrednost podjetja. Višji stroški kapitala so običajno povezani z večjimi tveganji, ki jih prevzemajo investitorji. Vlagatelji so tveganju nenaklonjeni, torej bodo pri enakih pričakovanih donosih investirali v manj tvegano naložbo.

Vsaka naložba je sestavljena iz sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Sistematično je povezano s celotnim gibanjem na trgu in ga ni mogoče odpraviti. Po drugi strani pa nesistematično tveganje povezano le s konkretno investicijo (podjetjem) in ga je mogoče zmanjšati z diverzifikacijo premoženja v več investicij. To so predvsem tveganja, ki se nanašajo na določena podjetja in nastanejo na primer zaradi izgube ključnega osebja, tehničnih napak novega izdelka, večjih škandalov itd. Nasprotno pa so tista vrsta tveganj, ki jih ne moremo odpraviti, ekonomske narave. V večji ali manjši meri na vsa podjetja vplivajo slabe novice v gospodarstvu, vseeno pa na nekatere vplivajo bolj kot na druge. Volatilnost v gospodarstvu ima večji vpliv na podjetja, kot so potovalne agencije, visokotehnološka podjetja in tako dalje. Vsem tem je namreč skupno, da nudijo storitve oziroma prodajajo izdelke, ki

so veliko bolj občutljivi na gospodarske padce, kot nevolatilni produkti, kot je hrana, in jih negativne spremembe v gospodarstvu bolj prizadanejo (povzeto po Gregory, 1992).

Ko govorimo o strošku kapitala imamo v mislih dolgoročne vire financiranja. Pri vrednotenju podjetij nas zanima predvsem povprečni strošek dolgoročnih virov financiranja. Kapital delimo na lastniški in dolžniški kapital oziroma dolgoročni dolg. Strošek lastniškega kapitala predstavlja zahtevani donos lastnikov, medtem ko donos na dolžniški kapital oziroma dolg predstavljajo obresti.

Pri ocenjevanju stroškov kapitala moramo biti pozorni na različne davčne posledice pri različnih vrstah kapitala. Obresti se namreč poravnajo preden se plača davek na dobiček, medtem ko se dividende izplačujejo po plačnem davku na dobiček, torej iz čistega dobička. Zaradi tega moramo popraviti ene ali druge stroške, tako da bodo oboji plačani pred obdavčitvijo ali po obdavčitvi. (V diplomskem delu bom upoštevala stroške kapitala po davkih, tako, da bom »popravila« strošek dolga). Iz tega sledi, da je povprečni strošek kapitala oziroma krajše WACC v podjetju enak

$$(4) \quad WACC = r_l * w_l + r_d * w_d * (1 - T)$$

kjer je

- r_l strošek lastniškega kapitala
- w_l delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu
- r_d strošek dolžniškega kapitala
- w_d delež dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu
- T davčna stopnja

Lastniški kapital se lahko v podjetju poveča z izdajo novih delnic ali pa z zadržanim dobičkom. Za izračun stroškov lastniškega kapitala se v praksi uporabljajo različne metode: CAPM model, metoda pričakovane stopnje donosa, metoda dograjevanja. V svojem diplomskem delu bom za izračun stroškov kapitala uporabila CAPM model.

Model CAPM (angl. *The Capital Asset Pricing Model*) poskuša analizirati zvezo med beto ocenjevanega sredstva in ustreznim zahtevanim donosom. Model vsebuje številne poenostavljene predpostavke, ki se nanašajo predvsem na vedenje investitorjev in popoln trg (Bodie, 1999):

- Vsi vlagatelji na trgu so racionalni, kar pomeni, da vedno želijo maksimizirati pričakovan donos ne glede na stopnjo tveganja
- Predpostavlja se, da imajo investitorji razpršene portfelje
- Trg je popoln
 - Posameznik ne more vplivati na ceno na trgu
 - Vsi investitorji imajo popolne informacije o trgu

Preden začnemo z razvijanjem CAPM modela, moramo razumeti kaj pomeni koeficient beta. Koeficient beta je mera sistematičnega tveganja neke naložbe in meri povezanost gibanja donosnosti posamezne naložbe (ali portfelja) z gibanjem donosnosti povprečno tvegane naložbe. Beta koeficient večji od ena nam pove, da je naložba bolj volatilna (bolj tvegana) od trga, beta koeficient manjši od ena pa, da je naložba manj volatilna od trga.

Za začetek vzemimo sredstvo, ki ni volatilno, torej je brez tveganja. Posledično je beta tega sredstva enaka nič in pričakovana donosnost je enaka stopnji brez tveganja. Sredstva, ki se »premikajo« skupaj s trgom imajo beto enako 1. Zaradi te korelacije

s trgom ima tako sredstvo donosnost enak donosnosti trga. Nazadnje pogledimo še sredstvo, ki je bolj volatilen od trga. Torej ima beta vrednost večjo od ena. Glede na prejšnje predpostavke pričakujemo da bo imelo tako sredstvo, zaradi dodatnega tveganja, višjo donosnost kot je tržna donosnost. Če posplošimo razmerje med pričakovanim donosom in izpostavljenost tržnemu tveganju, dobimo enačbo CAPM modela

$$(5) \quad r_l = r_f + (r_m - r_f) * \beta_i$$

kjer je

- r_l strošek lastniškega kapitala
- r_f donosnost netvegane naložbe
- $r_m - r_f$ tržna premija za tveganje
- β_i beta koeficient oziroma relativni obseg tveganja

Dolžniški kapital se lahko v podjetju poveča z izdajo novih obveznic ali pa najetim posojilom. V primeru izdaje obveznic je dolg enak zahtevani donosnosti obveznice (angl. yield to maturity - YTM), v primeru najetega posojila pa za dolg vzamemo efektivno obrestno mero. V obeh primerih dolg »popravimo« tako, da dobimo strošek dolga po davkih.

Prosti denarni tok

Prosti denarni tok (angl. Free cash flow – FCF) je denarni tok, ki ostane v podjetju po poplačilu vseh stroškov, naložb v osnovna sredstva in obratni kapital. Izplača se lahko za poplačilo donosov investitorjem. Izračunamo ga po sledeči formuli:

Dobiček iz poslovanja(EBIT)*(1-T)
 plus: Amortizacija
 minus: Naložbe v objekte in opremo
 minus: Povečanje obratnega kapitala

FCF

Zakaj pri metodi diskontiranih denarnih tokov uporabimo ravno prosti denarni tok? Če podjetju ne bi bilo potrebno vlagati v osnovna sredstva ali povečati naložb v obratni kapital, bi lahko denarni tok iz poslovanja po obdavčitvi izplačali investitorjem. Vendar pa morajo podjetja vlagati v ohranjanje oziroma širjenje obstoječega osnovnega premoženja. Do prodaje, dobička in rasti denarnega toka lahko namreč pridemo le z investicijami. Zato bi, v primeru, da bi diskontirali denarni tok iz poslovanja po davkih, precenili vrednost podjetja, saj s tem ne bi upoštevali vložka, ki je potreben za doseganje širitve. Ta vložek se meri z denarnim tokom, ki se zadrži v podjetju in se ne izplača kot dividende(povzeto po Gregory, 1992).

1.1.2. *Metoda kapitalizacije.* Metoda kapitalizacije oziroma metoda uglavničenja je nekoliko poenostavljena različica metode DCF. Poenostavljena v smislu, da ne potrebujemo napovedovati vsakoletnih donosov. Metoda kapitalizacije namreč temelji na normaliziranem letnem donosu za katerega se pričakuje, da bo naraščal po konstantni stopnji v neskončnost. Vrednost podjetja po metodi kapitalizacije lahko izračunamo s formulo Gordonovega modela rasti:

$$(6) \quad PV = \frac{NDT_0(1+g)}{d-g}$$

kjer je

- NDT_0 zadnji čisti denarni tok pred datumom ocenjevanja
- g konstantna stopnja rast
- d diskontna stopnja

Razliko $c = d - g$ imenujemo tudi mera kapitalizacije.

1.2. Način tržnih primerjav. Način tržnih primerjav temelji na predpostavki, da imajo podobna podjetja primerljiva razmerja med določenimi tržnimi vrednostmi. Ta razmerja v nadaljevanju imenujem mnogokratniki. Podobnost se v tem primeru nanaša predvsem na velikost podjetja, trg na katerem deluje, podobne proizvode oziroma storitve, tveganje, primerljive pretekle podatke in geografsko območje delovanja.

Način tržnih primerjav je primeren predvsem za podjetja, ki delujejo na večjih in bolj razvitih trgih, kjer je na voljo veliko število primerljivih podjetij. Za primerljiva podjetja lahko vzamemo tista primerljiva podjetja, ki kotirajo na borzi ali pa tista, ki so se v preteklosti že kupovala/prodajala in je kupoprodajna cena javno razkrita. Zaradi tega ločimo dve metodi, metoda primerljivih podjetij uvrščenih na borzi in metoda primerljivih kupoprodaj podjetij (povzeto po Lušnic).

1.2.1. Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij. Verjetno najpomembnejši del pri tej metodi je ravno začetek, ko moramo poiskati primerljiva podjetja. Pri tem moramo, poleg prej naštetih dejavnikov podobnosti, paziti tudi na to, da imamo na voljo finančne podatke primerljivih podjetij. Običajno se za vzorec vzame neke od pet do sedem podjetij. Ker različna podjetja za izračun vrednosti v finančnih izkazih uporabljajo različne računovodske standarde, je pomembno, da prilagodimo posamezne vrednosti in s tem zagotovimo primerljivost.

Naslednji korak je izbira mnogokratnikov primerljivih podjetij. Mnogokratniki so kvocienti med različnimi finančnimi podatki in tržno kotacijo nekega podjetja. Ločimo jih v dve skupini (Lušnic):

- mnogokratniki celotnega kapitala, kot sta celotni kapital/EBITDA, celotni kapital/prihodki
- mnogokratniki lastniškega kapitala, kot so lastniški kapital/čisti dobiček, tržna kapitalizacija/čisti dobiček, cena/bruto denarni tok

V primeru, da se struktura kapitala primerljivega podjetja močno razlikuje od strukture ocenjevanega podjetja je smiselno uporabiti mnogokratnike celotnega kapitala in s tem izračunati vrednost celotnega kapitala. Ter potem, če želimo dobiti vrednost lastniškega kapitala, odšteti dolg.

