

Univerza v Ljubljani – Ekonomska fakulteta

Dodiplomski študij – UPEŠ

Predmet: Finančna analiza 1

Nosilec predmeta: prof. dr. Sergeja Slapničar

Študijsko leto: 2011/2012



2. seminarska naloga pri predmetu Finančna analiza 1

Vrednotenje podjetja Adria Mobil

Ljubljana, 13. Junij 2012

Kazalo

UVOD.....	4
1.METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV.....	5
1.1.PROSTI DENARNI TOK (FCFF).....	5
1.1.1.Investicije, amortizacija in neto investicije.....	5
1.1.2.Prihodki.....	6
1.1.3.Čista obratna sredstva.....	8
1.1.4.Dobiček.....	9
1.1.5.Izračun FCFF.....	10
1.2.STOPNJA RASTI – G.....	10
1.3.STROŠEK KAPITALA WACC.....	12
1.3.1.Strošek dolžniškega kapitala.....	12
1.3.2.Strošek lastniškega kapitala – CAPM.....	13
1.3.3.Izračun tehtanega stroška kapitala za Skupino Adria Mobil.....	14
1.4.KONČNI REZULTAT – VREDNOST PODJETJA IN LASTNIŠKEGA KAPITALA.....	15
1.5.ANALIZA OBČUTLJIVOSTI ZA METODO FCF.....	16
2.DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL.....	17
2.1.ANALIZA OBČUTLJIVOSTI ZA DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL.....	18
3.ANALIZA VREDNOSTI PODJETJA NA PODLAGI PRIMERLJIVIH KAZALNIKOV - MULTIPLIKATORJI.....	19
4.IZRAČUN POVPREČNE VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA ZA VSE TRI METODE VREDNOTENJA.....	23
VIRI.....	24

Kazalo tabel

Priloge

- Konsolidiran izkaz poslovnega izida (2010 in 2009)
- Konsolidiran izkaz drugega vseobsegajočega poslovnega izida (2010 in 2009)
- Konsolidirana bilanca stanja (2010)
- Konsolidiran izkaz gibanja kapitala (2010 in 2009)
- Konsolidiran izkaz denarnih tokov (2010 in 2009)
- Excelova tabela z izračuni

UVOD

Finančne odločitve nas spremljajo vsakodnevno. Nekatere so preproste in razumljive, spet druge so zahtevne in zahtevajo določeno znanje in izkušnje. Predvsem pa so finančne odločitve pomembne za vlagatelje v vrednostne papirje in podjetja. Potrebno je presoditi ali se naložba v neko podjetje ali vrednostni papir splača ali ne. Zato pa je potrebno vrednotiti podjetje in na ta način ugotoviti ceno delnice ali ceno lastniškega kapitala podjetja. Na podlagi celovite analize podjetja se potem vlagatelji odločijo ali se naložba splača ali ne. Celovita finančna analiza je zelo kompleksna, zato jo uporabljajo predvsem finančni strokovnjaki. Za individualne vlagatelje pa so na razpolago finančne analize, ki jih pripravijo finančni analitiki in nato služijo kot pomoč za vrednotenje naložb na trgu.

Namen seminarske naloge je vrednotiti SAM. Ker gre za družbo z omejeno odgovornostjo bomo v seminarski nalogi izračunali vrednost celotnega lastniškega kapitala na tri načine. Ti načini so metoda diskontiranih denarnih tokov, dividendno diskontni model in model multiplikatorja. V seminarski nalogi bomo opisali vse tri metode vrednotenja na primeru SAM. Navedli bomo tudi vse vire iz katerih smo pridobili potrebne podatke za izračun vrednosti lastniškega kapitala. Pri metodi diskontiranih denarnih tokov in pri dividendno diskontnem modelu bomo naredili tudi analizo občutljivosti glede na spreminjanje stopnje donosa in dolgoročne stopnje rasti. Za konec seminarske naloge pa bomo izračunali še povprečno vrednost lastniškega kapitala podjetje glede na vse metode vrednotenja.

Vsi podatki o podjetju uporabljeni v seminarski nalogi so iz letnih poročil podjetja. Uporabljali smo letna poročila za leta 2008, 2009, 2010. Letnega poročila za leto 2011 podjetje do datuma oddaje seminarske naloge še ni javno objavilo. Preiskali smo vse možne baze v katerih bi lahko dobili letno poročilo za leto 2011. Iskali smo po portalu Gvin, na spletni strani skupine Adria Mobil, po spletni strani SeoNeta in Ajpesa.

1. METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Kot temeljno metodo vrednotenja podjetja in lastniškega kapitala smo vzeli metodo diskontiranih denarnih tokov (DCF). Njena bistvena značilnost je, da poskušamo natančneje napovedati vrednost denarnih tokov podjetja nekaj naslednjih let nato pa v nadaljnje uporabimo neko zmerno stopnjo rasti. V tem poglavju predstavljamo postopne korake v izračune končne vrednosti podjetja in kapitala. Koraki so oblikovani na podlagi formule, ki zahteva 3 ključne podatke. To so prosti denarni tok, stopnja rasti in strošek kapitala – WACC. Pri izračuna vsakega izmed teh kazalcev so razloženi viri podatkov, problemi in našo razmišljanje glede določanja vrednosti.

1.1. PROSTI DENARNI TOK (FCFF)

Ugotavljanje denarnega toka zahteva dobro poznavanje poslovnega modela, preteklega poslovanja in trendov, ki sledijo v prihodnjih letih. FCFF smo ocenjevali za naslednjih 5 let, v katero je vključeno tudi ocenjevanje FCFF-ja za leto 2011, saj na žalost podatki za zadnje poslovno leto še niso na voljo. Ocenjeno prostega denarnega toka izračunamo tako, da poslovnemu dobičku po davkih prištejemo nederne postavke (amortizacijo) ter odštejemo investicije v osnovna sredstva ter naložbe v obratna sredstva. Spodaj torej razlagamo ta izračun. Pri tem smo se ravnali po excelovi predlogi, ki je bila podana na spletni strani predmeta.

1.1.1. Investicije, amortizacija in neto investicije

Tabela : Investicije, amortizacija in neto investicija

	2011	2012	2013	2014	2015
Investicije v osnovna sredstva	2.000.000 €	2.500.000 €	3.000.000 €	4.500.000 €	5.000.000 €
Amortizacija	4.700.000 €	4.900.000 €	5.150.000 €	5.500.000 €	5.900.000 €
Neto investicije	2.700.000 €	2.400.000 €	2.150.000 €	1.000.000 €	900.000 €

