

Prof. dr. Sergeja Slapničar
24. oktober 2013

1. Kaj vpliva na vrednost premoženja lastnikov?

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+d)} + \frac{FCF_2}{(1+d)^2} + \frac{FCF_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+d)^n} + \frac{FCF_N \cdot (1+g)}{(d-g)(1+d)^n}$$

Denarni tok iz poslovanja

– obresti

– odtoki za zagotavljanje nadomestitvenih kapacitet

= Prosti denarni tok delničarjem za dividende (FCF)

d... tveganju primerna stopnja zahtevanega donosa na kapital

g... vzdržna stopnja rasti

2. Kako poslovni model vpliva na vrednost podjetja?

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+d)} + \frac{FCF_2}{(1+d)^2} + \frac{FCF_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+d)^n} + \frac{FCF_N \cdot (1+g)}{(d-g)(1+d)^n}$$

1. *Na prosti denarni tok?* Na denarni tok? Ali je sedanji poslovni model dobičkonosen in ustvarja pozitivne proste denarne tokove?
2. *Na rast?* Ali poslovni model generira rast? Kam se vlagajo presežki? Ali raste podjetje organsko ali s prevzemi?
3. *Na tveganost in diskontno stopnjo?* Ali se zaradi rasti ustvarjajo tveganja financiranja?

Komu
dodajamo
vrednost?
Kdo so
kupci?

Kaj jim
ponujamo?
Kakšno
vrednost?

Kako to
storiti
učinkovito in
uspešno?

Kaj je poslovni model?

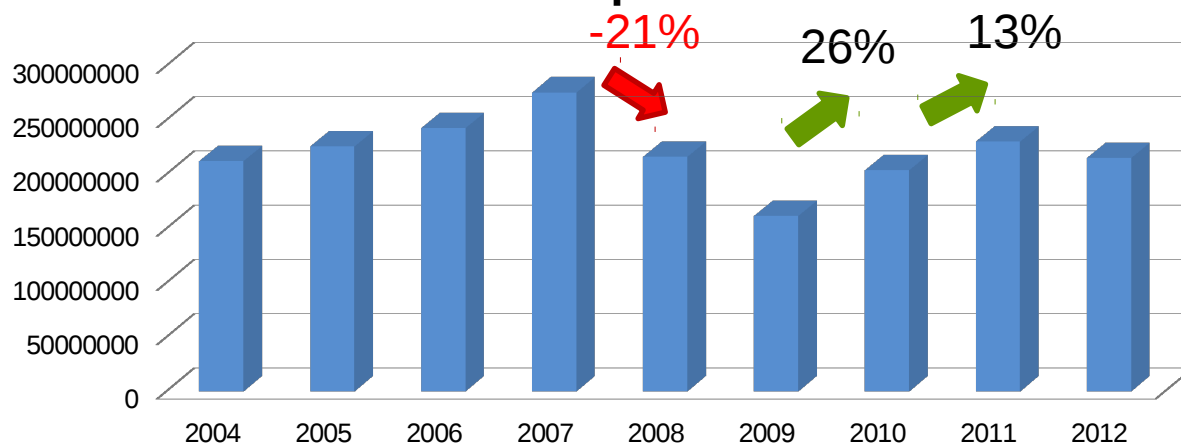
**Ne le igrati bolje kot drugi, ampak
spremeniti pravila igre**
(kot Apple, Microsoft, Facebook, Amazon, Ikea,...)
(Roberto Biloslavo, Univerza Koper)