Pridobljene mnogokratnike primerljivih podjetij pomnožimo z ustreznimi finančnimi podatki primerljivega podjetja in tako dobimo ocene vrednosti ocenjevanega podjetja.

1.2.2. Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij. Metoda primerljivih kupoprodaj je zelo podobna metodi primerljivih na borzi uvrščenih podjetij. Razlikujeta se po izbiri mnogokratnikov. Pri tej metodi mnogokratnikov ne izbiramo iz borznih kotacij ampak iz dejanskih cen pri prodaji podjetij. Pomembno je, da smo pri tem seznanjeni s pogoji prodaje, ki imajo lahko velik vpliv na kupoprodajno ceno. Poleg tega

pa je za izračun vrednosti potrebno upoštevati tudi časovno razliko med dnevom primerljivih kupoprodaj in dnevom ocenjevanja vrednosti. Mnogokratniki primerni za to metodo so npr. nakupna cena/EBIT, nakupna cena/prihodki itd (povzeto po Lušnic).

1.3. Nabavnovrednostni način. Pri tem načinu nas zanima kakšna bi bila cena nadomestitvenega sredstva, ki bi imelo enako koristnost za kupca kot obstoječe sredstvo, ki ga ocenjujemo. Torej kupec za podjetje ni pripravljen plačati več kot je cena za pridobitev novega podjetja.

Metode, ki temeljijo na nabavnovrednostnem načinu se uporablja kadar je možno ustvariti podjetje enake koristnosti kot je ocenjevano podjetje ali pa kadar ne moremo uporabiti nobenih drugih metod.

Po mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti nabavnovrednostni način loči 3 metode:

- metoda nadomestitvene vrednosti temelji na določanju stroškov, ki so potrebni za ustanovitev novega podjetja. V primeru zastarelosti sredstva pa se določi amortizirana nadomestitvena vrednost.
- metoda reprodukcijske nabavne vrednosti se ukvarja z določanjem stroškov, ki bi nastali ob ustanovitvi kopije ocenjevanega podjetja. Uporablja se jo kadar lahko s kopijo sredstva dosežemo enake koristnosti kot z obstoječim sredstvom.
- metoda neto vrednosti sredstev (oziroma metoda seštevanja) se uporablja predvsem za podjetja, ki imajo značaj holdingov. In sicer tako, da ocenimo vrednost vseh sestavnih sredstev posebej in jih potem seštejemo skupaj

2. PREDSTAVITEV PODJETJA

Podjetje Aerodrom Ljubljana je bil do leta 2014 upravitelj glavnega slovenskega letališča Jožeta Pučnika. V letu 2014 pa je vlogo lastnika brniške infrastrukture prevzela nemška družba Fraport AG. Osrednja dejavnost kupca je upravljanje in razvoj letališč, zemeljska oskrba letal, tovora in potnikov, ter med drugim tudi komercialne storitve. Aprila leta 2017 se je podjetje preimenovalo v Fraport Slovenija.

Letalski prevoz postaja vedno bolj cenovno konkurenčen ostalim načinom prevozov. Glede na število letališč v Evropi lahko rečemo, da brniško letališče deluje v konkurenčnem okolju, kjer letališča tekmujejo za potnike. Ena izmed večjih prednosti letališča na Brniku je njegov odličen geografski položaj v regiji Alpe-Adria.

Brniško letališče ima, tako kot tudi vsa druga letališča, velik strateški pomen za državo. Poleg turizma, ki ga prinese letalstvo, se preko letal prenese tudi velika količina tovora. Na delovanje letališča imajo neposreden vpliv gospodarska dogajanja v okolici. Zaradi obsežne infrastrukture imajo običajno letališča visoke kapitalne stroške in investicije v razvoj. Po drugi strani na prihodek letališč neposredno vpliva število prevoženih potnikov, število letov in količina prevoženega tovora (Letno poročilo Aerodrom Ljubljana, 2013).

V nadaljevanju tega poglavja sledi predstavitev podjetja Aerodrom Ljubljana. Vsi podatki so povzeti iz finančnih letnih poročil podjetja za leta 2009 do 2013.

2.1. Osnovni podatki. Osnovni kapital družbe je 31.12.2013 znašal 15.842.626 €, na Ljubljanski borzi pa je pod oznako AELG kotiralo 3.796.527 delnic. Na zadnji dan leta 2013 sta bila v podjetju 402 zaposlena. Od tega 27,4% žensk in 72,6% moških. Največje število zaposlenih je imelo srednješolsko izobrazbo. Podjetje je

redno skrbelo tudi za izobraževanje svojih zaposlenih, tako so se zaposleni udeležili skupno 155 zunanjih izobraževanj. Aerodrom Ljubljana d.d. je imel manjšinski delež v družbi Aerodrom Portorož, d.o.o. (30,46%) in 47,67 odstotni delež v družbi Adria Airways Tehnika, d.d.

2.2. Cilji in strategije. Osrednja vizija podjetja je postati glavna vstopna točka v regijo Alpe-Adria in prispevati k razvoju Slovenije. Družba Aerodrom Ljubljana, d.d. si je za obdobje 2014-2020 za doseganje svojih vizij zastavila različne cilje. Nekateri izmed njih so:

- povečanje števila letov in prepeljanih potnikov ter tovora,
- povečanje nizkocenovnih prevoznikov,
- dodajanje novih letov na že obstoječih destinacijah,
- dodajanje novih povezav,
- prispevati k povečanju turizma v Sloveniji

2.3. Zgodovina podjetja. Zgodovina podjetja Aerodrom Ljubljana sega v leto 1963. Decembra tega leta je na tedanjem letališču Brnik (kasneje preimenovano v letališče Jožeta Pučnika) pristalo prvo letalo. Januarja 1964 pa se je začela prva redna linija z novega letališča. V naslednjih letih se je zračni promet močno povečal. Trg je bil zelo odprt, na kar kažejo podatki o številu podjetij, ki so pristajali na Brniškem letališču. V letu 1965 je Brniško letališče uporabljajo 15 letalskih družb, v naslednjem letu pa se je to povečalo že na 26.

Kmalu pa se je začela povečevati tudi konkurenca v turizmu. Ker je bilo letališče v Ljubljani predaleč od takrat popularnih turističnih destinacij, je Aerodrom Ljubljana prevzel vodenje letališča v Pulju. Tako se je v primerjavi s prejšnjimi leti promet na Brniku prepolovil, saj je večina čarterskih letov prešla v Pulj.

Konec šestdesetih let sta bili uvedeni dve redni tovorni liniji in sicer na relaciji Beograd-Ljubljana-Munchen ter Beograd-Ljubljana-Zurich. Cilj obeh uvedenih linij je bil povezava z čezoceanskimi tovornimi leti in posledično večja gospodarska rast Slovenije.

V letu 1974 je Brniško letališče, zaradi prenove letališča v Zagrebu, prevzelo njegov promet. Tako se je v tistem času skokovito povečala gostota prometa, ki se je skoraj podvojila. V dobrih dveh mesecih je na letališču pristalo in vzletelo 2670 letal oziroma 287.447 potnikov. V letu 1975 se je promet nekoliko zmanjšal (553.000 potnikov), še vedno pa je bil večji kot leta 1973 (368.000 potnikov).

Po daljših pripravah so leta 1978 letališče zaprli zaradi prenavljanja. Zračni promet so v tem času preusmerili na okoljska letališča. Obnova je vključevala dvigovanje vzletno-pristajalne steze do sodobnih standardov in povečanje njene tedanje velikosti. Nova steza je omogočila direktno medcelinsko zračno povezavo.

Leta 1987 je letališč, zaradi ugodnih letov doseglo rekordno število prevoženih potnikov in sicer je znašalo 886.248 potnikov. To število pa ni bilo preseženo vse do 1999.

V času po osamosvojitvi Slovenije je bilo veliko sprememb tudi v slovenskem letalskem prometu. Poleg tega, da je letališče Jožeta Pučnika postalo osrednje državno letališče, pa se je močno znižal tudi promet. Zaradi političnih in vojaških razlogov na območju bivše Jugoslavije je bil od junija 1991 do februarja naslednje leto zaprt zračni prostor nad Slovenijo in zaradi tega tudi Ljubljansko letališče. V tem času so obnovili letališče, promet pa je bil preusmerjen na letališče v Celovcu.

V letu 1992 je bilo zabeleženih 248.851 potnikov. V naslednjih letih pa se je začel promet zopet povečevati. Tako se je med letoma 1991 in 1996 število potnikov podvojilo, hkrati pa se je močno povečala tudi količina tovarnega prometa.

Družba Aerodrom Ljubljana je bila v začetku leta 1997 registrirana kot delniška družba. Oktobra istega leta pa je bila delnica AELG uvrščena v borzno kotacijo na Ljubljanski borzi.

Leta 2001 je teroristični napad v New Yorku 11.septembra povzročil krizo v zračnem prometu, saj je število potnikov močno padlo. To je vplivalo tudi na Aerodrom Ljubljana. Tri leta kasneje je ljubljansko letališče prvič v svoji zgodovini zabeležilo milijon potnikov letno. To je bilo velikega pomena za Aerodrom Ljubljana, saj so s tem dobili potrditev, da so v preteklosti sprejemali pravilne odločitve.

Leta 2007 se je letališče Brnik preimenovalo v Letališče Jožeta Pučnika. V istem letu so dokončali nov terminal za potniški promet, hkrati pa je v tem letu družba dobila pomembno nagrado Rating leta in tako postala ena najbolj spoštovanih delodajalcev.

Zaradi finančne krize je v letu 2009 družba doživela močan padec prometa. Padec se je nadaljeval tudi v letu 2010. Hkrati pa je v tem letu domači prevoznik in tudi največji poslovni partner Aerodroma Ljubljana, Adria Airways, zapadel v likvidnostne težave.