Pri določanju višine investicij in amortizacije po preteklih gibanjih pred krizo in med krizo. Investicije pri Skupini Adria Mobil (v nadaljevanju) nikoli niso bile zelo visoke in so se gibale nekoliko nad ravno amortizacije, v zadnjih letih pa celo pod njo. Načeloma taka raven investicije podjetjem ne prinaša rasti, vendar to ne velja popolnoma za SAM, saj jim je kljub padcu 2008 – zaradi krize – do sedaj vedno uspelo rasti. Razlog je, da je rast družbe najmočnejše povezana s tržnim deležem na evropskih trgih in njegovo rastjo. Kljub dokaj nizkim investicijam torej podjetje dosega rast, kar dokazuje njihov uspešen poslovni model. Seveda, družba kljub temu veliko poudarka daje na investicijah, saj se zavedajo, da so

povezane z ohranjanjem tržnih deležev in pridobivanjem novega. V letnih poročilih do leta 2008, torej pred krizo, so se investicije gibale med 5 in 10 milijonov EUR, v zadnjih letih med krizo (2008-2010) pa med 2 in 3 milijone, izjemoma 5 milijonov EUR leta 2009. Največji delež teh investicij predstavlja vlaganje v osnovna sredstva in so se zadnja leta zaradi krize zmanjšala. Investicije se bodo v naslednjih nekaj letih po našem mnenju postopoma povečevale do ravni amortizacije. Poleg tega postopno naraščanje investicij lahko pripišemo tudi previdnosti zaradi odplačevanju kreditov zaradi managerskega odkupa Autocommercea (sedanji ACH) leta 2005. Adria Mobil je namreč lasti ACH-ja, v njem je Sonja Gole (generalna direktorica Adrie Mobil) preko družbe Protej z drugimi člani imela pomembno vlogo pri odkupu tega podjetja (<http://www.finance.si/287178>). Amortizacija se bo, glede na to da gre za vlaganja v osnovna sredstva, povečevala za 10 – 20% letno (najnižja in najvišja amortizacijska stopnja). SAM v letnih poročilih sicer ne razkrivajo kakšne so dejanske amortizacijske stopnje za posamezno vrsto sredstev in kakšna je doba koristnosti. V izračunih smo za rast amortizacije vzeli, najmanjšo 10% stopnjo, to pa zato, ker smo poskušali večjo stopnjo nevtralizirati s prenehanjem amortiziranja določenega sredstva iz preteklosti. Neto investicije so enostavno razlika med amortizacijo in investicijami v osnovna sredstva.

1.1.2. Prihodki

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Prihodki od prodaje	200.432.135 €	236.668.810 €	267.435.755 €	280.807.543 €	300.464.071 €	318.491.915 €	337.601.430 €	344.35
Rast		1,18	1,13	1,05	1,07	1,06	1,06	

Tabela : Na poved prihodkov

Prihodke oziroma njihovo rast smo napovedovali na podlagi preteklih gibanj in ukrepov v samem podjetju, ki smo jih zaznali v letnih poročilih ali raznih člankih ter na podlagi značilnosti prihodnjega gibanja panoge. Podatki za leti 2009 in 2010 so pridobljeni iz letnih poročil, za leto 2011 iz članka »Adria Mobil je prodala več«, objavljenega v časopisu Delo (<http://delo.si/gospodarstvo/podjetja/adria-mobil-je-prodala-vec.html>), medtem ko bomo napovedane prihodke v naslednjih letih pojasnili skozi nekatera dejstva. Obstajajo tako pozitivna kot negativna dejstva, katerih končen rezultat smo skušali odtehtati v teh napovedih. Poskušali natančneje pojasniti gibanje prihodkov naslednjih nekaj let.

Če želimo pojasniti gibanja v prihodnjih, moramo najprej predstaviti bistvene stvari poslovnega modela SAM in ostale pomembnejše ukrepe. Industrija vozil za prosti čas

(avtodom, prikolice in vani), in z njo SAM, je leta 2008 zaradi krize doživela zajeten padec v prodaji produktov. Le SAM pa je v naslednjih treh letih (2009-2011) uspelo povečati prodajo za petino, medtem ko sta največja tekmeca Hymer in Trigano povečala prodajo za približno 10% in 8,5%. Tako dober odziv lahko pripišemo dobremu poslovnemu modelu, ki temelji na dobri prodajni mreži in ugodnih tržnih razmerah. Prisotni so kar na 29 evropskih trgih in sodelujejo z več kot 400 trgovskimi partnerji, s katerimi sodelujejo že dolgo. Poleg tega jim je to uspelo s pravočasnimi ukrepi, kot so pravilna strateška usmeritev na prednostnih trgih, pospešene izdelčne in trženjske prenovе, variabilno nagrajevanje v celotni skupini in z racionalizacijo stroškovne učinkovitosti. To dokazuje teorijo o rasti podjetja na podlagi tržnega deleža in tržnih razmer. Tako dobra odzivnost jim je omogočila, da so še povečali svoj tržni delež na evropskem trgu karavaninga. Ta znaša približno 6% in je za pol odstotne točke večji, kot je bil pred krizo. S tem skušamo prikazati, da ne glede na to, da trg vozil za prosti čas v zadnjih letih po podatkih CVID vedno beleži padec (18,5% padec prodanih vozil za prosti čas v letu 2009 glede na leto 2008; 3% padec v letu 2010 in še dodaten 1,3% v letu 2011), SAM odlično izkorišča svoje prednosti in odpravlja slabosti in ji zaradi tega lahko napovedujemo pozitivno rast tudi v nadaljnje. O odličnosti poslovnega modela pričajo tudi razne nagrade, ki jih je družba prejela v zadnjem letu. V Nemčiji je za program avtodomov in vanov dobili nagrado Kralj kupcev 2011 (finance.si); Center za poslovno usposabljanje je Adria Mobil podelil sploh prvi certifikat USO-S11, s katerim je AM pridobila naziv Učeče se organizacije (<http://zlatanit.dnevnik.si>); uvrstili so se med finaliste za prejem nagrade Zlata nit 2011; Matjaž Grm – direktor direkcije prodaje in trženja pa se je uvrstil med 3 finaliste za prejetje nagrade Marketinški direktor/direktorica 2012, ki jo podeljuje Društvo za marketing Slovenije (finance.si).

Vendar pa realno gledano, rast ne bo več tako velika kot je bila v zadnjih dveh letih (18% in 13%), saj je smiselno sklepati, da jih bo z ukrepi počasi dohitela tudi konkurenca, ki se je na krizo odzvala nekoliko slabše in počasneje. Veliko negotovost predstavljajo tudi tržni trendi na posameznih trgih, saj so zaradi dolžniške krize in posledično varčevalnih ukrepov, lahko zelo spremenljivi. Tovrstni produkti veljajo namreč za luksuzne dobrine, zato bo ta trg v prihodnje zelo volatilen in se bo gibal predvsem v odvisnosti od uspešnosti gospodarstva na posameznih trgih. Upad prodaje se že sedaj kaže na velikih trgih kot so Velika Britanija, Italija, Španija, Nizozemska in Danska. Na drugi strani se prodaja vozil za prosti čas na trgih, na katerih Adria Mobil največ proda, počasi povečuje. Največ proda na Skandinavskem trgu, kjer so lansko leto dosegli 26% prihodkov, drugi največji trg je francoski (22% prihodkov),

tretji pa nemški (19% prihodkov). Za leto 2012 hkrati napovedujejo vstop na turški trg, ki je po njihovih ocenah za panogo karavaninga eden perspektivnejših novih trgov (delo.si). Po upoštevanju vseh teh dejstev, smo za 2012 predvideli približno 5% povečanje prihodkov, saj je po podatkih European Caravan Federation (ECF) v prvem četrtletju 2012 bilo v Evropi prodanih za 2,3% več vozil za prostih čas, kot v enakem obdobju lani. Če sklepamo, da bo ta procent ostal okoli 2-3%, potem SAM lahko dodamo par procentov, saj je do sedaj vedno prodala več kot je bilo povprečje trga. Hkrati lahko po preteklih izkušnjah in rezultatih sklepamo, da prvo leto na turškem trgu ne bodo prodali veliko, saj se mora trg najprej spoznati z blagovno znamko. Ob enem so rasti gospodarstev v Evropi na splošno napovedane manjše. Za naslednje leto, 2013, smo predvideli malenkostno večjo rast - 7% rast prihodkov - iz naslednjih razlogov: v tem letu SAM že lahko doseže nekoliko večjo prodajo na turškem trgu, ki je leta 2011 imel najvišjo stopnjo rasti BDP-ja 8,5% (Eurostat) in bo po napovedih tudi v prihodnje dosegal najvišjo stopnjo rasti med evropskimi državami; rezultati investicij se skupaj z samimi investicijami počasi povečujejo, predvsem so se po njihovih besedah osredotočili na vlaganja v partnerstva in blagovno znamko, zaradi večje prepoznavnosti; napovedi rasti gospodarstev s treh največjih trgov so pozitivne in malenkostno večje kot za leto 2012 (Eurostat). Večja gospodarska rast ne bo samo v skandinavskih državah, Franciji in Nemčiji, temveč tudi v ostalih gospodarstvih. V letih 2014 in 2015 smo napovedali 6% rast letno, predvsem zaradi tega, ker se tovrstna rast ujema z njihovim načrtom. Po besedah direktorice družbe Sonje Gole, bodo namreč skušali do leta 2014 dose