Primer enega izmed zelo uspešnih slovenskih podjetij

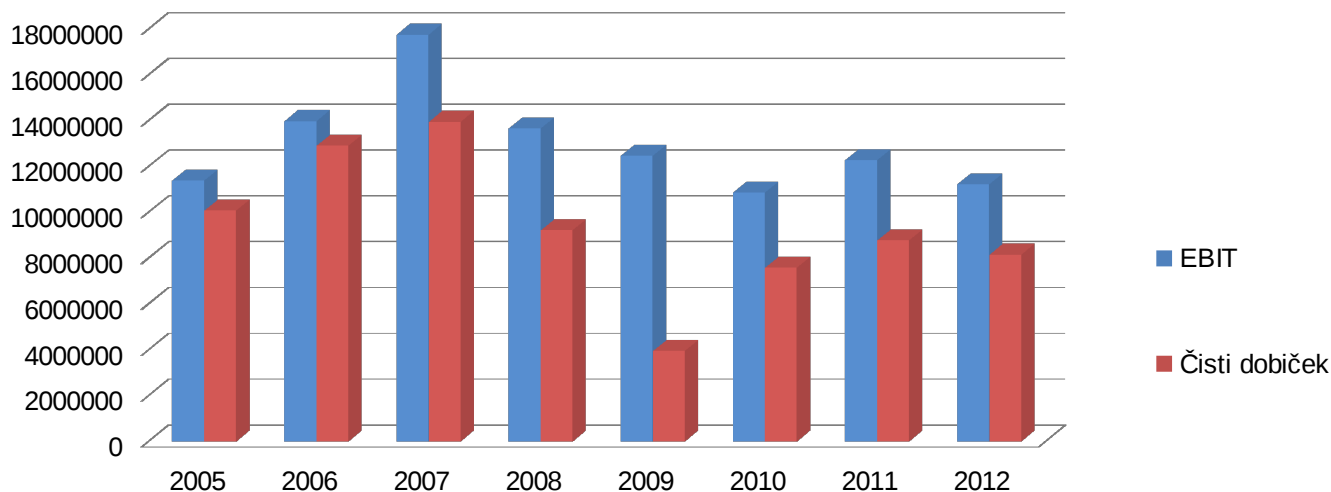


3. Kaj bilance povedo o ustvarjanju vrednosti podjetja?

Poslovni prihodki



Podatki za
matično družbo



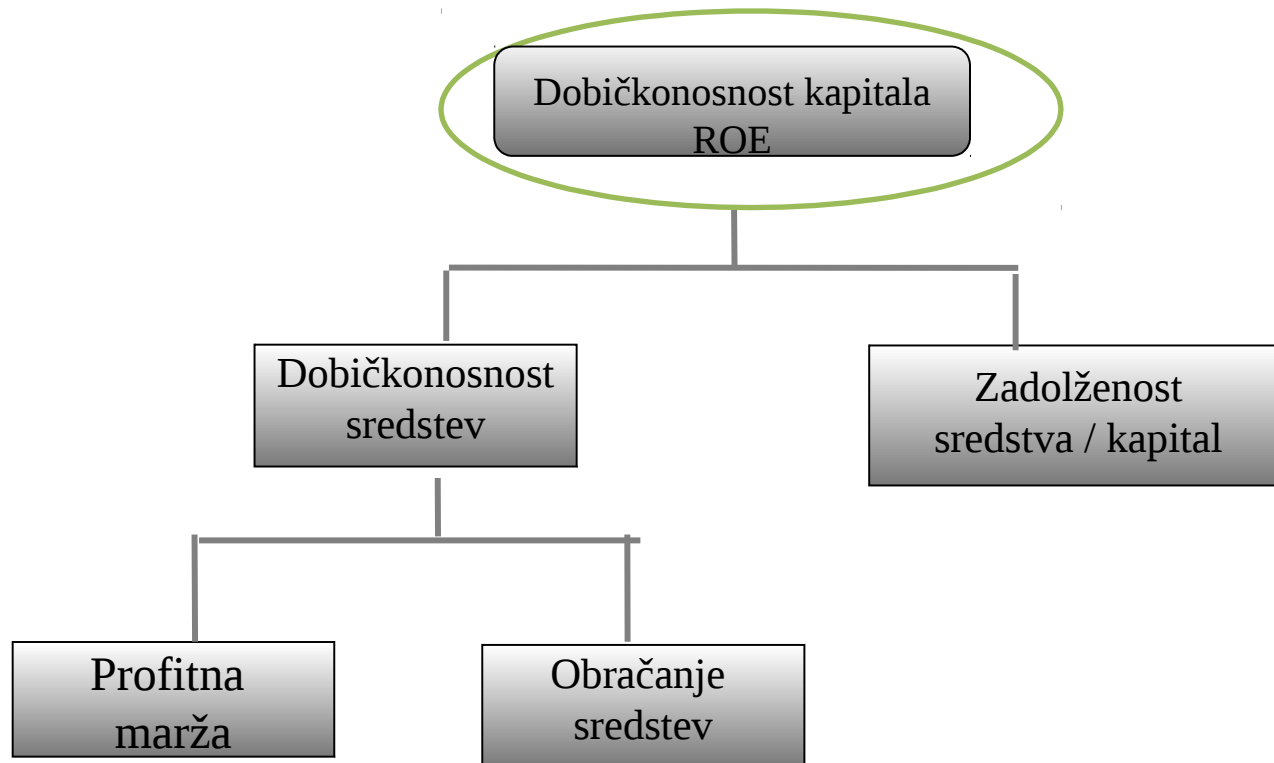
Hitra reakcija pri stroških

Verižni indeksi

Leto	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Poslovni prihodki	100	106	107	114	79	75	126	113	95
Kosmati donos od poslovanja	100	105	109	116	76	70	139	108	
Poslovni odhodki	100	107	108	116	76	69	144	108	
Stroški blaga, materiala in storitev	100	105	104	120	75	68	147	107	
Stroški materiala in blaga	100	105	105	120	74	67	148	107	
Stroški storitev	100	137	79	113	100	90	114	127	
Stroški dela	100	117	105	110	91	75	131	104	
Odpisi vrednosti	100	261	101	101	113	79	94	98	
Amortizacija in prevrednotovalni poslovni odhodki	100	282	139	103	101	88	92	100	
Drugi poslovni odhodki	100	105	2243	19	33	204	35	566	
Poslovni izid iz poslovanja	100	98	101	76	142	162	15	428	
Izid pred davki, obrestmi in amortizacijo (EBITDA)	100	86	118	122	82	89	88	110	
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	100	73	123	127	77	91	87	113	91
Finančni odhodki	100	48	112	100	417	127	44	110	92
Celotni poslovni izid	100	82	139	108	61	44	184	120	100
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	100	96	128	108	66	43	192	116	100

Podatki za matično družbo

3. Kaj bilance povedo o ustvarjanju vrednosti podjetja?



Vsak manager ima določen vpliv na ROE in lahko prispeva k donosnosti.

3. Kaj bilance povedo o ustvarjanju vrednosti podjetja?

Kateri so ključni računovodski kazalci za pregled poslovanja?

Teh je med 5 in 15. pokrivajo različna področja poslovanja:

- 1. Obračanje sredstev**
- 2. Dobičkonosnost**
- 3. Zadolženost oz. strukturo financiranja**
- 4. Plačilno sposobnost**

Vlaganja v razvoj

v letu 2009:
1.558.391 EUR

v letu 2010:
3.848.522 EUR

v letu 2011:
2.062.257 EUR

Click to edit Master text styles

– neprestano izboljševanje zavarovanj.

– **Second level**
2.4 POGLED V LETO 2012

– **Third level**
V naslednjem petletnem obdobju bodo ključni poudarki našega delovanja naslednji:

- jasno zastavljeni cilji in procesi, ki so bili že predstavljeni in temeljite prenove, s katero nadaljujemo tudi v prihodnjem obdobju,
- projekti, ki bodo imeli lastni cilji »vsaka puščica naj zadane«,
- neprestan nadzor nad ključnimi finančnimi kazalniki,
- sistematično upravljanje rizikov in presoja uspešnosti obvladovanja,
- kjerkoli bomo nastopali, želimo biti med prvimi tremi, tako po geografskem, produktnem in tržnem kriteriju,
- sistematično bomo delali s posameznimi tržnimi nišami in čistili obstoječ portfelj,
- krepili bomo ugled blagovne znamke in prodajno mrežo,
- inovativni želimo postati v procesih in materialih ter razviti vsaj en povsem nov proizvod na leto,
- skrbeli bomo za medstrukturno sodelovanje med vsemi udeleženci procesov,
- želimo si merjenje našega dela in ciljnega vodenja.

mednarodnih sejmihi.

V naslednjem srednjeročnem obdobju bo razvoj temeljil na strategiji razvoja novih tehnologij, prenašanju in zaščitenju know-howa, na razvoju produktov z vključevanjem strateških dobaviteljev, na uvedbi modularnosti in standardizacije, skrbeli bomo za visoko motiviranost zaposlenih v Razvoju in spodbujali sodelavce k razvijanju lastnih idej tako za izdelke kot za procese.