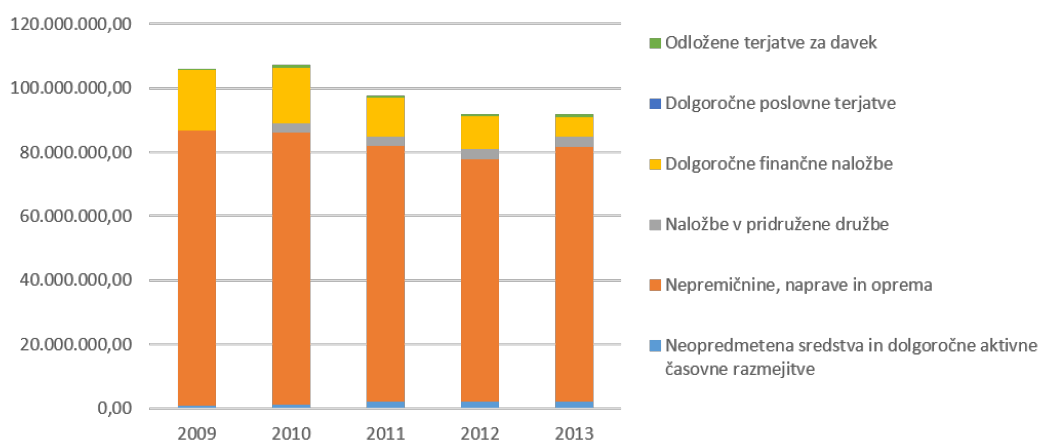
Trend padajočega prometa se je ustavil leta 2013, ko je bilo zaznано večje število potnikov in tudi večja količina oskrbljenega tovora. V tem letu je Vlada RS družbo uvrstila na seznam družb za privatizacijo. Slovenska odškodninska družba je z delničarji podpisala Sporazum o skupnem nastopu pri prodaji delnic družbe. Te skupaj sestavljajo 73,34% osnovnega kapitala družbe.

3. ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA

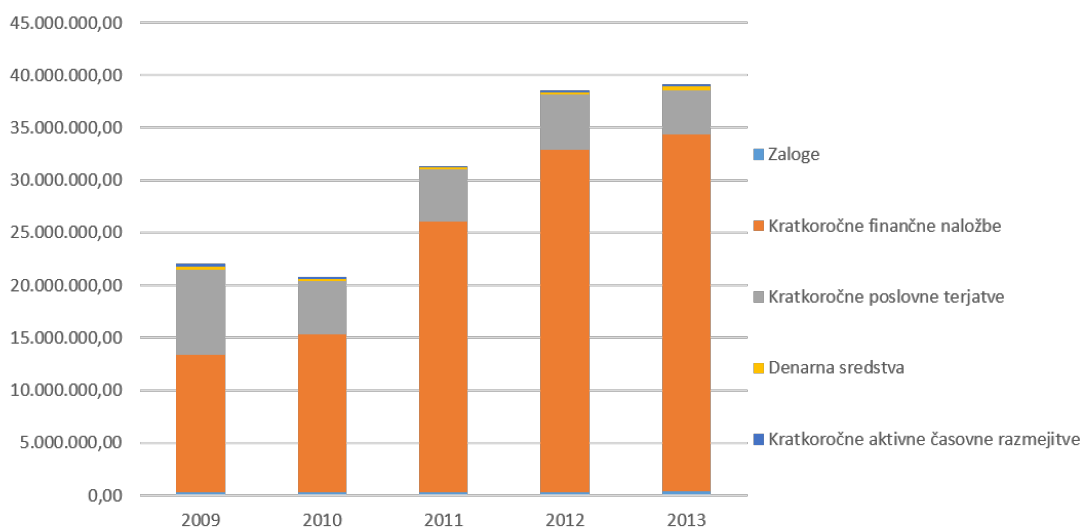
S pomočjo analize poslovanja lahko ocenimo finančni položaj in uspešnost poslovanja analiziranega podjetja, kar nam seveda pomaga pri določanju vrednosti podjetja. V nadaljevanju bom analizirala s čim se je podjetje Aerodrom Adria financiralo, katera sredstva ima, kolikšne prihodke in odhodke je dosegala v ocenjevanih letih in izračunala nekatere finančne kazalnike. Analizo bom izvedla za obdobje od leta 2009 do 2013.

3.1. Bilanca stanja. Iz spodnje grafa lahko vidimo, da največji delež dolgoročnih sredstev predstavljajo opredmetena sredstva. To je bilo tudi pričakovati, saj imajo letališka podjetja običajno v lasti velika zemljišča, objekte in opremo, ki pa spadajo med opredmetena sredstva. Opazen delež v dolgoročnih sredstvih so tudi dolgoročne finančne naložbe. Te so se od začetka do konca analiziranega obdobja precej zmanjšale in sicer za kar 68%. V okviru dolgoročnih finančnih naložb so konec leta 2013 največji delež predstavljala finančna sredstva v upravljanju pri bankah, obveznice in vzajemni skladi.

Med kratkoročnimi sredstvi imajo največji odstotek naložbe v kratkoročna posojila, ki so se v opazovanem časovnem obdobju močno povečevale. To je posledica dobrega poslovanja, boljše plačilne discipline kupcev, manj investicij v opredmetena sredstva in posledično višjega denarnega toka. Velik delež pa predstavljajo tudi kratkoročne poslovne terjatve, ki pa so se, kot že omenjeno zaradi boljše plačilne discipline kupcev, precej zmanjšale. Vseeno pa imajo največ terjatev v državi do Adrie Airways, d.d.



SLIKA 1. Struktura dolgoročnih sredstev



SLIKA 2. Struktura kratkoročnih sredstev

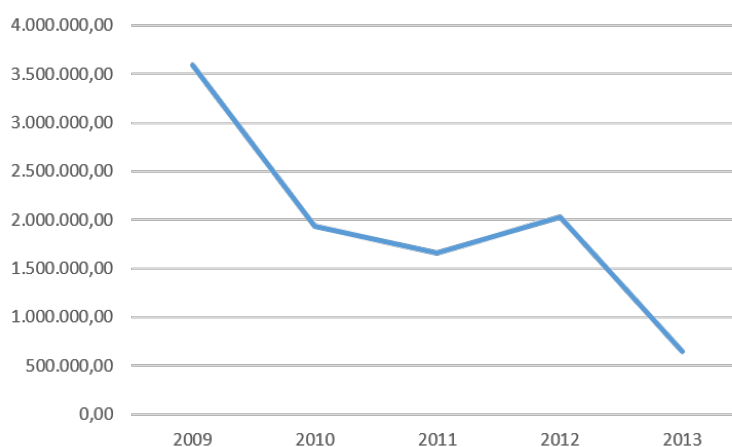
Kot že omenjeno imajo podjetja možnost financiranja na dva načina. Lahko si denar izposodijo ali pa izdajo delnice in s tem pridobijo kapital. Financiranje z lastniškim kapitalom je sicer manj tvegano, ampak hkrati tudi manj ugodno od dolžniškega financiranja.

Družba Aerodrom Ljubljana se v opazovanem obdobju v celoti financira z lastniškim kapital. Kar pa ni najbolj optimalno, saj bi lahko na račun dolžniškega financiranja zmanjšali stroške kapitala. Konec leta 2013 je bila vrednost kapitala 124.785.005 €. Osnovni kapital družbe sestavljajo prednostne participativne in navadne prosto prenosljive kosovne delnice.

Neto obratni kapital

Neto obratni kapital (angl. *net working capital*) dobimo tako, da od kratkoročnih

sredstev odštejemo kratkoročne obveznosti. Pove nam koliko kapitala podjetje ne uporabi za naložbe v dolgoročna sredstva, ampak ga ima na voljo za vsakdanje poslovanje, npr. za financiranje terjatev in zalog. Gledano z vidika denarnih tokov je najboljšje dosegati čim manjši oziroma celo negativen obratni kapital, saj s tem zvišamo prosti denarni tok. Negativen obratni kapital pomeni, da uspemo z obveznostmi do dobaviteljev financirati vse zaloge in terjatve do naših kupcev. To bi pomenilo, da so plačilni roki do dobaviteljev daljši od tistih, ki jih zahtevamo do svojih kupcev. Po drugi strani pa pozitiven obratni kapital (takega ima večina podjetij) pomeni, da so za financiranje zalog in terjatev potrebni dodatni viri (povzeto po Peterlin, 2016). Pri podjetju Aerodrom Ljubljana se je neto obratni kapital v opazovanem obdobju zmanjšal iz 3.600.000€ v letu 2009 na 650.000 € v letu 2013, kar pomeni, da se je znižal za več kot pet krat.



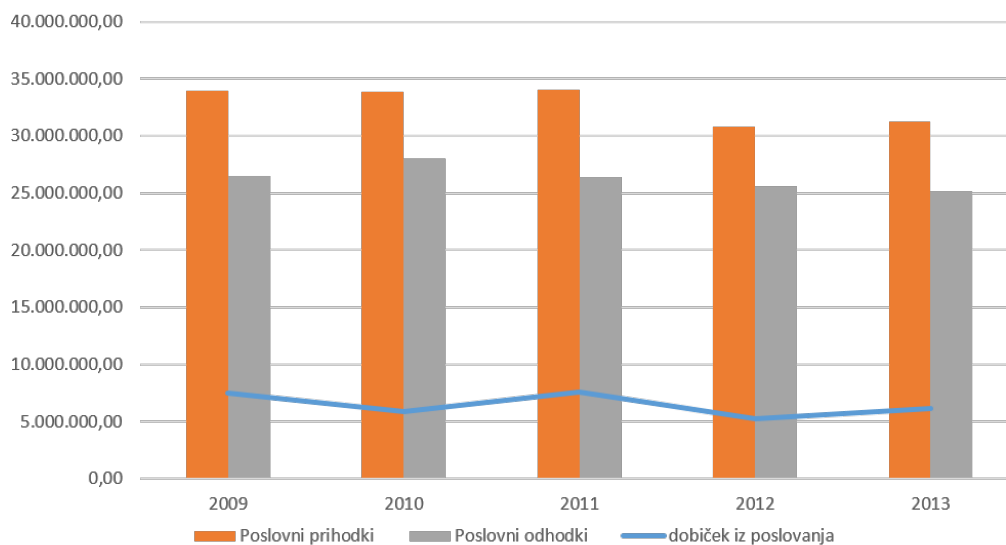
SLIKA 3. Neto obratni kapital

3.2. Izkaz poslovnega izida.

3.2.1. *Poslovni prihodki in poslovni odhodki.* Aerodrom Ljubljana večino svojih prihodkov ustvarja iz treh glavnih virov, to so letališke storitve, zemeljska oskrba in pa komercialne storitve. Kot lahko razberemo s spodnjega grafa je bil v opazovanem obdobju zaznan rahel padec poslovnih prihodkov. Iz 33.976.290€, kolikor so znašali v letu 2009, so leta 2012 padli že na 30.846.060€ in se potem v naslednjem letu nekoliko povečali. Leta 2010 so bili prihodki za 0,3% nižji od prihodkov v letu 2009. Glavna razloga za to sta zaprtje letališča zaradi obnove steze in pa manjše število premikov letal. Padec prihodkov v letu 2012 pa gre pripisati zmanjšanju prometa domačega prevoznika. Kljub temu pa jim je v letu 2013 uspelo povišati prihodke in sicer predvsem na račun prihodkov doseženih na tujih trgih.