i raven iz leta 2007, čeprav se zavedajo, da trg še ne bo na istem nivoju (finance.si). Za dosego tega cilja je potrebna torej ocenjena rast. V 2014 se Sonji Gole izteče tudi mandat, ki ga je za 4 leta dobila leta oktobra 2010. To lahko za družbo postavlja nov mejnik, vendar smo mnenja, da bodo njeno uspešno delo potrdili z novim mandatom. Poleg tega se lahko pričakuje, da bodo posledice krize vse milejše in z njimi tudi varčevalni ukrepi ter dostopnost do kreditov. Za trg tovrstnih produktov je to še vedno dokaj visoka stopnja, vendar je skladna s strateško usmeritvijo družbe – rasti bolj kot raste trg.

1.1.3. Čista obratna sredstva

Tabela : Napoved čistih obratnih sredstev

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Čista obratna sredstva	42.650.355 €	42.697.367 €	49.475.615 €	51.387.780 €	54.684.461 €	57.328.545€	60.768.257€	61.548.117€
ČOS/ Prihodki	21,3%	18,0%	18,5%	18,3%	18,2%	18,0%	18,0%	17,7%

Spremembe v ČOS		47.012 €	6.778.248 €	1.912.166 €	3.296.681 €	2.644.084 €	3.439.713 €	779.859 €
-----------------	--	----------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-----------

Delež čistih obratnih sredstev (v nadaljevanju ČOS) v prihodkih SAM se je pred krizo gibal okoli 18%. V letih 2008 in 2009 je ta procent izjemoma narasel na približno 21,5%. V letu 2008 sta bila razloga za to predvsem rahlo zmanjšanje prihodkov in zmanjšanje poslovnih obveznosti, ki so občutneje povečale čista obratna sredstva. V letu 2009 pa visokemu procentu lahko pripišemo predvsem velik padec prihodkov, hkrati pa tudi zmanjšanje čistih obratnih sredstev predvsem na račun zalog (odprodaja zalog). Naslednje leto je ta delež prešel na normalno stopnjo okoli 18%, v največji meri zaradi povečanja prihodkov, medtem ko so ČOS ostala na približno enaki ravni kot leto poprej. V prihodnje predvidevamo, da bodo ČOS začela slediti povečanju prihodkov in se bodo povečala predvsem na račun povečanja terjatev in tudi zalog. Delež ČOS se bo po našem mnenju gibal okoli 18%, in bo počasi rahlo padal, tako kot je bilo to pred krizo.

1.1.4. Dobiček

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Dobiček iz poslovanja	7.560.694 €	10.059.307 €	12.071.168 €	12.916.150 €	14.078.604 €	14.923.320 €	15.867.267 €	16.3...
Dob. iz posl. /Prihodki od prodaje	3,8%	4,3%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	
EBIT (1-t)	6.048.555 €	8.047.446 €	9.656.935 €	10.332.920 €	11.262.883 €	11.938.656 €	12.693.814 €	13.0...

Tabela : Gibanje in napoved dobička

Dobiček iz poslovanja smo predvideli na podlagi rasti prihodkov in preteklih deležev dobička iz poslovanja v prihodkih od prodaje. V času krize se je ta delež razumno nekoliko zmanjšal, kar je razvidno tudi iz podatkov za leti 2009 in 2010. V prihodnje po počasnem okrevanju in večanju prihodkov predvidevamo tudi postopno večanje stopnje dobička v prihodkih na približno 4,7%, ki je bil bolj značilen za čas pred krizo. Poleg tega smo sledili tudi napovedim, oziroma načrtom podjetja, da se v letu 2014 vrnejo na raven, ki so jo dosegali v letu pred krizo, torej v letu 2007. Gibanje dobička smo poskušali uskladiti z gibanjem prihodkov, čeprav se zavedamo, da se zaradi različnih razlogov (npr. spremenjena davčna stopnja, najetje novih posojil in sprememba obrestnih mer, itd.) lahko pojavljajo večje razlike pri napovedovanju. Predvsem davčna stopnja – trenutno 20%, lahko v prihodnjih letih zaradi zmanjšanja spremeni postavko EBIT, ki pomeni izračunan dobička iz poslovanja po davkih.

1.1.5. Izračun FCFF

FCFF torej izračunamo tako, da dobičku iz poslovanja po davkih – EBIT(1-t) prištejemo neto investicije (amortizacija – investicije v osnovna sredstva) ter odštejemo spremembe v obratnih čistih sredstvih. V tabeli si prikazani izračuni prostih denarnih tokov.

Tabela : Izračun prostih denarnih tokov

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCF	5.578.687 €	10.820.755 €	10.116.202 €	10.294.572 €	10.154.101 €	12.493.546 €

Manjši prosti denarni tok v letu 2011 je predvsem posledica povečanja čistih obratnih sredstev. Razlog njihovem povečanju je opisan že v odstavku o ugotavljanju vrednosti čistih obratnih sredstev zgoraj.

1.2. STOPNJA RASTI – G

Tukaj postavljamo izhodišče za napovedovanje parametra g, ki pri vrednotenju podjetja pomeni stopnja rasti podjetja v neskončnost. Za trg vozil za prosti čas ne moremo napovedovati previsokih stopenj rasti. Določanje te stopnje zelo močno vpliva na vrednost podjetja, zato smo se pri njenem določanju skušali opirati na rast gospodarstev, ki najbolj vplivajo na poslovanje Skupine Adria Mobil. Po napovedih naj bi gospodarska rast v skandinavskih državah (Švedska, Finska, Norveška, Danska), Franciji in Nemčiji že naslednje leto (2013) znašala približno 2%. Po prvih podatkih ECF pa lahko ocenimo, da bo letošnja prodaja znašala okoli 2%. Gospodarstva se že pobirajo iz krize in zato, smo njihovo dolgoročno rast ocenili na približno 3%, toliko kot pred krizo. Enako stopnjo smo vzeli tudi za trg na katerem posluje SAM. Pogledali smo si tudi podatke, ki so objavljeni na Damodaran spletni strani, vendar smo naleteli na težavo, saj nismo našli industrije, ki bi vsaj približno ustrezala tej vrsti dejavnosti. Avtomobilska industrija namreč ne velja za dovolj dober približek, saj so v njej popolnoma drugi igralci in avtomobili ne veljajo za luksuzne dobrine. Žal nismo našli tudi industrije, ki bi se nanašala na turizem. Ta bi bila dovolj povezana z dogajanjem na trgih vozil za prosti čas. Po posvetovanju smo prišli do zaključka, da bi bili najboljši približek zabavna industrija, ki ima značaj luksuznih dobrin ter rekreacijska industrija, katero lahko najlažje približamo produktom, ki so povezani s preživljanjem prostega časa. Pričakovana stopnja rasti EBIT-a v zabavni industriji znaša -0,88%, v rekreacijski pa 4,17%. Pri ugotavljanju rasti v EPS (dobiček na delnico) se za prvo pričakuje 7,10% rast, za drugo pa 5,42%. Ti dve rasti tudi sovpadata z našimi napovedi za naslednjih