Razvoj in predstavitev novih produktov

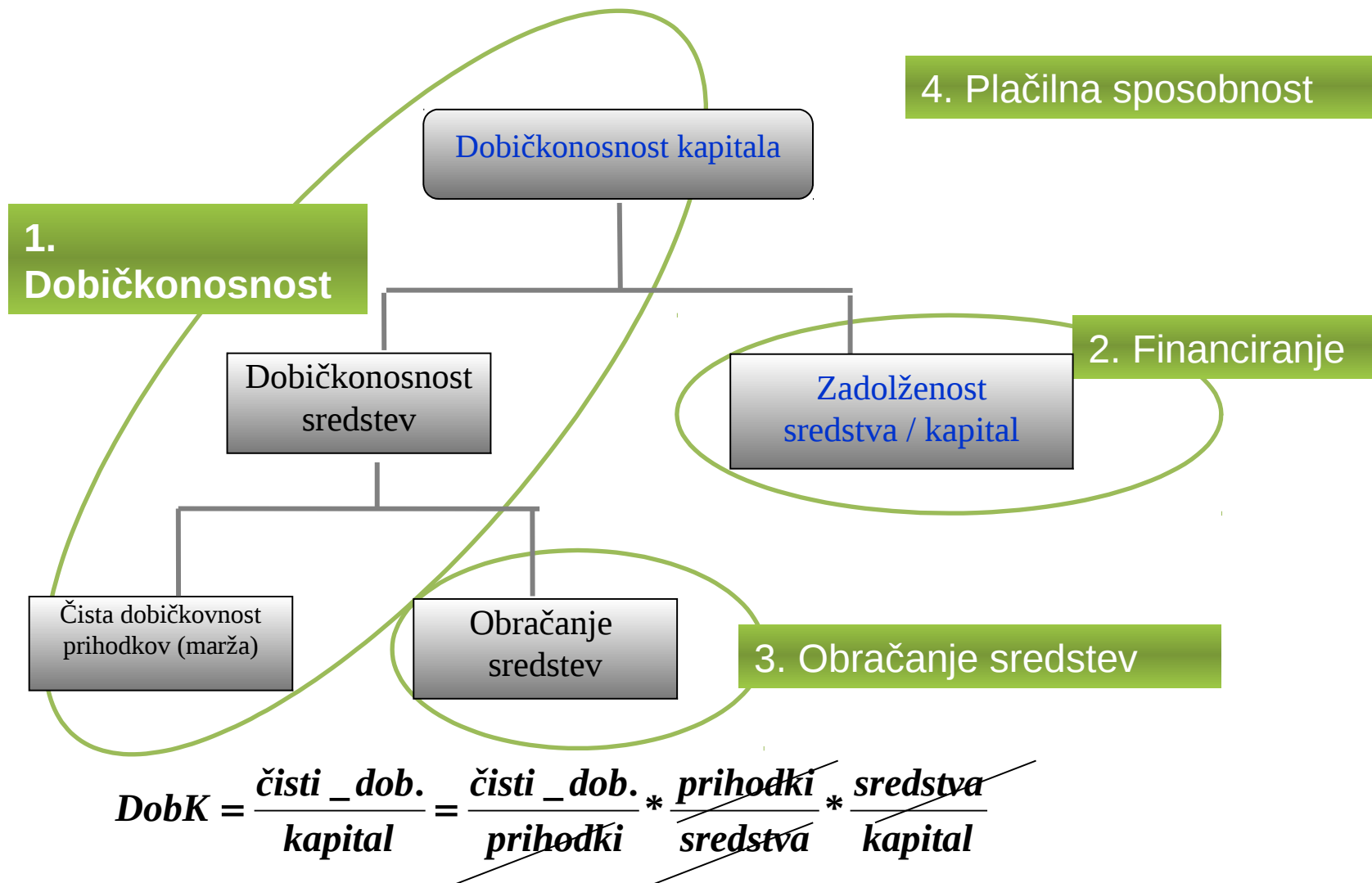
Kompleksnost razvoja produktov zahteva medfunkcijsko sodelovanje med Razvojem ter Prodajo in trženjem (produktno vodenje). Tako je bilo v letu 2011 razvitih in trgu predstavljenih kar nekaj produktnih novosti, ki so navedene v nadaljevanju.

Segment avtodomov:

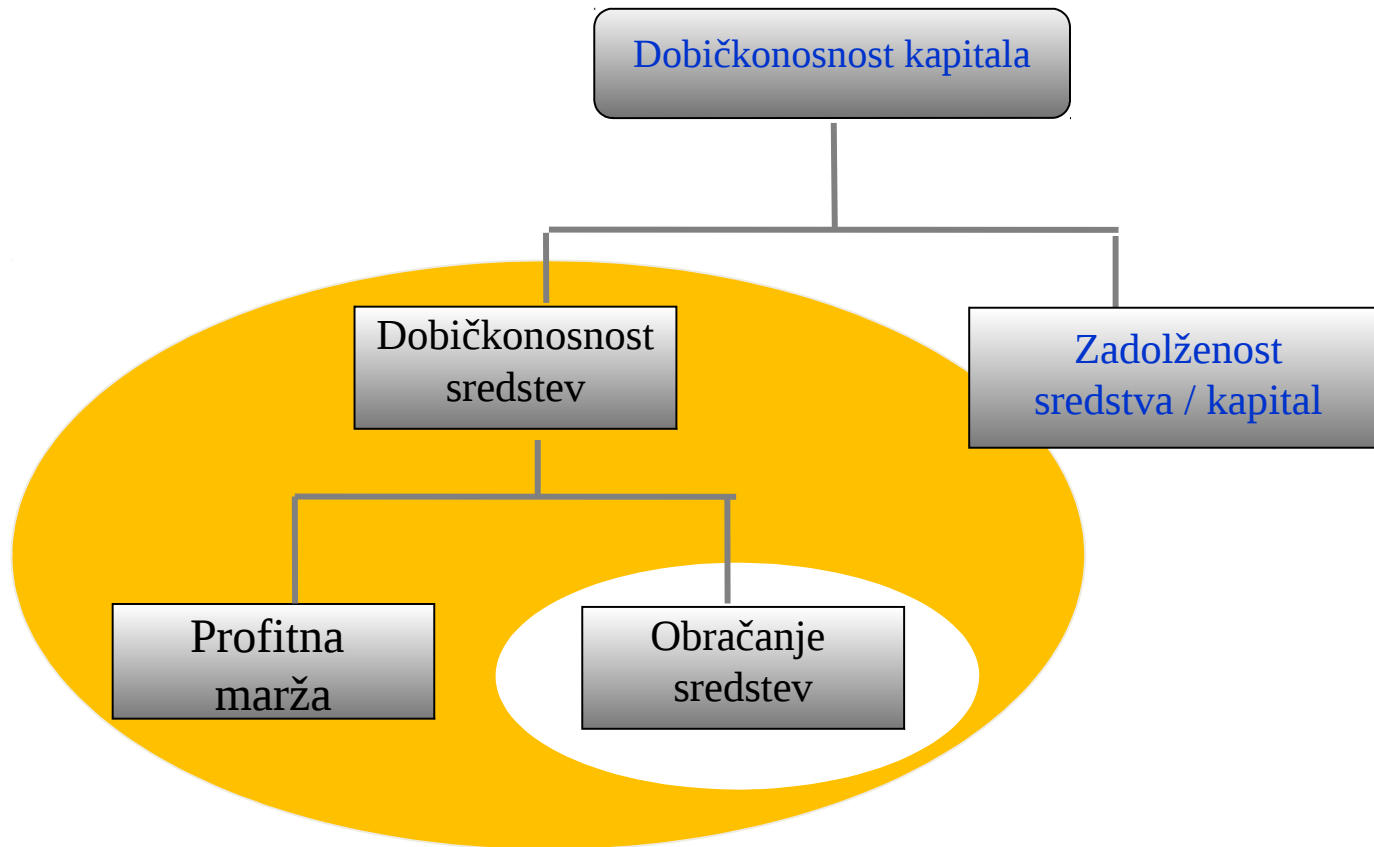
- Razvili in predstavili smo nov model v družini Adria Matrix Supreme, izdelan na podvozju Renault Master in premierno predstavljen avgusta 2011 na sejmju v Düsseldorfu. Avtodom ima eno najbolj dovršenih aplikacij toplotovodnega ogrevanja Alde, s katerim dosega najvišje standarde ogrevanja, izolativnosti in s tem bivalnega udobja;



Kazalci uspešnosti so povezani



Obračanje sredstev, eden izmed najpomembnejših področij uspešnosti



Obračanje čistih obratnih sredstev

Tu se prične vplivati na dobičkonosnost:

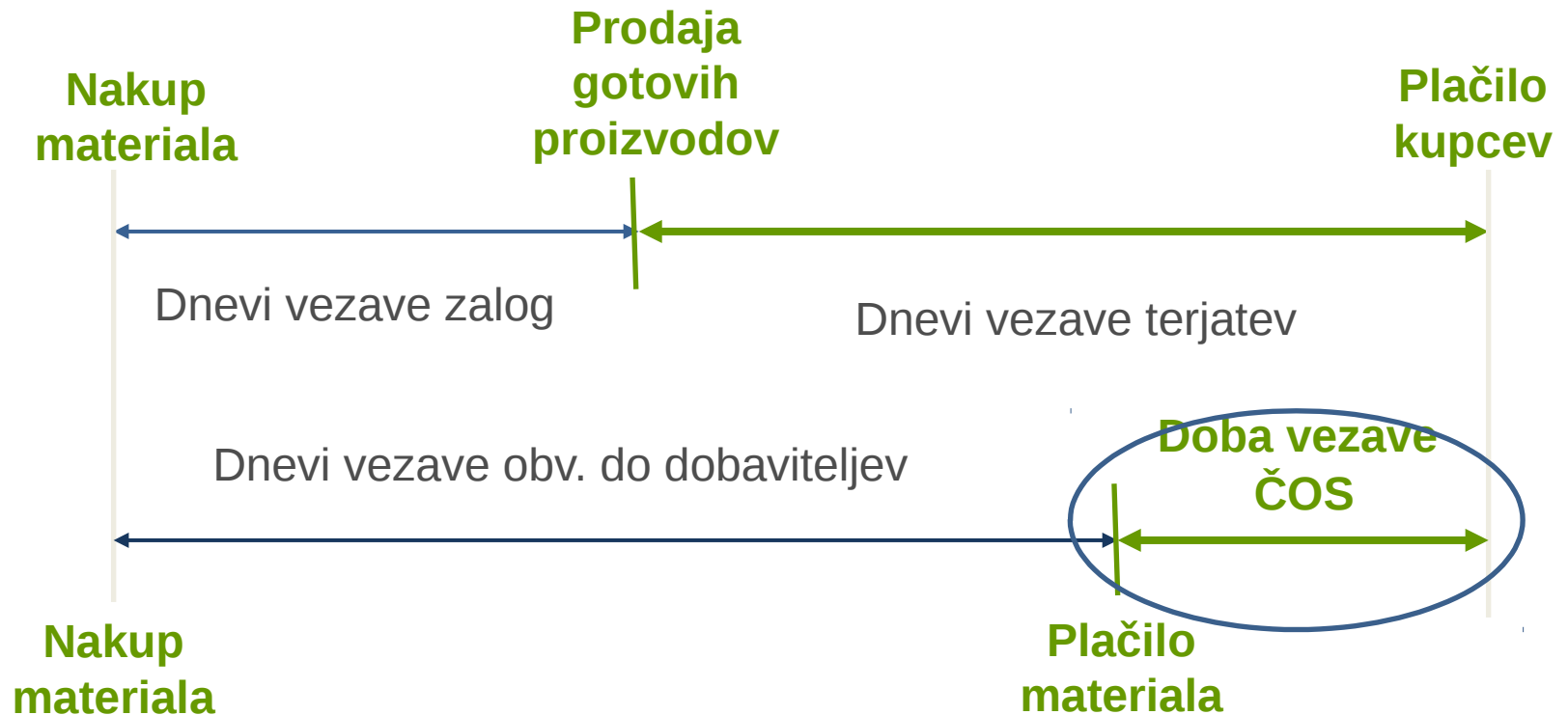
Analiza panoge:

1. Pogajalska moč kupcev: število kupcev, njihova možnost izbire substituta, zaostritev financiranja vpliva na vezavo terjatev

2. Pogajalska moč dobaviteljev: vpliva na vezavo obveznosti do dobaviteljev.

Vitkost lastnih poslovnih procesov: vpliva na obračanje zalog

Obračanje čistih obratnih sredstev



Analiza čistih obratnih sredstev

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dnevi vezave zalog	49,1	51,0	58,1	50,5	65,0	68,7	62,1	50,5
Dnevi vezave terjatev	79,8	77,5	78,3	69,4	75,4	110,8	85,4	81,6
Dnevi vezave dobaviteljev			79,3	66,4	48,8	96,9	71,4	64,1
Dnevi vezave čistih obratnih sredstev			57,0	53,4	91,6	82,7	76,2	68,0