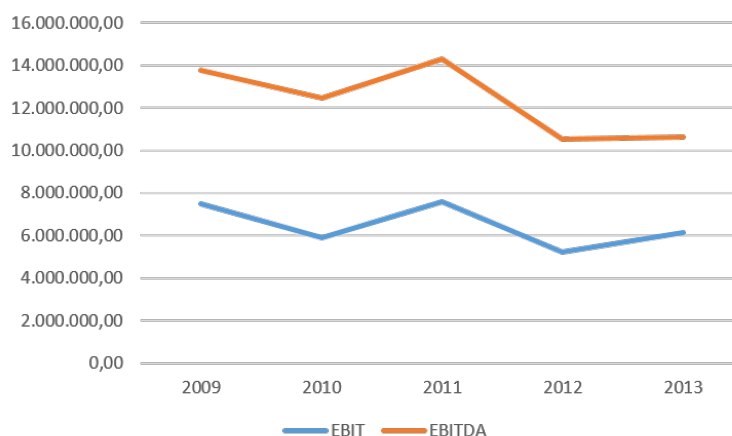
Poslovni odhodki so se v tem času gibal nekje med 25 in 28 milijoni €. Največji delež poslovnih odhodkov predstavljajo stroški dela. Ti so v letu 2013 znašali 11.641.568€, kar predstavlja skoraj polovico vseh poslovnih odhodkov. Stroški storitev so v tem letu predstavljali 26% poslovnih odhodkov, ostalo pa so predstavljali amortizacija(18%), stroški materiala in drugi poslovni prihodki.

Razliko med poslovnimi prihodki in poslovnimi odhodki imenujemo dobiček iz poslovanja oziroma EBIT. Če dobičku iz poslovanja prištejemo še amortizacijo dobimo



SLIKA 4. Poslovni prihodki in poslovni odhodki

EBITDA oziroma dobiček iz poslovanja pred amortizacijo. Na zgornji sliki lahko vidimo kako sta se gibala EBIT in EBITDA analiziranega podjetja v obdobju od 2009 do 2013.



SLIKA 5. EBIT in EBITDA

3.3. Analiza kazalnikov. Analizo lahko opravimo s pomočjo računovodskih kazalnikov (tudi finančni kazalci ali finančni večkratniki), ki jih, glede na analizirana področja, ločimo v več skupin:

- kazalci likvidnosti
- kazalci solventnosti
- kazalci učinkovitosti upravljanja sredstev
- kazalci donosnosti
- kazalci tržne vrednosti

Finančne kazalce izračunamo iz vrednosti v računovodskih izkazih. Običajno je smiselno kazalce enega podjetja primerjati s kazalci podjetij iz enake panoge ali pa

analizirati finančne kazalce podjetja za več obdobj. V nadaljevanju bom analizirala kazalnike poslovanja družbe Aerodrom Ljubljana v zadnjih nekaj letih pred prodajo (od leta 2009 do leta 2013).

3.3.1. *Kazalci likvidnosti.* Kot lahko že iz besede likvidnost sklepamo, nam kazalci likvidnosti povedo ali je podjetje kratkoročno plačilno sposobno. Torej ali ima podjetje na voljo zadostno količino nedenarnega premoženja, ki se lahko hitro zamejnja za denarna sredstva in s tem poplača obveznosti. Primer »ne najbolj likvidnega« premoženja so nepremičnine, saj jih težko prodamo v kratkem času.

Kratkoročni koeficient

S kratkoročnim koeficientom lahko hitro preverimo ali je podjetje likvidno ali ne. Izračunamo ga po naslednji formuli

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{Kratkoročna sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznosti}}$$

Če je kratkoročni koeficient večji od ena, pomeni, da ima podjetje več kratkoročnih sredstev kot kratkoročnih obveznosti. To pomeni, da naj bi bilo sposobno poplačati svoje kratkoročne obveznosti in je likvidno. Vendar pa moramo biti pozorni kaj vse ima podjetje med kratkoročnimi sredstvi. Včasih se zgodi, da so notri vštete tudi kakšne zaloge, ki niso najbolj likvidne, torej jih ne moremo hitro prodati. To bi lahko pomenilo, da kljub temu, da je kratkoročni koeficient večji od ena, ima družba težave s kratkoročno plačilno sposobnostjo.

Za Aerodrom Ljubljana je kratkoročni koeficient leta 2009 znašal 4,3 in je vse do leta 2012 naraščal do vrednosti 10,4. Naraščanje koeficienta lahko pripišemo naraščanju kratkoročnih sredstev in sicer predvsem na račun vedno večjih vrednosti kratkoročnih finančnih naložb. Hkrati so se v teh letih zmanjševale kratkoročne obveznosti. V letu 2014 je bilo razmerje med kratkoročnimi sredstvi in obveznostmi enako 9. Iz tega lahko sklepamo, da je bilo podjetje v vseh analiziranih obdobjih likvidno sposobno.

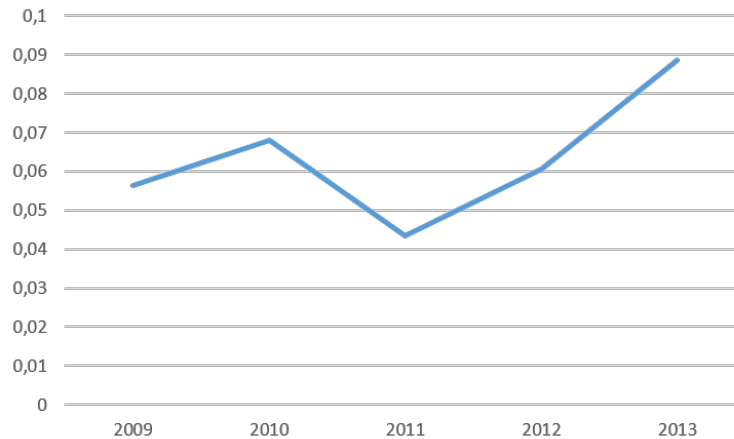
Pospešeni koeficient

Pospešeni koeficient je zelo podoben kratkoročnemu. Razlika je le v tem, da tukaj v imenovalcu od kratkoročnih sredstev odštejemo zaloge. Zaloge so namreč manj likvidna sredstva in niso pravi pokazatelj likvidnosti podjetja.

Pri Aerodromu Ljubljana je kazalnik, tudi če odštejemo zaloge, še vedno zelo visok, saj zaloge pri njih predstavljajo zelo majhen del kratkoročnih sredstev. V analiziranem obdobju je bila vrednost pospešenega koeficienta med 4,3 in 10,4.

Hitri koeficient

Še en v vrsti kazalcev likvidnosti pa je hitri oziroma denarni koeficient. Tako kot prejšnja dva koeficienta, tudi ta prikazuje razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Le da pri tem namesto vseh kratkoročnih sredstev vzamemo le najbolj likvidna sredstva, torej denarna sredstva. Denarni koeficient nam torej pove koliko dolgov lahko družba poplača takoj in brez likvidacije drugih sredstev. Podjetja pri katerih je vrednost tega koeficienta enaka ali večja od 1 lahko celotne kratkoročne obveznosti poplačajo z denarnimi sredstvi. Tako visoka vrednost je sicer ugodna za upnike, hkrati pa nam lahko pove, da podjetje ne ve kako bolj učinkovito porabiti denarna sredstva.



SLIKA 6. Hitri koeficient

Analizirano podjetje ima zelo nizek hitri koeficient in se je v opazovanih letih gibal med 0,04 in 0,09. Kar pomeni, da lahko podjetje le 4% do 9% vseh svojih kratkoročnih obveznosti poravnava brez prodaje drugih sredstev.

3.3.2. Kazalci solventnosti. Če je podjetje likvidno oziroma kratkoročno plačilno sposobno ne pomeni, da je tudi trajno plačilno sposobno. Podjetje je solventno če je dolgoročno sposobno poplačati svoje obveznosti. To pomeni, da ima zadostno količino dolgoročnih virov financiranja in sicer predvsem lastniškega kapitala.

Delež obveznosti v sredstvih

Nizka vrednost tega kazalnika nam pove, da se podjetje v večji meri financira z lastniškim kapitalom. Izračunamo ga po formuli

$$\text{Delež obveznosti v sredstvih} = \frac{\text{Sredstva} - \text{Lastniški kapital}}{\text{Sredstva}}$$

Delež obveznosti v sredstvih je pri Aerodromu Ljubljana zelo nizek, kar je bilo pričakovati, saj se financira le z lastniškim kapitalom.

Multiplikator lastniškega kapitala

Multiplikator lastniškega kapitala je razmerje med sredstvi in lastniškim kapitalom. Ta kazalnik nam pove kolikšen del sredstev podjetje financira z dolžniškim kapitalom. Večja vrednost multiplikatorja lastniškega kapitala kaže na večji delež dolžniškega financiranja. Pri Aerodromu Ljubljana se vrednost pričakovano giblje okoli 1.