nekaj let. Za napovedovanje rasti v daljši prihodnosti pa smo pogledali zgodovinsko rast EPS-ja teh dveh sektorjev. Zgodovinska rast za zabavni sektor znaša 2,55%, za rekreacijsko pa -2,12%. Prva nam daje dovolj dober približek, ki utemeljuje izbire 3% rasti. Stopnjo rasti smo skušali ugotoviti tudi po enačbi $g = ROE * \text{delež zadržanega dobička}$. ROE za zadnja 3 leta smo izračunali v prvi seminarski, tako da smo izračunali le delež zadržanega dobička. V spodnji tabeli so prikazani razni izračuni stopenj rasti iz različnih virov.

Tabela : Stopnje rasti iz različnih virov

	2011	2012	2013	
Rast gospodarstev				
EU (27 članic)	1,50%	0,00%	1,30%	
Nemčija	3,00%	0,70%	1,70%	
Francija	1,70%	0,50%	1,30%	
Švedska	3,90%	0,30%	2,10%	
Norveška	1,40%	1,70%	2,00%	
Finska	2,90%	0,80%	1,60%	
Turčija	8,50%	3,30%	4,60%	
	2007	2008	2009	2010
$g = ROE * \text{zadržan dobiček}$	6,83%	-0,56%	-2,56%	2,43%
	Entertainmen t	Recreatio n		
napovedana rast v EPS	7,10%	5,42%		
zgodovinska rast EPS - Damodaran	2,55%	-2,12%		

Večje stopnje kot 3% si nismo upali vzeti, ker obstajajo določena gibanja, ki hkrati vzbujajo določene negotovosti. Eno izmed njih izpostavljajo v letnem poročilu 2010 in sicer demografska gibanja in stopnja potrošniškega zaupanja ciljnega segmenta potrošnikov nad 50 let. Demografska gibanja so sicer pozitivna, vendar bo potrošniško zaupanje odvisno predvsem od izvedenih pokojninskih reform, ki pa bodo na srečo družbe najbolj drastične le na južnem delu Evrope in nekaterih drugih državah, ki imajo probleme z javnimi financami – Italija, Španija, Portugalska, itd. Bolj natančno bi te spremembe pomenile odložene nakupne odločitve, zaradi podaljševanja delovne dobe, kar bi imelo negativen učinek na povpraševanje. Ker gre za luksuzno dobrino, negotovost povzroča tudi razpoložljivost bančnih kreditov in višina obrestne mere, kar bi se počasi načeloma moralo izboljševati, velik problem pa lahko povzročijo naraščajoče cene goriva. Obstajajo tudi večji trendi, ki bodo

panogo nekako ohranjali v rasti. Prvi je, da bodo počitniške prikolice in avtodomi postali vse bolj zanimivi produkti za družine kot alternativno preživljanje letnega dopusta in prostega časa namesto dopustovanja na dražjih destinacijah. Cena avtodomov in prikolic se dolgoročno gledano vse bolj zmanjšuje. Drugi trend je sprememba vrednot družbe, ki rezultirajo v večji ozaveščenosti o pomembnosti naravi in tudi hrepenenju po njej, in povzročajo večje število oblik potovanj, kot je karavaning, ki približajo ljudi naravi. Tretji je vsa večja želja ljudi po svobodnem in neodvisnem, fleksibilnem počitnikovanjem, katerega lahko načrtujemo individualno. Potrebno je omeniti tudi, da je največji trg vozil za prosti čas – Severna Amerika, že v letu 2010 zabeležil kar 49,6% porast prodaj teh vozil, rast pa se pričakuje tudi v prihodnje. Tudi prodaja na tretjem največjem trgu, Avstraliji, se je povečala za 27,2%. Evropa v letu 2011 počasi sledi temu trendu, tako da so pozitivne spremembe vsekakor možne.

1.3. STROŠEK KAPITALA WACC

Strošek celotnega kapitala oziroma diskontno stopnjo, s katero računamo sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov, izračunavamo iz ponderiranega stroška lastniškega in dolžniškega kapitala. Najprej bomo opredelili izračun dolžniškega kapitala nato pa lastniškega, saj je pri slednjem več variabilnih postavk.

1.3.1. Strošek dolžniškega kapitala

Gre za strošek dolga po davkih in se ga izračuna razmerje med plačanimi obrestmi in povprečnim stanjem dolgoročnih in kratkoročnih posojil. Dobljeno povprečno obrestno mero pomnožimo z $1-t$ (davčni ščit), kjer t predstavlja efektivno davčno stopnjo. Tako na koncu ugotovimo koliko dolžniško financiranje stane SAM. Vsi podatki so dobljeni iz računovodskih izkazov v letnih poročilih za leto 2010 in 2009. Iz konsolidiranega izkaza poslovnega izida (IPI) smo ugotovili, da je višina plačanih obrestmi oziroma, da so finančni odhodki iz finančnih obveznosti v letu 2010 znašali 2.272.687 EUR. Stanje dolgoročnih in kratkoročnih posojil smo izračunali kot povprečje obeh postavk v zadnjih dveh let. Dobljeno povprečje znaša 32.821.745 EUR. Povprečna obrestna mera posledično znaša 6,92%. Efektivno davčno stopnjo smo izračunali tako, da smo delili davek z obdavčljivim dobičkom (

$$t = \frac{1.171.257}{7.821.030} \cong 15 \text{). Strošek dolga tako znaša } 6,92 \times (1 - 15) = 5,89 \text{ . Ta strošek je}$$

dokaj visok, kar lahko delno pripisujemo tudi posledicam krize, ki so povzročile višje obrestne mere.

Za izračun WACC-a je torej potrebno obe vrsti kapitala ponderirati, kar pomeni, da je potrebno ugotoviti kakšen je delež dolga in lastniškega kapitala v celotnem kapitalu. Oba sta izračunana po knjigovodski vrednosti, saj jih ne moremo ocenjevati po tržni vrednosti, ker podjetje ne posluje na borzi. Delež lastniškega kapitala v Skupini Adria Mobil znaša 39,23% (

$\frac{65.238.341 \text{ €}}{166.312.448 \text{ €}}$). Na drugi strani je delež dolžniškega kapitala 60,77%.

1.3.2. Strošek lastniškega kapitala – CAPM

S CAPM modelom izračunamo ocena zahtevane donosnosti kapitala po formuli $r_e = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$. V nadaljevanju bomo pojasnili izbiro vrednosti vsake izmed teh spremenljivk.

r_f predstavlja ne tvegano stopnjo donosa in je najboljši približek nesistematičnemu tveganju. Za vrednost te spremenljivke je najbolj primerno vzeti donosnost dolgoročnih državnih obveznic. V našem primeru smo vzeli vrednost 30-letne nemške državne obveznice. Ta podatek je dostopen na strani Bloomberg.com. Na dan 30. 5. 2012 je donos na nemško obveznico znašal 1,88%.