Zaloge 26.797.841 leta 2011
 36.471.756 z obratom iz leta 2009
 -9.673.915

Terjatve 51.453.664 leta 2011
 69.917.757 z obratom iz leta 2009
 -18.464.093

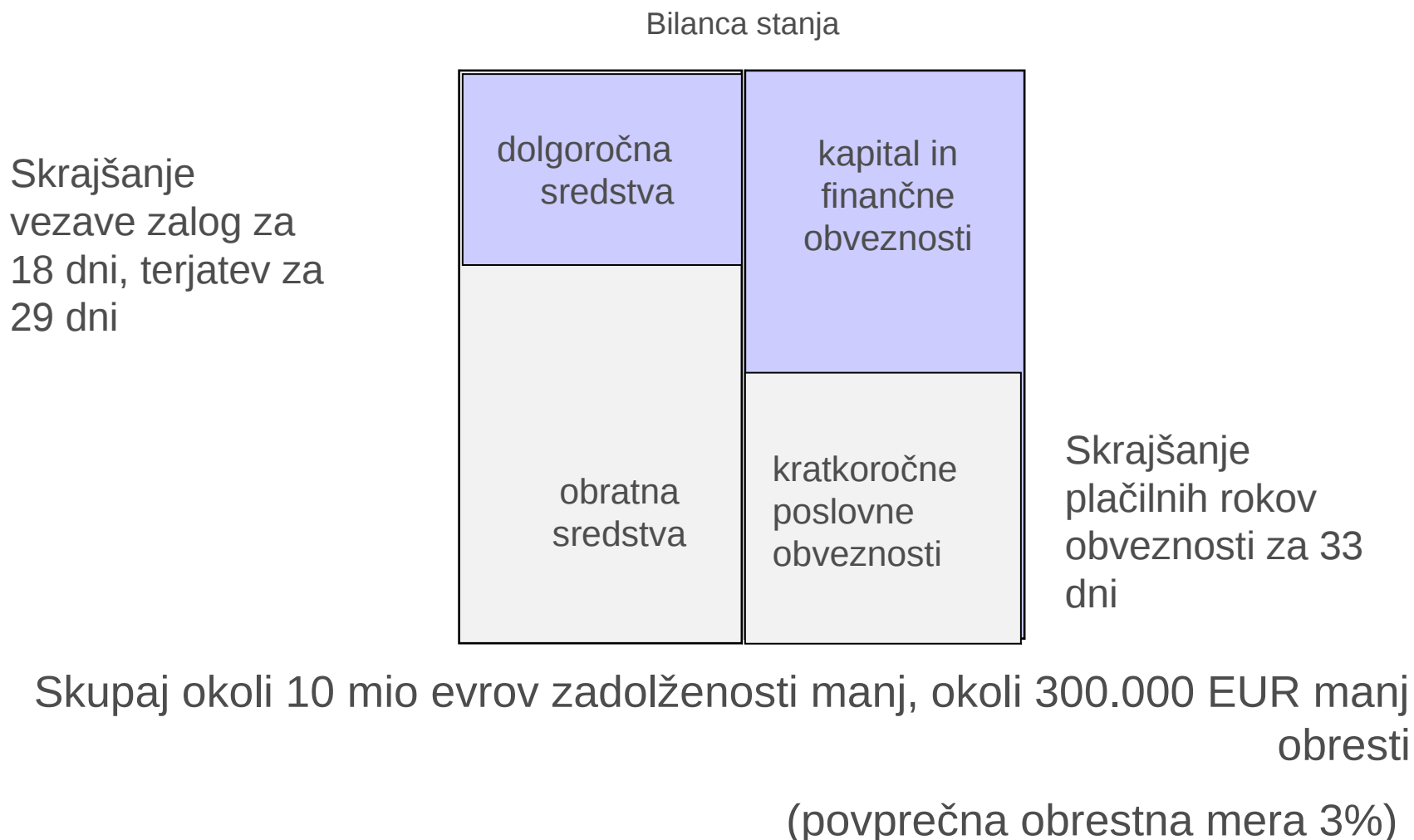
Dobavitelji 34.009.501 leta 2011
 51.405.720 z obratom iz leta 2009
 17.396.219

Neto razlika **-10.741.788**

Opomba: Pri izračunu kazalcev niso upoštevane povprečne vrednosti.

Podatki za matično družbo

Dobro upravljanje z obratnimi sredstvi vpliva na znižanje finančnega zadolževanja



Za primerjavo Gorenje

Dnevi vezave	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Terjatve	63	66	81	77	67	72	80	76	70	69
Zaloge	71	63	68	67	69	61	63	61	58	52
Dobavitelji	82	64	83	80	80	80	98	87	90	88
Neto vezava	53	65	66	65	57	54	45	51	38	33

Vezava terjatev
je ugodnejša v
letu 2012.