Dolgoročno financiranje stalnih sredstev

Kazalnik dolgoročnega financiranja stalnih sredstev izračunamo tako, da vsoto kapitala in dolgoročnih obveznosti delimo z dolgoročnimi sredstvi. V primeru, da je vrednost kazalnika večja od ena pomeni, da družba svoja dolgoročna sredstva financira z dolgoročnimi viri. V nasprotnem primeru (če je vrednost manjša od ena) pa dolgoročna sredstva financira tudi z kratkoročnimi viri. To lahko privede to težav ali pa celo likvidacije podjetja. Pri Aerodromu Ljubljana je bil v opazovanem obdobju

kazalnik vedno višji od 1, oziroma v povprečju približno 1,5, kar pomeni, da podjetje svoja dolgoročna sredstva financira z dolgoročnimi viri.

3.3.3. *Kazalci donosnosti.* **ROA** oziroma donosnost sredstev je zelo pomemben kazalec za merjenje uspešnosti poslovanja. Velikokrat ga uporabljajo investitorji pri odločitvah o investiranju. Izračunamo ga tako, da čisti dobiček delimo s sredstvi. Torej nam pove kakšen »uspeh« smo dosegli na enoto sredstev. Vrednost tega kazalnika pa ni odvisna le od uspešnosti poslovanja ampak tudi od panoge v kateri podjetje deluje. Proizvodna podjetja imajo načeloma manjšo donosnost sredstev, visokotehnološka podjetja pa večjo. Donosnost sredstev je pri Aerodromu Ljubljana leta 2009 znašala 0,048, leta 2010 padla na 0,033 in se nato dvignila na 0,04, kjer je ostala naslednja tri leta.

ROE oziroma donosnost kapitala izračunamo kot razmerje med čistim dobičkom in kapitalom. Donosnost kapitala je pomemben kazalnik za lastnike. Pove namreč koliko dobička lahko podjetje proizvede s kapitalom, ki ga prispevajo delničarji. Naložbeniki lahko kazalnik primerjajo z donosnostjo obveznic in drugih vrednostnih papirjev in tako ugotovijo kam se najbolj splača vlagati.

Vseeno pa moramo biti pozorni na visoke vrednosti kazalnikov, saj te ne pomenijo nujno uspešnega poslovanja. Visoko vrednost donosnosti kapitala lahko namreč podjetje doseže tudi z zadolževanjem pri bankah in ostalih institucijah.

Podjetje Aerodrom Ljubljana je imela v letih od 2009 do 2013 donosnost kapitala skoraj enak kot donosnost sredstev. To pa zato, ker se je v celoti financiral z lastniškim kapitalom in je zato vrednost celotnih sredstev skoraj enaka vrednosti kapitala.



SLIKA 7. Donosnost sredstev in donosnost kapitala

4. OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA

V nadaljevanju tega poglavja bom s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov ocenila kakšno vrednost je imelo podjetje Aerodrom Ljubljana v začetku leta 2014. Metoda DCF temelji na vsoti diskontiranih denarnih tokov. Zato je potrebno zelo natančno oceniti prihodnje denarne tokove podjetja, za kar pa potrebujemo napovedati višino prihodkov, odhodkov, amortizacijo, naložb v objekte in opremo ter

obratnega kapitala. Poleg tega je potrebno poiskati še ustrezno diskontno stopnjo, ki odraža stroške kapitala.

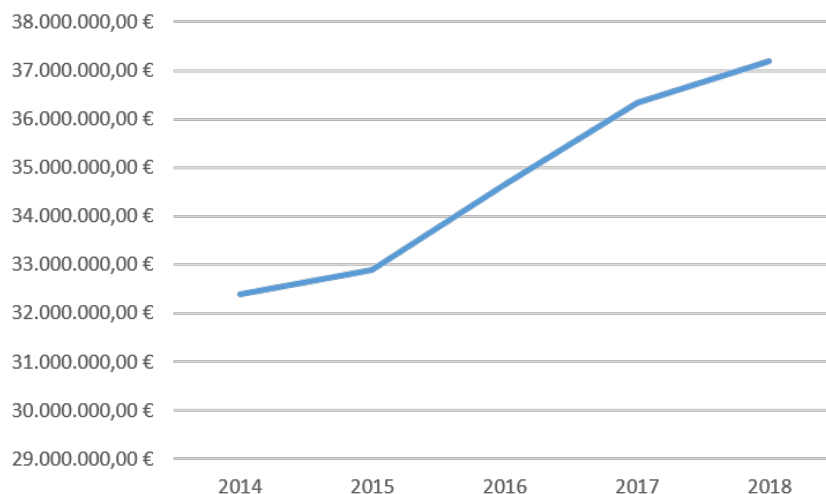
4.1. Tržna napoved panoge. Za lažjo in bolj natančno napoved prihodkov in odhodkov je potrebno poznati tudi kakšna so predvidevanja za panogo v kateri ocenjevano podjetje deluje. Pri napovedi letalske panoge sem si pomagala z napovedjo Bombardier iz leta 2013. Tega leta je bila obeležena 100. obletnica prvega komercialnega leta. Od primitivnih začetkov z dvosedežnim lesenim letalom se letalska industrija še naprej razvija in napreduje s predvidenimi 3,3 milijardami potnikov v letu 2014 ali 9 milijonskimi dnevnimi potniki na 100.000 dnevnih letih. Bombardier je prepričan, da bo nenehna gospodarska rast v naslednjih 20 letih še povečala povpraševanje po letalskih potovanjih. Danes letalska industrija zagotavlja 2,4 bilijona dolarjev v gospodarski dejavnosti in 58 milijonov delovnih mest v letalski panogi in s tem povezanem turizmu, kar predstavlja 3,5% svetovnega bruto domačega proizvoda.

Mednarodno združenje za zračni prostor IATA je v svoji napovedi za 2013 do 2017 prav tako napovedalo visoko rast letalske panoge. Njihova napoved kaže, da letalski prevozniki pričakujejo 31% povečanje števila potnikov med letoma 2012 in 2017. Do leta 2017 naj bi se skupno število potnikov povečalo za 930 milijonov, z 2,98 milijarde v letu 2012 na 3,91 milijarde v letu 2017. Pričakovali so, da se bo globalno povpraševanje v letih med 2013 in 2017 povečalo za povprečno 5,4 odstotno letno stopnjo rasti. Za primerjavo se je rast svetovnega potniškega prometa med letoma 2008 in 2012 povečala za 4,3%, kar je v veliki meri posledica negativnega učinka globalne finančne krize leta 2008. Za Evropo pa so napovedali, da se bo povpraševanje povečevalo po 3,9% rasti letno.

4.2. Napoved poslovnih prihodkov. Višino prihodkov in odhodkov podjetja od leta 2014 do 2018 sem napovedala s pomočjo strateškega poslovnega načrta za leta 2014 do 2020, ki ga je izdala družba Aerodrom Ljubljana.

Napovedali so, da naj bi podjetje v tem obdobju še naprej dobro delovalo. Prihodki naj bi od leta 2014 do 2018 rastle po povprečni letni stopnji 3,5%. Napoved se mi zdi smiselna zaradi vse večje rasti potniškega letalskega prometa. Prav tako pa se v Sloveniji vztrajno povečuje tudi število turistov na letni ravni, kar seveda vodi tudi k vse večji uporabi letaliških storitev. V letu 2014 naj bi višina prihodkov znašala 32,4 milijona evrov in bi tako do leta 2018 narasla na 37,2 milijona evrov. V sami strukturi prihodkov ni bilo pričakovati velikih sprememb. Vseeno pa so največjo povprečno letno stopnjo rasti napovedali za letališke storitve. Te naj bi med letoma 2014 in 2020 rastle povprečno 4,2% na leto in tako v letu 2020 predstavljali 54 odstotni delež celotnih prihodkov. Za zemeljsko oskrbo je bila za isto obdobje predvidena 1,4% povprečna rast. Napoved prihodkov iz letaliških storitev in storitev zemeljske oskrbe na domačem trgu temelji na napovedi rasti prometa domačega prevoznika Adrie Airways. Ta naj bi se povečevala po 3,2% na leto, kar je posledica povečanja števila letov v tem obdobju. Prihodki letaliških storitev in zemeljske oskrbe naj bi se letno v povprečju povečevali za 4%. Večina te rasti sicer temelji na rasti nizkocenovnih letalskih prevoznikov. K rasti pa naj bi pomembno prispevali tudi visokocenovne letalske družbe in čarterski leti, saj se je pričakovalo, da se bo število potnikov povečevalo po povprečni letni stopnji 5,6%. Prihodki iz komercialnih storitev naj bi se iz 9,2 milijona evrov v letu 2014 povečali na 10,6 milijona evrov v letu 2020, kar predstavlja 2,5% letno rast. Za nekatere komercialne storitve je rast prihodkov vezana na povečanje števila potnikov, to so npr.

oglaševanje, parkiranje, najemnine za prostore maloprodaj.



SLIKA 8. Napoved poslovnih prihodkov od leta 2014 do 2018

4.3. Napoved poslovnih odhodkov. Po napovedih naj bi bila vrednost poslovnih odhodkov v letu 2014 26,432 milijona evrov, v letu 2018 pa 30,475 milijona evrov. Po letu 2018 pa naj bi poslovni odhodki rastle počasneje. V strukturi poslovnih odhodkov se je največjo rast pričakovalo pri amortizaciji (povprečno 4% na leto) zaradi planiranih investicij v objekte in opremo. Predvidevalo se je, da bodo stroški storitev naraščali po povprečni letni stopnji 3,2%. Razlog za povečanje stroškov storitev je posledica povečanja prometa. Tako se bodo naprimer povečali stroški programske opreme, stroški vzdrževanja, stroški varovanja in stroški dela študentov. Nekoliko manjšo rast se pričakovalo pri stroških materiala in sicer v letnem povprečju 2,2%. v istem obdobju naj bi se stroški dela poviševali v povprečju 1,9 odstotka letno. Predvidevali so, da bodo zaradi povečanega prometa zaposlili 15 novih oseb.

4.4. Ocena diskontne stopnje. Ustrezno diskontno stopnjo sem določila z uporabo formule za tehtan povprečni strošek kapitala, ki ga krajše imenujemo WACC (angl. *weighted average cost of capital*).