$(r_m - r_f)$ opredeljuje premijo za tržno tveganje lastniške naložbe. Gre za dodaten donos, ki ga zahtevajo vlagatelji v lastniški kapital, saj gre za bolj tvegano naložbo. Za Slovenijo je višina te premije po podatkih s strani Damodaran 7,28%. Deželno tveganje za Slovenijo je 1,28%, ki je v primerjavi z zahodnimi, severnimi in srednje evropskimi državami dokaj veliko. Te države namreč v večini dosegajo 6% premijo, ki velja za najbolj zrele trge in pomeni, da nimajo deželnega tveganja. Vsi premije so bile nazadnje posodobljene januarja v letošnjem letu.

Nekoliko več problemov smo imeli pri izbiri bete (β). Beta je po definiciji ocena mere sistematičnega tveganja (v nasprotju z nesistematičnem tveganju za sistematično tveganje velja, da ga ne moremo odpraviti z razpršitvijo portfelja naložb), ki ji lahko rečemo tudi splošno tveganje. Ker beta močno vpliva na končno višino zahtevane donosnosti lastniškega kapitala, smo poskušali uporabiti čim več virov. Ker SAM ne kotira na borzi, tržnih podatkov za donosnost nimamo, zato je bilo potrebno ugotoviti beto primerljivih podjetji in panoge. Najprej smo skušali najti beto za konkurenčni podjetji, ki smo ju obravnavali v seminarski, vendar smo že tukaj naleteli na prve težave. Tako na google.finance kot na yahoo finance (nemška in francoska stran) ni bilo podanih vseh podatkov za obe podjetji – Trigano in Hymer. Na koncu nam je uspelo priti do podatkov za obe podjetji preko profesionalne baze

podatkov – Thompson Datastream. Za Trigano beta znaša 1,298, medtem ko za Hymer 0,598. Takšna razlika za podjetji, ki poslujeta na istem trgu je zelo nenavadna. Glede na to, da gre za trg z luksuznimi dobrinami je logično sklepati, da bi morala biti beta večja od 1. To pomeni, da gre za bolj tvegana podjetja, poslovanje katerih temelji na ekonomskih razmerah. V času krize oziroma gospodarskega padca se ljudje najprej odpovejo potrošnji oziroma nakupu luksuznih dobrin in jih kupujejo šele, ko so ekonomske razmere v razcvetu, saj takrat manj varčujejo. Z vidika delnic pa velja, da v času recesije izgubi več vrednosti kot nek splošen portfelj delnic in obratno velja za čas rasti. Tukaj smo se odločili, da se bomo zato ravnali bolj po beti za Trigano. V naslednjem koraku smo poskušali najti beto za panogo in Evropo, ki za SAM predstavlja večina svojega tržišča. Kot je že opisano pri napovedih za stopnjo rasti – g, smo tudi tukaj pri ugotavljanju bet panoge pristopili s previdnostjo. Kot že prej smo se za ugotavljanje bet zatekli na Damodaran spletno stran. Izbrali smo torej zabavno panogo in rekreacijsko panogo. Tudi tukaj smo naleteli na težavo, saj bete obeh panog v Evropi nista predstavljali vrednosti, ki naj bi veljala za tovrstne dobrine. Za zabavno panogo v Evropi beta znaša 0,72, za rekreacijsko panogo pa 0,71. Potem pa smo pogledali bete istih sektorjev za trge v ZDA, ki velja za največje tržišče vozil za prosti čas. Razlika je bila očitna, vrednosti pa tudi bolj primerne našim pričakovanjem in razmišljanju. Za zabavni sektor je beta znašala 1,63, medtem kot je za rekreacijski sektor znašala 1,45. Poleg tega smo nato pogledali še beti za dva večja ameriška proizvajalca, ki sta po proizvodjalnem programu najbolj podobna našemu. Podatke za ti dve podjetji smo našli Google finance, obe pa kotirata na newyorški borzi. Prvo podjetje je Winnebago Industries Inc. za katerega velja beta 2,42; drugi pa je Thor Industries Inc., beta za njega pa znaša 1,99. Za Adrio Mobil smo se odločili, da bomo vzeli kar beto konkurenta Trigano (1,3), ki hkrati predstavlja tipično gibanje luksuznih izdelkov, ob enem pa je tudi neka srednja vrednost med evropskim in, za panogo bolj značilnim, ameriškim trgom.

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala po CAPM modelu torej znaša

$$1,88 + 7,28 * 1,3 = 11,34$$

1.3.3. Izračun tehtanega stroška kapitala za Skupino Adria Mobil

WACC se torej izračuna tako, da se med delež kapitala pomnoži z zahtevano donosnostjo kapitala in se temu zmnožku prišteje zmnožek med deležem dolga in povprečno obrestno mero po davku.

$$WACC = 39,23 * 11,34 + 60,77 * 5,89 = 8,02$$

Če primerjamo dobljeni WACC z izračuni za obe panogi (Damodaran), lahko vidimo, da je WACC za zabavno panogo 9,76%; za rekreacijsko panogo pa 8,19%.

WACC uporabimo kot diskontni faktor za izračun sedanje vrednosti bodočih denarnih tokov. Ker smo skušali natančneje napovedati denarne tokove do leta 2015, za izračun vrednosti podjetja tako uporabimo metodo diskontiranih denarnih tokov.

1.4. KONČNI REZULTAT – VREDNOST PODJETJA IN LASTNIŠKEGA KAPITALA

V tem delu torej predstavljamo izračun ocene vrednosti podjetja in za tem še vrednost lastniškega kapitala. Enačba, ki smo jo uporabili je:

$$P_0 = \frac{FCFF_{2011}}{(1+WACC)^1} + \frac{FCFF_{2012}}{(1+WACC)^2} + \frac{FCFF_{2013}}{(1+WACC)^3} + \frac{FCFF_{2014}}{(1+WACC)^4} + \frac{FCFF_{2015}}{(1+WACC)^5} + \frac{FCFF_{2015} * (1+g)}{WACC - g}$$

Tabela : Izračun vrednosti podjetja in lastniškega kapitala

	Diskontirani FCF
FCF ₂₀₁₁	5.164.016,52 €
FCF ₂₀₁₂	9.271.901,13 €
FCF ₂₀₁₃	8.023.879,21 €
FCF ₂₀₁₄	7.558.416,09 €
FCF ₂₀₁₅	6.901.120,36 €
TV (Terminal value)	96.043.275,09 €
PV (vrednost podjetja)	132.962.608,39 €
+poštena vrednost FN	7.371.941,00 €
+denar	4.069.030,00 €
-Dolg. In kratk. Fin. Posojila + rezervacije	32.210.134,00 €
Vrednost lastniškega kapitala	112.193.445,39 €

Za vrednost lastniškega kapitala je od vrednosti podjetja potrebno prišteti pošteno vrednost finančnih naložb in denar ter odšteti vrednost dolgoročnih in kratkoročnih finančnih posojil ter rezervacij. Podatki so vzeti iz bilance stanja v letnem poročilu 2010. Kot vidimo je

vrednost lastniškega kapitala ocenjena skoraj na dvakrat tolikšno vrednost, kot konec leta 2010, ko je ta znašala 65.238.341 € (knjigovodska vrednost). Sledi še analiza občutljivosti, v kateri prikazujemo spreminjanje te vrednosti s spreminjanjem stopnje rasti in vrednosti tehtanega stroška kapitala.