Kot sem že omenila pri analizi podjetja, se je Aerodrom Ljubljana, v celotnem analiziranem obdobju financiral le z lastniškim kapitalom. Ker pa je lastniški kapital dražji od dolga in posledično to razmerje ni najbolj optimalno, sem predpostavila, da bo kupec podjetja optimiziral to razmerje. Za določitev optimalnega razmerja sem si pomagala z izračuni Damodarana, ki za vsako leto določi kakšno je bilo dejansko razmerje med deležem lastniškega kapitala in dolga za določene panoge (izračunano na podlagi strukture kapitala različnih podjetij). Po njegovem naj bi utež lastniškega kapitala za podjetja, ki se ukvarjajo z zračnim transportom, znašala 0,6091 in utež dolga 0,3909.

Strošek dolga nam pove kolikšne obresti podjetje plačuje za prejeta posojila v prihodnosti. Povprečna efektivna obrestna mera za potrošniške kredite na osnovi

ponudb bank in hranilnic je konec leta 2013 za ročnost 10 let znašala 6,6%.

Strošek lastniškega kapitala lahko izračunamo s pomočjo modela CAPM. Model je zaradi svojih predpostavk bolj primeren za določanje lastniškega kapitala velikih podjetij. Zato je smiselno, da pri izračunu lastniškega kapitala majhnih podjetij prištejemo še dodatek za velikost. Poleg tega pa je potrebno upoštevati tudi pribitek za deželno tveganje. Le ta nastane zaradi investiranja v tujo državo in je povezano s političnim sistemom in stabilnostjo določene države. Tako lahko strošek lastniškega kapitala izračunamo kot:

$$(7) \quad r_l = r_f + (r_m - r_f) * \beta_i + \text{pribitek za deželno tveganje} + \text{pribitek za velikost}$$

Za netvegano stopnjo donosa lahko vzamemo donosnost dolgoročnih državnih obveznic, saj le te veljajo za najbolj netvegane vrednostne papirje. Uporabila sem donosnost 20 letnih ameriških obveznic, ki je konec leta 2013 znašala 0,04.

Tržna premija za tveganje predstavlja razliko med donosnostjo tvegane in netvegane naložbe. Torej nam pove kolikšno dodatno donosnost pričakujejo investitorji v zameno za prevzeto tveganje. Po podatkih podjetja Duff and Phelps, ki se med drugim ukvarja z vrednotenjem podjetij, je tržna premija konec leta 2013 znašala 0,05.

Beta koeficient nezadolženega podjetja lahko zopet dobimo iz podatkov Damodarana. Ker pa sem predpostavila, da se bo podjetje v prihodnosti zadolžilo, sem morala določiti beta koeficient zadolženega podjetja. Tega lahko izračunamo s pomočjo Hamadove formule:

$$(8) \quad \beta_{L,i} = \beta_{U,i} * (1 + (1 - T) * D/E)$$

kjer je

- $\beta_{L,i}$ beta koeficient zadolženega podjetja
- $\beta_{U,i}$ beta koeficient nezadolženega podjetja
- T davčna stopnja
- D/E razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom

Po podatkih Damodarana je beta panoge brez zadolženosti znašala 0,48. S formulo 8 dobimo, da beta zadolženega podjetja znaša 0,74.

Če k osnovnemu modelu CAPM prištejemo še premijo za deželno tveganje, ki za Slovenijo znaša 0,0375 (podatki Damodarana) in premijo za majhna podjetja 0,035 (podatki Duff and Phelps, Valuation Handbook 2014), strošek lastniškega kapitala znaša 0,15. Skupen strošek kapitala tako znaša 0,113.

4.5. Napoved prostega denarnega toka. Eksplicitno napoved prostega denarnega sem izračunala za obdobje od leta 2014 do leta 2018. Za obdobje, ki sledi pa sem izračunala preostalo vrednost. Prosti denarni tokovi so za celotno obdobje določeni na zadnji dan vsakega leta.

Kot sem že omenila prosti denarni tok dobimo tako, da dobičku iz poslovanja zmanjšanemu za davčne obveznosti prištejemo amortizacijo in odštete naložbe v objekte in opremo ter povečanje obretnega kapitala. Na podlagi napovedi velikega števila investicij, lahko previdavamo, da bo podjetje uveljavljalo olajšavo za investiranje v višini 30%, s čimer bi lahko zakonsko določeno davčno stopnjo 17% znižali

na 15%. Vse postavke v prostem denarnem toku sem napovedala v skladu z napovedjo podjetja. V tabeli je po letih prikazan izračun eksplicitne napovedi prostega denarnega toka.

Stolpec1	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	5.952.000,00 €	5.614.000,00 €	6.118.000,00 €	6.811.000,00 €	6.713.000,00 €
Davčna stopnja	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Amortizacija	4.700.099,04 €	4.888.103,00 €	5.083.627,12 €	5.286.972,21 €	5.498.451,09 €
Naložbe v objekte in opremo	5.789.000,00 €	8.027.000,00 €	7.324.000,00 €	7.031.000,00 €	4.462.000,00 €
Povečanje obratnega kapitala	1.159.579,35 €	-102.816,53 €	153.312,22 €	210.804,31 €	-29.810,71 €
Prosti denarni tok (FCF)	2.810.719,69 €	1.735.819,53 €	2.806.614,90 €	3.834.517,90 €	6.772.311,80 €
WACC	0,1133	0,1133	0,1133	0,1133	0,1133
Sedanja vrednost FCF	2.593.322,93 €	1.438.563,56 €	2.089.261,15 €	2.563.929,57 €	4.067.407,51 €

SLIKA 9. Napoved prostega denarnega toka

Uporabimo sedaj še formulo Gordonovega modela rasti (formula 6) za izračun preostale vrednosti. Ob predpostavki, da je pričakovana stopnja rasti 2%, dobimo, da preostala vrednost podjetja znaša 74.033.311,02€.

Če upoštevamo še datum vrednotenja podjetja (31.3.2014), dobimo, da je vrednost celotnega kapitala po naših izračunih na ta dan znašala 97.270.718,71€. Kar pomeni, da je bila vrednost ene delnice enaka 25,62 €.

5. SINERGIJSKA VREDNOST PODJETJA

Beseda sinergija izhaja iz grške besede “sunergos”, ki pomeni, da “ločeni deli delujejo skupaj”. Pojem sinergije lahko v splošnem definiramo kot učinek, ki se pojavi med dvema ali več sredstvi, subjekti, dejavniki ali snovmi, ki ustvarjajo učinek večji od vsote njihovih posameznih učinkov.

Predpostavimo, da podjetje A razmišlja o prevzemu podjetja B. Naj bo vrednost podjetja A enaka V_A , vrednost podjetja B pa V_B . Razliko med vrednostjo združenih podjetij $V_{A,B}$ in vsoto vrednosti podjetij kot ločenih subjektov imenujemo sinergija. Z drugimi besedami, sinergija se pojavi kadar je vrednost združenega podjetja po združitvi večja od vsote vrednosti prevzemnega podjetja in vrednosti prevzete družbe pred združitvijo (Hillier, 2013).

Sinergije ali bolje neobstoj sinergij so bile v preteklosti že velikokrat debata lastnikov podjetij zaradi številnih napak v zvezi združitvami in prevzemi. Kljub temu obstajajo podjetja, ki združujejo in prevzemajo druga podjetja kot naravni del svoje strategije rasti, kar kaže na uspešno obvladovanje sinergij.

V prvem razredu osnovne šole nas učijo, da je ena plus ena enako dve. Z nadaljnim izobraževanjem se zavedamo, da v tem obstaja logika ker ničesar ni mogoče ustvariti iz neobstoječega materiala. Zanimivo pa je, da naj bi sinergije v povezavi z združitvami in prevzemi ustvarjale dodano vrednost. S kombiniranjem dveh subjektov naj bi dobili višjo vrednost kot je vsota vrednosti posameznih subjektov.

Nekateri raziskovalci so se zaradi velikega števila neuspešnih združitvev in prevzemov v poslovnem svetu ter asociativnih kritik začeli spraševati, ali sploh obstajajo sinergije in trdijo, da imajo združitve in prevzemi negativne učinek, torej, da vrednost uničujejo, namesto da bi jo ustvarjali. Kljub temu pa so združitve in prevzemi v današnjem svetu zelo pogosti. Zanimivo je, da so nekatera podjetja vključile združitve in prevzeme kot naravni del svoje strategije rasti, kjer nekateri od njih opravijo več kot deset prevzemov vsako leto. Če le te ne bi bile donosne, se verjetno

ne bi izvajale v tako velikem obsegu. Sedaj se vprašamo kako ta podjetja ustvarjajo strategije in kaj je tisto kar naredi njihove prevzeme in združitve uspešne (Eliasson).

Sirower (1997) sinergijo opredeljujejo kot povečanje konkurenčnosti in posledično kot denarne tokove, ki presegajo tiste denarne tokove, ki naj bi jih obe družbi pričakovali neodvisno. Kot argumente pri prevzemih in združitvah so največkrat omenjene finančne koristi dosežene z izboljšavami na različnih ravneh v podjetju. Koncept sinergije je ustvarjanje dodane vrednosti z delitvijo virov in pridobivanjem koristi, ki jih drugače ne bi bilo mogoče doseči ali pa jih je mogoče doseči le z višjimi stroški (Eliasson).

Vire sinergij ločimo v več skupin, ki nam pokažejo iz kje izhajajo možni viri sinergije in kako lahko prihranimo oziroma pridobimo finančna sredstva (povzeto po Hillier):

- *Sinergije prihodkov*

Prihodki se lahko povečajo zaradi večje tržne moči (tržne sinergije). Pogosto želi neko podjetje kupiti drugo podjetje, da s tem zmanjša oziroma se znebi konkurence. Posledično lahko pridobi višje marže dosežene z večjo pogajalsko močjo do dobaviteljev in kupcev. Drug razlog za povečanje prihodkov se lahko skriva v strateški koristi. Kot primer lahko vzamemo podjetje, ki se ukvarja z proizvodnjo šivalnih strojev in želi kupiti neko računalniško podjetje. S tem podjetje pridobi prednost pred ostalimi podjetji v enaki panogi, saj bo lahko izdelovalo računalniško vodene šivalne stroje.

- *Sinergije stroškov*

Združeno podjetje lahko deluje bolj učinkovito kot dve ločeni podjetji tudi zaradi zmanjšanja stroškov. Do zmanjšanja stroškov lahko pride z optimizacijo procesov, kar lahko dosežemo z izboljšanjem marketinških potez in strategij, boljšo tehnologijo ter učinkovitejšo distribucijo. Spodaj so navedeni najpogostejši primeri, ki se pojavijo ob združitvah in primorejo k zmanjšanju stroškov.

- Ob združitvi podjetij lahko pride do povečanja *ekonomije obsega*. Kar pomeni, da povprečni stroški proizvoda padajo s povečanjem obsega proizvodnje. To se zgodi, ko je mogoče razporediti fiksne stroške na več proizvodov. Očitno je, da je ekonomija obsega ena izmed prednosti *horizontalnih združitvev* (združitvev podjetij znotraj iste panoge)
- Tako kot z horizontalno združitvijo lahko tudi z *vertikalno združitvijo* zmanjšamo stroške poslovanja. Pri vertikalnih povezovanjih gre namreč za združitve podjetij v isti proizvodni verigi, vendar na različnih stopnjah. Glavni namen vertikalnega združevanja je namreč olajšati usklajevanje tesno povezanih dejavnosti. S tem si lahko pojasnimo zakaj kakšno podjetje prevzame svojega dobavitelja.
- Naslednji izmed razlogov za združitve je lahko tudi *prenos tehnologije*. V primeru, da proizvajalec avtomobilov kupi letalsko podjetje ima s tem prednost pred konkurenco, saj lahko napredek razvoja letalske industrije doprinese k razvoju avtomobilske industrije.
- Pomemben dejavnik za zmanjšanja stroškov je lahko tudi uporaba *komplementarnih virov*. Nekatera podjetja kupujejo druga, da s tem izboljšajo uporabo obstoječih virov. Viri in kompetence, ki ne uporabljajo polne zmogljivosti ali ne delujejo učinkovito, se lahko bolje izkoristijo v kombinaciji z novimi, dodatnimi ali povezanimi dejavnostmi,

ki razširjajo uporabo in s tem zmanjšajo povprečne stroške. Na primer trgovina s smučarsko opremo kupi trgovino s potapljaško opremo, zato da lahko obratuje tako v zimski kot tudi poletni sezoni in s tem boljše izkoristijo kapaciteto trgovine.

- *Finančne sinergije*: Finančne sinergije so povezane z manjšimi stroški kapitala zaradi nižjega tveganja in višjimi denarnimi tokovi. Če se bo dolg po združitvi povečal, bodo davki padli. To je preprosto zaradi večjih plačil obresti po združitvi, davčna osnova združenega podjetja je manjša od vsote davčnih osnov ločenih podjetij pred združitvijo. Z drugimi besedami, večja količina dolga lahko zmanjša davke.

Poleg tega pa združitev povzroči zmanjšanje tveganja in s tem večjo sposobnost pridobitve kapitala.

5.1. Sinergijska vrednost podjetja Aerodrom Ljubljana. Podjetje Aerodrom Ljubljana je bilo leta 2014 kupljeno s strani nemške družbe Fraport AG. Konec leta 2013 je bila tržna cena delnice 27,6€, knjigovodska vrednost pa 32,87€. Podjetje Fraport pa je za ceno ene delnice odštél 61,75 €. Zanima nas kako to, da je bilo podjetje Fraport AG pripravljeno plačati tako visoko vrednost za brniško letališče ter posledično kje vse so videli tržne priložnosti in nove prihodke podjetja Aerodrom Ljubljana.

V nadaljevanju tega poglavja bom poskušala oceniti sinergijsko vrednost podjetja Aerodrom Ljubljana za podjetje Fraport AG.

Kupec podjetja Aeroport Ljubljana, nemško podjetje Fraport AG, je eden izmed vodilnih letaliških podjetij na svetu. Na treh celinah ima do danes lastniški delež v skupno 26 letališčih. Glede na število letališč, ki jih je podjetje upravlja že pred prevzemom podjetja Aerodrom Ljubljana, lahko sklepamo, da je ena izmed glavnih strategij podjetja prevzem čim večjega števila letališč in tako pridobivati vedno večjo pogajalsko moč na trgu. Njihova vizija za brniško letališče je postati konkurenčna vstopna točka v regijo Alpe Adria. Glede na to, da gre za prevzem podjetja znotraj iste panoge, se lahko poveča ekonomija obsega in s tem zmanjšajo povprečni stroški. To bi lahko dosegli tudi z zmanjšanjem števila zaposlenih, saj bi lahko nekatere funkcije opravljali le v enem od podjetij namesto v obeh.

Problem pri ocenjevanju sinergijske vrednosti je ta, da je sinergijska vrednost drugačna za vsako podjetje in jo težko ocenimo za splošnega kupca. Zato je zelo pomembno, da dobro poznamo kupca ter kakšni so njegovi plani in strategije za prihodnost. Ker je podatke o strategijah podjetij ponavadi težko dobiti, saj so le te skriti pred javnostjo, nisem mogla natančno določiti kakšno vrednosti ima brniško letališče za podjetje Fraport AG.

V nadaljevanju predstavljam več možnih realizacij prostih denarnih tokov, ki bi jih lahko proizvajalo prevzeto podjetje. Le te se med seboj razlikujejo glede na naslednje parametre: rast poslovnih prihodkov in odhodkov v prvih petih letih po prevzemu, povprečna vrednost naložb v objekte in opremo in pričakovana stopnja rasti od petega leta naprej.

Realizacija 1

Prva možna realizacija predpostavlja, da bodo v prvih petih letih po prevzemu

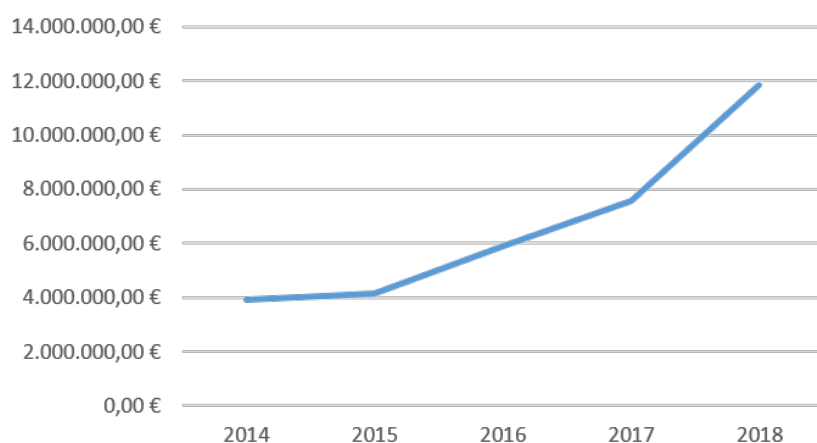
poslovni prihodki rastle po 4,5% stopnji, poslovni odhodki po 2,5% stopnji, da bo višina naložb v objekte in opremo za 5% višja od načrtovane in da bo pričakovana stopnja rasti od petega leta naprej 2%. V tem primeru vrednost kapitala na delnico znaša 32,44€. V spodnji tabeli so predstavljeni izračuni prostih denarnih tokov ob zgoraj navedenih predpostavkah.

Realizacija 1	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	6.910.631,50 €	7.736.839,77 €	8.613.108,17 €	9.542.011,41 €	10.526.248,14 €
Poslovni prihodki	32.672.124,60 €	34.142.370,20 €	35.678.776,86 €	37.284.321,82 €	38.962.116,30 €
Poslovni odhodki	25.761.493,10 €	26.405.530,43 €	27.065.668,69 €	27.742.310,41 €	28.435.868,17 €
Davčna stopnja	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Amortizacija	4.700.099,04 €	4.888.103,00 €	5.083.627,12 €	5.286.972,21 €	5.498.451,09 €
Naložbe v objekte in opremo	6.078.450,00 €	8.428.350,00 €	7.690.200,00 €	7.382.550,00 €	4.685.100,00 €
Povečanje obratnega kapitala	1.159.579,35 €	-102.816,53 €	153.312,22 €	210.804,31 €	-29.810,71 €
Prosti denarni tok (FCF)	3.336.106,46 €	3.138.883,34 €	4.561.256,85 €	5.804.327,60 €	9.790.472,72 €
WACC	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Sedanja vrednost FCF	3.078.073,36 €	2.601.355,21 €	3.395.427,26 €	3.881.032,13 €	5.880.095,81 €

SLIKA 10. Realizacija 1

Realizacija 2

Naj bo sedaj rast poslovnih prihodkov 6%, rast poslovnih odhodkov 3%, višina naložb v objekte in opremo enaka načrtovani in pričakovana stopnja rasti od petega leta naprej 2%. Ob teh prepostavkah znaša predvidena vrednost kapitala na delnico 37,29€. Na grafu lahko vidimo kako bi se v tem primeru gibal prosti denarni tok prevzetega podjetja v obdobju od leta 2014 do leta 2018.



SLIKA 11. Prosti denarni tok ob realizaciji 2

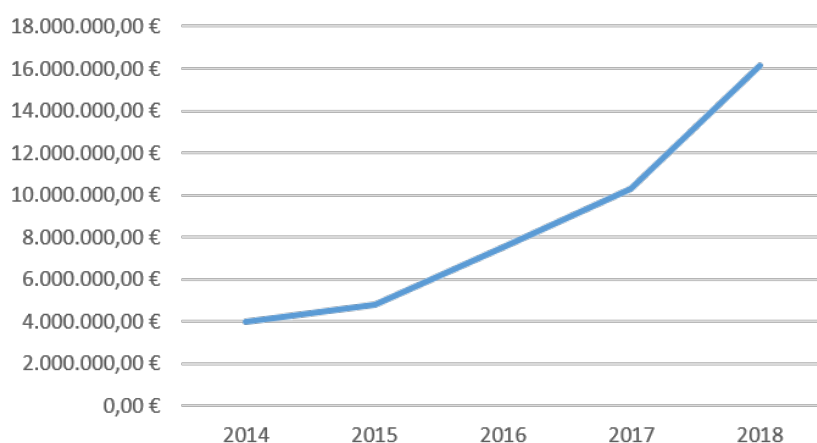
Realizacija 3

Predpostavimo sedaj še, da bo v prvih petih letih po nakupu kupcu uspelo realizirati 10% stopnjo rasti poslovnih prihodkov, 5% rast poslovnih odhodkov in da bo naložba v objekte in opremo za 10% višja od načrtovane ter da bo rast podjetja po petih letih 2% letno. Kljub zelo visoko predpostavljeni rasti prihodkov, znaša vrednost kapitala na delnico 46,33€, kar je še vedno veliko manj kot je plačalo podjetje Fraport (61,75€). Ob tem lahko sklepamo, da glavni cilj podjetja ni bilo prevzeti

Aerodroma Ljubljana, temveč, da bi skupaj z še ostalimi prevzetimi podjetji ustvarili višjo vrednost. En izmed možnih scenarijev je da so želeli prevzeti še kakšna druga letališča na območju Srednje Evrope in s tem pridobiti boljšo pogajalsko moč na tem območju.