1.5. ANALIZA OBČUTLJIVOSTI ZA METODO FCF

Tabela : Analiza občutljivosti vrednosti lastniškega kapitala na podlagi metode FCFF (v EUR):

Dolgoročna stopnja rasti

W A C C	Dolgoročna stopnja rasti							
	2,10%	2,40%	2,70%	3,00%	3,30%	3,60%	3,90%	
6,53%	124.248.688 €	132.441.578 €	141.917.949 €	153.005.035 €	166.151.642 €	181.990.387 €	201.442.534 €	
7,03%	113.285.349 €	119.883.110 €	127.395.111 €	136.025.524 €	146.044.206 €	157.815.428 €	171.843.115 €	
7,53%	104.341.042 €	109.772.687 €	115.879.072 €	122.794.248 €	130.690.301 €	139.791.859 €	150.397.805 €	
8,03%	96.905.049 €	101.458.077 €	106.523.640 €	112.193.445 €	118.582.465 €	125.836.815 €	134.145.065 €	
8,53%	90.625.510 €	94.499.846 €	98.772.914 €	103.509.605 €	108.789.703 €	114.712.409 €	121.402.636 €	
9,03%	85.252.109 €	88.591.122 €	92.246.631 €	96.265.871 €	100.705.974 €	105.636.696 €	111.144.111 €	
9,53%	80.601.911 €	83.511.112 €	86.675.879 €	90.131.437 €	93.919.794 €	98.091.458 €	102.707.704 €	

Pri analizi občutljivosti smo izračunali spremembe vrednosti lastniškega kapitala podjetje na spremembe WACC-a in spremembe dolgoročne stopnje rasti (g). Rezultate analize občutljivosti smo prikazali v spodnji tabeli.

Kot je bilo omenjeno že v predhodnih delih seminarske naloge smo za dolgoročno stopnjo rasti podjetja vzeli kar predvideno stopnjo rasti BDP-ja držav v katerih SAM proda največ svojih izdelkov. Ker so to napovedi v prihodnost in niso čisto zanesljive, razlog za še bolj težko in neugodno predvidevanje je tudi trenutna gospodarska in finančna kriza v Evropi, smo v analizi občutljivosti vzeli različne vrednosti za dolgoročno stopnjo rasti. Dolgoročno stopnjo rasti smo zviševali in zniževali po 0,3 odstotne točke. V skupini smo mnenja, da dolgoročna stopnja rasti BDP-ja v teh državah v naslednjih letih ne bo manjša kot 2,1% saj gre za države, ki so v Evropi najbolj razvite in je tudi njihovo gospodarsko stanje trenutno dokaj stabilno in njihovi trgi kažejo znake okrevanja po krizi in znake rasti v prihodnosti. Te države so Nemčija, Francija in skandinavske države. Ravno tako pa tudi na drugi strani ne pričakujemo, da bi ti trgi rasli zelo hitro, ne več kot 3,9% na letni ravni, saj gre za zrela gospodarstva, ki so že zelo dobro razvita, zato v prihodnosti ni za pričakovati kakšne zelo

hitre rasti na letni ravni. Predvidevamo in pričakujemo stabilno rast BDP-ja teh držav okoli 3% na leto.

Tudi WACC podjetje je težko natančno določiti, zato smo tudi WACC spreminjali (0,5 odstotne točke), da smo dobili rezultate za različne vrednosti. Možnost, da smo naredili napako pri oceni WACC vrednosti je predvsem v modelu CAPM in oceni donosa na lastniški kapital podjetja. Predvsem vrednost sistematičnega tveganja beta je težko oceniti, saj je zelo volatilna. Na Damodaranu nismo dobili točnih podatkov za panogo v kateri posluje podjetje SAM. Zato smo za vrednost bete pogledali pri Trigano, enem od največjih konkurentov in za izračun donosnosti na lastniški kapital vzeli kar beto za Trigano. Vrednost bete je večja kot ena, kar se nam zdi sprejemljivo, saj so izdelki Adrie Mobil luksuzni izdelki in so bolj občutljivi na spremembe dohodka prebivalstva kot osnovne dobrine. Na vrednost WACC-a pa lahko vpliva tudi sprememba premija za deželno tveganje in sicer preko tržne premije za tveganje pri izračunu donosnosti na lastniški kapital. Premija za deželno tveganje se je za Slovenijo v zadnjih letih že kar nekajkrat spremenila, zato lahko spremembe pričakujemo tudi v prihodnje. Te spremembe so lahko na boljše ali na slabše saj je trenutno ekonomsko stanje v državi dokaj nepredvidljivo zaradi ekonomske krize.

2. DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL

Ker je SAM družba z omejeno odgovornostjo nima delničarjev ampak lastnike, ki imajo v podjetju svoj delež. Ker podjetje nima delnic zato ne moremo računati cene delnice podjetja. Ampak kljub temu, da podjetje ni delniška družba, podjetje izplačuje dividende lastnikom, kar je razvidno iz izkaza gibanja kapitala, ki smo ga priložili med priloge. V izkazu gibanja kapitala je postavka izplačilo dividend in sicer gre za izplačilo prenesenega čistega dobička lastnikom družbe kar zmanjša kapital podjetja za isti znesek. Podjetje v vseh treh letih 2008, 2009 in 2010 lastnikom izplačuje dividende samo iz prenesenega čistega poslovnega izida, čeprav ima v svojem poslovnem poročilu zapisano, da je na razpolago izplačilo dividend poleg prenesenega poslovnega izida tudi čisti poslovni izid. Podjetje je v teh treh letih izplačevalo različne vsote dividend. Za te vsote se dogovorijo lastniki družbe. V letu 2008 so tako izplačali 7,5 milijona evrov v letu 2009 in 2010 pa 5 milijonov evrov. V letih 2008 in 2009 se je končno stanje prenesenega čistega dobička povečevalo, se pravi je podjetje za izplačilo dividend namenilo manj prenesenega dobička kot so prenesli tekočega dobička v naslednje leto. Izjema je leto 2010 v katerem so izplačali več dividend kot so prenesli dobička v leto 2011.

Kljub temu, da podjetje ne izplačuje klasičnih dividend smo se vseeno odločili da bomo izračunali vrednost lastniškega kapitala podjetja glede na dividendno diskontni model vrednotenja. Za dividendo smo uporabili izplačilo dividend v letu 2010. Za dolgoročno stopnjo rasti (g) smo uporabili isto vrednost kot pri modelu diskontiranih denarnih tokov. Za diskontno stopnjo pa smo tukaj uporabili stopnjo donosa na lastniški kapital, ki smo jo že izračunali pri metodi diskontiranih denarnih tokov s CAPM modelom. Izračun vrednosti lastniškega kapitala je prikazan v spodnji enačbi.

Dividenda = 5.006.800€

Re = 11,34%

g = 3%

$$\frac{Div_0 * (1+g)}{R-g} = 61.834.582€$$

Vrednost lastniškega kapitala izračunana po dividendnem modelu se močno razlikuje od vrednosti lastniškega kapitala izračunanega po modelu diskontiranih denarnih tokov. Vrednost podjetja je tukaj podcenjena. Razlog za takšno odstopanje je, da podjetje ne nameni vsega prostega denarnega toka za izplačilo dividend.

2.1. ANALIZA OBČUTLJIVOSTI ZA DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL

Tabela : Analiza občutljivosti glede na dividendni model vrednotenja skupine Adria Mobil (v €)

		Dolgoročna stopnja rasti						
		2,10%	2,40%	2,70%	3,00%	3,30%	3,60%	3,90%
R e	9,84%	66.045.773 €	68.910.796 €	72.016.577 €	75.394.795 €	79.082.942 €	83.125.718 €	87.576.855 €
	10,34%	62.038.141 €	64.571.325 €	67.303.450 €	70.258.910 €	73.466.256 €	76.959.122 €	80.777.410 €
	10,84%	58.489.048 €	60.746.009 €	63.169.332 €	65.778.112 €	68.594.488 €	71.644.265 €	74.957.712 €
	11,34%	55.324.056 €	57.348.582 €	59.513.699 €	61.834.580 €	64.328.662 €	67.016.083 €	69.920.231 €
	11,84%	52.484.012 €	54.311.051 €	56.258.026 €	58.337.149 €	60.562.347 €	62.949.573 €	65.517.194 €
	12,34%	49.921.316 €	51.579.107 €	53.340.079 €	55.214.176 €	57.212.659 €	59.348.339 €	61.635.844 €
	12,84%	47.597.233 €	49.108.843 €	50.709.897 €	52.408.577 €	54.214.092 €	56.136.848 €	58.188.649 €

Pri analizi občutljivosti vidimo, kako bi se spreminjale vrednosti lastniškega kapitala glede na spremembe dolgoročne stopnje rasti ali spremembe zahtevane stopnje donosa na lastniški

kapital ali oboje hkrati. Spremembe dolgoročne stopnje rasti smo opisali že pri analizi občutljivosti glede na metodo diskontiranih denarnih tokov.

Na možne spremembe zahtevane stopnje donosa na lastniški kapital pa vplivajo predvsem spremenjena tržna premija za tveganje za Slovenijo, potem deželno tveganje za Slovenijo in seveda stopnja sistematičnega tveganja beta. Vse to smo že bolj podrobno razložili pri analizi občutljivosti za metodo diskontiranih denarnih tokov.

3. ANALIZA VREDNOSTI PODJETJA NA PODLAGI PRIMERLJIVIH KAZALNIKOV - MULTIPLIKATORJI

To analizo vrednosti podjetja se izdeluje na podlagi multiplikatorjev oz. kazalnikov primerljivih podjetij. Glede na to, da so na bazi Demodoran na voljo podatki o vrednosti kazalnikov za posamezne panoge bomo za vrednotenje vzeli te podatke. Za izračun vrednosti podjetja Adria Mobil bomo vzeli 4 kazalnike, in sicer EV/EBIT, EV/EBIT(1-t), EV/EBITDA ter EV/SALES. Vsi ti kazalniki v števcu vsebujejo Enterprise value oz. vrednost celotnega podjetja, ki je izračunana po naslednji formuli: tržna vrednost kapitala+tržna vrednost dolga-denar. V imenovalcu so različne postavke izkaza poslovnega izida. Standardnih kazalnikov, kot so P/E, P/B ter P/SALES, nismo mogli uporabiti, saj naše podjetje ne kotira na borzi in nima delnic. Tako kljub izračunani vrednosti ene delnice nebi vedeli koliko je vrednost celotnega podjetja, saj ne vemo s koliko delnicami bi morali pomnožiti ceno ene delnice.

V spodnji tabeli so prikazane vrednosti kazalnikov za dve različni panogi, rekreacija in zabava. Dve panogi smo vzeli zaradi dejstva, da bi načeloma dejavnost našega podjetja lahko spadala v katerokoli izmed izbranih panog. Uporabili smo najnovejše podatke, ki so bili izračunani januarja 2012 za celotni panogi.

Tabela : Vrednosti splošnih multiplikatorjev za panogi rekreacija in zabava

A	PANOG	
	ENTERTAINMENT	RECREATION
KAZALNIKI		
EV/EBIT	10,67	13,92
EV/EBIT(1-t)	15,54	17,3
EV/EBITDA	8,03	9,11

EV/SALES	1,89	1,60
----------	------	------

V spodnji tabeli so izračunane vrednosti podjetja za obe panogi in vsak posamezen kazalnik. Prikazano je tudi povprečje vrednosti podjetja za vsako panogo posebej.

Tabela : Vrednosti podjetja za panogi izračunane na podlagi različnih splošnih multiplikatorjev

PANOGA	ENTERTAINMENT	RECREATION
KAZALNIKI		
EV/EBIT	107.332.805,69€	140.025.553,44€
EV/EBIT(1-t)	125.057.310,84€	139.220.815,80€
EV/EBITDA	120.400.462,93€	136.593.800,41€
EV/SALES	447.304.050,90€	378.670.096,00€
POVPREČJE	200.023.657,59€	198.627.566,41€

Zanimivo je, da v zgornji tabeli očitno izstopa izračun vrednosti podjetja na podlagi multiplikatorja EV/SALES. Glede na to, da ta izračun vrednosti podjetja kar za nekajkrat presega ostale izračunane vrednosti smo se odločili, da izračunamo tudi povprečje brez tega kazalca, saj močno popači dobljene rezultate in preveč poviša povprečno vrednost. Spodaj prikazujemo izračunano povprečje za obe panogi brez upoštevanja tega kazalca.

Tabela : Izračun vrednosti podjetja brez upoštevanega kazalnika EV/SALES

Pan	ENTERTAINMENT	RECREATION
oga		
Povprečna vrednost podjetja		
Adria Mobil	117.596.859,82€	138.613.389,88€

V spodnjih dveh tabelah smo za ustvarjanje boljšega občutka in primerjave izračunali vrednosti podjetja iz kazalnikov, ki so narejeni na podlagi podjetij iz Evrope. Ti izračuni so za nas pomembni, saj ima Adria Mobil vse največje konkurente na evropskem trgu in je ta trg tudi najpomembnejši za njeno poslovanje. Glede na to, da smo za področje evropskega trga uspeli za panogi rekreacija in zabava pridobiti le kazalnik EV/SALES, prikazujemo v spodnji tabeli le izračuna vrednost podjetja na podlagi slednjega. Glede na to, da so ti izračuni precej bolj verjetni, kot so tisti, ki močno izstopajo v prvi tabeli, smo se odločili, da izračunamo še povprečno vrednost podjetja Adria Mobil s pomočjo te vrednosti s katero smo zamenjali s tisto v prvi tabeli. Tako spodaj prikazujemo tudi povprečno vrednost podjetja z upoštevanjem spremenjenega kazalca EV/SALES.

Tabela : Izračun povprečne vrednosti podjetja na podlagi spremenjenega kazalca EV/SALES

PANOGA KAZALNIKI	ENTERTAINMENT	RECREATION
EV/EBIT	107.332.806 €	140.025.553 €
EV/EBIT(1-t)	125.057.311 €	139.220.816 €
EV/EBITDA	120.400.463 €	136.593.800 €
EV/SALES (Europe)	189.335.048 €	217.735.305 €
POVPREČNA VREDNOST PODJETJA	135.531.406,87 €	158.393.868,71 €

Pri vpogledu v podatke, ki so za območje Evrope podani na bazi Demodoran, smo zasledili tudi nekatere kazalce, ki so izračunani za panogo luksuznih proizvodov. Prav v to panogo naj bi tudi najbolj sodilo našo podjetje zato je v spodnji tabeli izračun vrednosti na podlagi kazalnikov, ki so bili na voljo za to panogo. Teh podatkov v izračunih sicer ne bomo uporabili, saj bi lahko prišlo do neprimerljivosti podatkov, ker smo v vseh predhodnih izračunih uporabili panogi rekreacija in zabava. Prikazali smo jih le za boljšo orientacijo, da smo pri izbiri pravilne povprečne vrednosti imeli boljšo orientacijo ali moramo upoštevati čim manjšo ali čim večjo.