Realizacija 3	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	8.001.887,90 €	10.121.567,80 €	12.519.190,25 €	15.225.848,22 €	18.275.908,94 €
Poslovni prihodki	34.391.710,10 €	37.830.881,11 €	41.613.969,22 €	45.775.366,14 €	50.352.902,76 €
Poslovni odhodki	26.389.822,20 €	27.709.313,31 €	29.094.778,98 €	30.549.517,92 €	32.076.993,82 €
Davčna stopnja	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Amortizacija	4.700.099,04 €	4.888.103,00 €	5.083.627,12 €	5.286.972,21 €	5.498.451,09 €
Naložbe v objekte in opremo	6.367.900,00 €	8.829.700,00 €	8.056.400,00 €	7.734.100,00 €	4.908.200,00 €
Povečanje obratnega kapitala	1.159.579,35 €	-102.816,53 €	153.312,22 €	210.804,31 €	-29.810,71 €
Prosti denarni tok (FCF)	3.974.224,41 €	4.764.552,16 €	7.515.226,61 €	10.284.038,89 €	16.154.584,40 €
WACC	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Sedanja vrednost FCF	3.666.835,70 €	3.948.631,17 €	5.594.380,26 €	6.876.366,75 €	9.702.340,92 €

SLIKA 12. Realizacija 3



SLIKA 13. Prosti denarni tok ob realizaciji 3

Kot smo lahko videli, je ocenjevanje sinergijske vrednosti brez poznavanja strategij podjetja zelo zahtevno delo in lahko kmalu naletimo na različne težave. Zato je zelo pomembno, da vsak ocenjevalec nekega podjetja sodeluje s kupcem podjetja in dobro pozna tako poslovanje podjetja, ki se prodaja, kot tudi podjetja, ki kupuje. Verjamem, da bi lahko tudi sama, v primeru sodelovanja z vodilnimi v podjetju Fraport AG in poznavanjem njihovih planov za prihodnost, natančneje ocenila sinergijsko vrednost podjetja Aerodrom Ljubljana.

SKLEP

Ob pisanju diplomske naloge sem ugotovila, da je vrednotenje podjetij po metodi diskontiranih denarnih tokov lahko zelo subjektivno delo. Vsak ocenjevalec namreč drugače vidi kako se bo neko podjetje razvijalo v prihodnosti. Že majhne razlike pri napovedi enega izmed parametrov pa lahko vodijo do velikih sprememb pri končni vrednosti celotnega kapitala. Zato je zelo pomembno, da se ocenjevalec pred začetkom vrednotenja podjetja dobro spozna s samim delovanjem podjetja. V postopku vrednotenja kapitala v podjetju pa je potrebno razlikovati ali name-rava kupec kupiti celotno podjetje ali pa le manjši delež podjetja in s tem postati manjšinski lastnik. Seveda je vrednost za večinskega lastnika večja, saj z večinskim deležem pridobi tudi več ugodnosti in pravic do soodločajnja v podjetju kot jih ima manjšinski lastnik. Zato je potrebno proučiti vse pravice in dolžnosti, ki se vežejo na različne lastniške deleže. Sama sem računala vrednost kapitala za večinskega lastnika, saj sem predpostavila da bo en kupec prevzel celotno podjetje. Po mojih izračunih je bila vrednost ene delnice za podjetje Aerodrom Ljubljana v letu 2014 enaka 25,62 €. Podjetje Fraport AG pa je za eno delnico plačal 61,75 €. Razlog za razliko med plačano ceno in tržno vrednostjo delnice je premija katero je pripravljen plačati večinski lastnik. Premija se lahko pojavi zaradi različnih sinergij. Sinergija je učinek, ki se pojavi med dvema ali več podjetji, ki skupaj ustvarjajo večjo vrednost od vsote posameznih vrednosti podjetij. Vrednost sinergij mora biti večja ali enaka od razlike med plačano in tržno ceno.

SLOVAR STROKOVNIH IZRAZOV

- asset-based approach** nabavnovrednostni način
- economies of scale** ekonomija obsega – pomeni, da povprečni stroški padajo z večanjem obsega proizvodnje
- horizon value** preostala vrednost – vrednost ocenjevanega sredstva od konca eksplicitne vrednosti naprej
- horizontal merger** horizontalna združitev – združitev podjetij znotraj iste panoge
- income approach** na donosu zasnovan način
- market approach** način tržnih primerjav
- M&A – mergers and acquisitions** združitve in prevzemi
- synergy** sinergija – učinek, ki se pojavi med dvema ali več sredstvi in je večji od vsote posameznih učinkov sredstev

LITERATURA

- [1] A. Borchert, L. Ensz, J. Knijn, G. Pope in A. Smith *understanding Risk and Return, the CAPM, and the Fama-French Three-Factor Model*, (2003).
- [2] Z. Bodie, *Investments*, **8**, New York, 2009.
- [3] A. Damodaran, *Podatkovna baza Aswat Damodaran*, [ogled 2. 5. 2018], dostopno na <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- [4] S. Eliasson, *Synergies in Mergers and Acquisitions*, [ogled 12. 7. 2018], dostopno na <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:512472/FULLTEXT01.pdf>.
- [5] P. Fernandez, *Company valuation methods. The most common errors in valuations*, IESE Business School (2007).
- [6] L. Gajek in L. Kucinski, *Complete discounted cash flow valuation*, Insurance: Mathematics and Economics **2017** (2016) strani 1–19.
- [7] A. Gregory, *Valuing companies – Analysing business worth*, Woodhead-Faulkner, Great Britain, 1992.
- [8] D. Hillier, J. Jaffe, B. Jordan, S. Ross in R. Westerfield, *Corporate finance*, **2**, London, 2013.
- [9] P. Jennergren, *Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model*, EJOR **185** **2008** (2006) strani 1548–1563.
- [10] M. Kanalec, *Od prevare v računovodstvu do sodnega epiloga*, diplomsko delo, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, 2011.
- [11] F. Koletnik, *Koliko je vredno podjetje?: vrednotenje in trženje podjetij*, **2**, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, Ljubljana, 2010.
- [12] K. Lušnic, *Uporaba načina tržnih primerjav pri ocenjevanju vrednosti podjetij*, [ogled 27.10.2017], dostopno na http://www.klbv.si/pdf/Uporaba_nacina_trznih_primerjav_pri_ocenjevanju_vrednosti.pdf.
- [13] V. Mavčič, *Ocenjevanje vrednosti podjetja z vidika malih investorjev*, diplomsko delo, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, 2009.
- [14] P. Movrin, *Metode vrednotenja podjetij na primeru skupine Gorenje*, diplomsko delo, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, 2008.
- [15] J. Peterlin, *Obratni kapital vpliva na zadolženost podjetja*, Finance (2016), [ogled 15. 7. 2018], dostopno na <https://www.finance.si/8843745/Obratni-kapital-vpliva-na-zadolzenost-podjetja?metered=yes&sid=536497436>.
- [16] B. Praznik, *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij* **1**, Slovenski Inštitut za revizijo, Ljubljana, 2004.
- [17] L. Vuk, *Vrednotenje trajnega kapitala v podjetju Akrapovič*, diplomsko delo, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, 2009.
- [18] OMSV, *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2017*.
- [19] *AlphaGamma*, [ogled 1. 8. 2018], dostopno na <https://www.alphagamma.eu/finance/how-to-calculate-synergies-in-ma/>.
- [20] *Banka Slovenije*, [ogled 9. 5. 2018], dostopno na <https://www.bsi.si/>.
- [21] *Bombardier*, [ogled 20. 8. 2018], dostopno na <https://www.bombardier.com/content/dam/Websites/bombardiercom/supporting-documents/BA/>

Bombardier-Aerospace-20140717-Commercial-Aircraft-Market-Forecast_2014-33.pdf.

- [22] *Delo*, [ogled 3. 5. 2018], dostopno na <https://www.delo.si/gospodarstvo/infrastruktura/prodali-vecino-aerodroma-ljubljana-vsi-so-zadovoljni.html>.
- [23] *Delo*, [ogled 1. 8. 2018], dostopno na <https://www.delo.si/gospodarstvo/podjetja/aerodrom-ljubljana-bo-fraport-slovenija.html>.
- [24] *Duff & Phelps*, [ogled 14. 5. 2018], dostopno na http://www.wileyactual.com/wileyvaluationhandbooks/images/US_ERP-and-Risk-Free-Rate-table-31Jan2016.pdf.
- [25] *Finančni slovar*, [ogled 15. 5. 2018], dostopno na <http://www.financnislovar.com/>.
- [26] *IATA*, [ogled 20. 8. 2018], dostopno na <https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2013-12-10-01.aspx>.
- [27] *INVESTOPEDIA*, [ogled 20. 11. 2017], dostopno na <https://www.investopedia.com/terms/a/asset-based-approach.asp>.
- [28] *Ljubljana Airport*, [ogled 19. 7. 2018], dostopno na <http://www.fraport-slovenija.si/sl/Main>.
- [29] *Slovenski poslovnofinančni standardi*, [ogled 19. 11. 2017], dostopno na http://www.si-revizija.si/sites/default/files/ocenjevalci/pojasnilo_2-sps.pdf.