Tabela : Vrednosti multiplikatorjev in podjetja za panogo luksuznih proizvodov

Panoga – Leisure products	Vrednost multiplikatorja	Vrednost podjetja Adria Mobil
---------------------------	--------------------------	-------------------------------

Multiplikator		
EV/EBITDA	5,42	81.266.564,02€
EV/EBIT	7,26	73.030.568,82€

Glede na to, da sta vrednosti podjetja izračunani na podlagi multiplikatorjev za panogo luksuznih proizvodov manjši od večine izračunanih vrednosti, nam je to dalo nek znak, da moramo stremeti k manjšim povprečjem in ne k večjim. Glede na vse izračune, ki smo jih naredili smo se odločili, da za končno vrednost podjetja izračunanega na podlagi multiplikatorjev vzamemo naslednji vrednosti:

- **135.531.406,87 € - za panogo zabava**
- **158.393.868,71 € - za panogo rekreacija**

Ti dve vrednosti smo izračunali v tabeli, ki upošteva spremenjene kazalce EV/SALES. Na koncu smo to tabelo preračunali, da smo dobili povprečni vrednosti lastniškega kapitala. Preračunali smo jo tako, da smo vsem vrednostim v tabeli prišteli vrednosti, ki so prikazane v spodnji tabeli.

+ poštena vrednost FN	7.371.941,00 €
+ denar	4.069.030,00 €
- Dolg. In kratk. Fin. Posojila + rezervacije	32.210.134,00 €

Tako smo dobili končni povprečni vrednosti lastniškega kapitala, ki sta primerljivi tudi z izračuni po ostalih uporabljenih metodah in sta uporabljeni v izračunu končne povprečne vrednosti iz vseh metod skupaj.

Tabela : Izračun povprečne vrednosti lastniškega kapitala s pomočjo multiplikatorja

	PANOGA	ENTERTAINMENT	RECREATION
KAZALNIK			
EV/ EBIT		86.563.643 €	119.256.390 €
EV/ EBIT(1-t)		104.288.148 €	118.451.653 €
EV/ EBITDA		99.631.300 €	115.824.637 €
EV/ SALES(Europe)		168.565.885 €	196.966.142 €
POVPREČNA LASTNIŠKEGA KAPITALA		114.762.243,87 €	137.624.705,71 €

4. IZRAČUN POVPREČNE VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA ZA VSE TRI METODE VREDNOTENJA

Z uporabo metod FCFF, dividendno diskontnega modela in metode vrednotenja z multiplikatorjem smo dobili štiri različne vrednosti. Štiri zato, ker smo pri vrednotenju z multiplikatorjem izračunali vrednost lastniškega kapitala na podlagi multiplikatorjev za dve panogi, entertainment in recreation. Največjo vrednost smo izračunali z modelom vrednotenja z multiplikatorjem za panogo recreation. Najmanjšo vrednost lastniškega kapitala pa smo izračunali z dividendno diskontnim modelom. Za konec pa smo izračunali tudi povprečno vrednost lastniškega kapitala podjetja na podlagi vseh štirih izračunov. Vse vrednosti so podane v spodnji tabeli.

Tabela : Povprečna vrednost lastniškega kapitala po vseh metodah

METODA VREDNOTENJA	VREDNOST LASTNIŠKEGA KAPITALA
Diskontirani FCF	112.193.445 €
Dividendno-diskontni	61.834.580 €
Multiplikator (entertainment)	114.762.244 €
Multiplikator (recreation)	137.624.706 €
POVPREČNA VREDNOST LASTNIŠKEGA KAPITALA	106.603.743,64 €

VIRI

- Lokar, S. (2012, 12. Februar). *Adria Mobil: Adriaš je odgovoren, spoštljiv, pripaden in samokritičen*. Najdeno 4. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://zlatanit.dnevnik.si/sl/Novice/387/Adria+Mobil%3A+Adria%20%20je+odgovoren+spo%20%20tljiv+pripaden+in+samokriti%20%20Den>
- Gregorčič, J. (2012, 1. Junij). *Adria Mobil pridobila naziv Učee se organizacije*. Najdeno 4. Junija 2012 na spletnem naslovu http://www.siol.net/avtomoto/novice/kratke/2012/06/adria_mobil_certifikat_uso_s11.aspx
- Lindič-Dragaš, Z. (2012, 3. Maj). *Adria Mobil je prodala več*. Najdeno 4. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/podjetja/adria-mobil-je-prodala-vec.html>
- Cajnko Javornik, V. (2010, 19. Avgust). *Ni počitnic za Adria Mobil*. Najdeno 4. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/287178>
- Dnevnik d.d. (2012, 3. Februar). *Znani so finalisti Zlate niti 2011*. Najdeno 4. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://zlatanit.dnevnik.si/sl/Novice/373/Znani+so+finalisti+Zlate+niti+2011>
- Simonič, J. (2012, 22. Februar). *Kako je novomeška Adria Mobil v Nemčiji postala kralj kupcev*. Najdeno 4. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.najdi.si/novica/Finance.si/Slovenija/Kako-je-novome%20%20ka-Adria-Mobil-v-Nem%20%20diji-postala-kralj-kupcev/cb2e9ab92b755bad24e2e3c2f026021d>
- Finance.si (2012, 18. April). *Adria Mobil, Simobil, Delo z najboljšimi tržniki*. Najdeno 4. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.najdi.si/novica/Radio-Krka/Slovenija/Adria-Mobil%20C-Simobil-in-Delo-z-najbolj%20%20imi-tr%20%20Eniki---Novo-mesto%20C-Ljubljana/7be7be8b38d0870e2aba032c40689b44>
- Gregorčič, J. (2012, 17. Maj). *Dolenjski karavaning velikan kljub globalni recesiji povečal tržni delež*. Najdeno 4. Junija 2012 na spletnem naslovu http://www.siol.net/avtomoto/novice/kratke/2012/05/adria_mobil_poslovanje_2011.aspx
- CIVD (2012, 15. April). *The European caravan market*. Najdeno 5. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.civd.de/en/caravaning/market-figures/europe-caravans/>
- CIVD (2012, 15. April). *Leisure vehicles worldwide*. Najdeno 5. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.civd.de/en/caravaning/market-figures/worldwide-leisure-vehicle-market/>
- CIVD (2010, 28. April). *The European tourism market*. Najdeno 5. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.civd.de/en/caravaning/touristik/the-european-tourism-market/>

- CIVD Annual Report 2011/2012. Najdeno 5. Junija 2012 na spletnem naslovu http://www.civd.de/fileadmin/civd/pdf/Jahresbericht_11_12.pdf
- ECF (2012, 18. Maj). Registrations of new Leisure Vehicles I. Quarter 2012. Najdeno 5. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.e-c-f.com/fileadmin/templates/4825/images/statistics/europazul-1.pdf>
- Eurostat – Real GDP growth rate – volume. Najdeno 5. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>
- Podatki za podjetje Thor Industries Inc. Najdeno 6. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/investing/stock/THO/analystestimates?subview=snapshot&pg=analyst>
- Podatki za podjetje Thor Industries Inc. Najdeno 6. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.google.com/finance?q=NYSE:THO>
- Podatki za podjetje Winnebago Industries Inc. Najdeno 6. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.google.com/finance?q=NYSE%3AWGO>
- Podržaj, A. *Diplomski delo – Vrednotenje podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Najdeno 8. Junija 2012 na spletnem naslovu http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/podrzaj4520.pdf
- Thompson Datastream baza podatkov za javne delniške družbe
- Damodaran Online. Najdeno 13. Junija 2012 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Prosojnice predavanj za predmet Finančna analiza 1 (šolsko leto 2011/2012)