Terjatve	Zaloge	Dobavitelji	Prihranek
	52 dni	88 dni	
	179.946	228.129	
	247.365	212.430	
	-67.419	-15.699	-83.118

Opomba: Pri izračunu kazalcev so poenostavljeno upoštevane povprečne vrednosti.

**Skrajšanje
vezave zalog za
19 dni**

Bilanca stanja

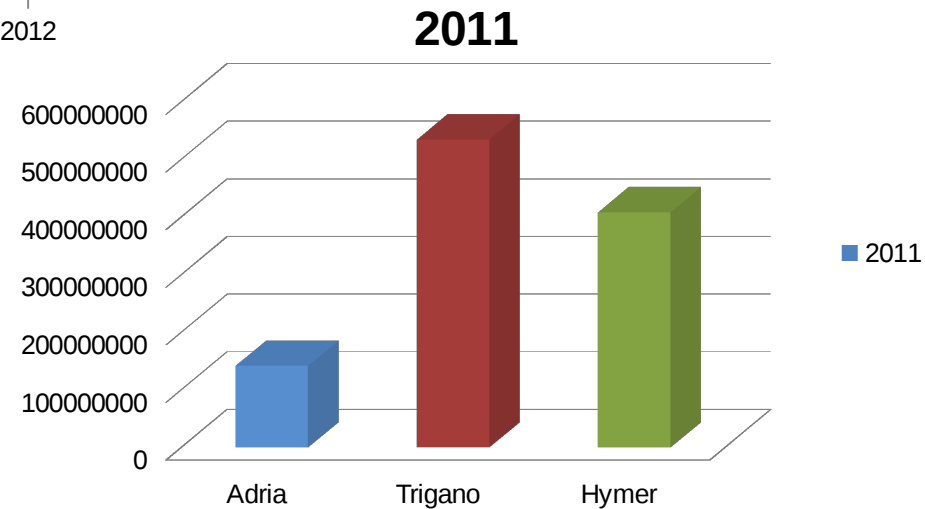
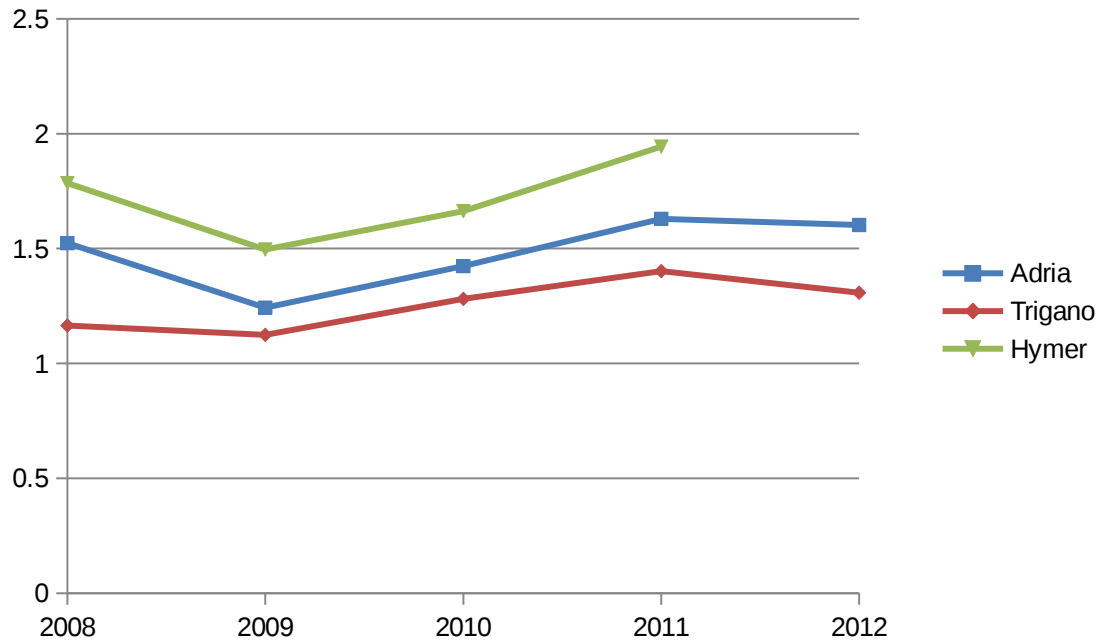
dolgoročna sredstva	kapital in finančne obveznosti
obratna sredstva	kratkoročne poslovne obveznosti

**Podaljšanje
plačilnih rokov
obveznosti za 6
dni**

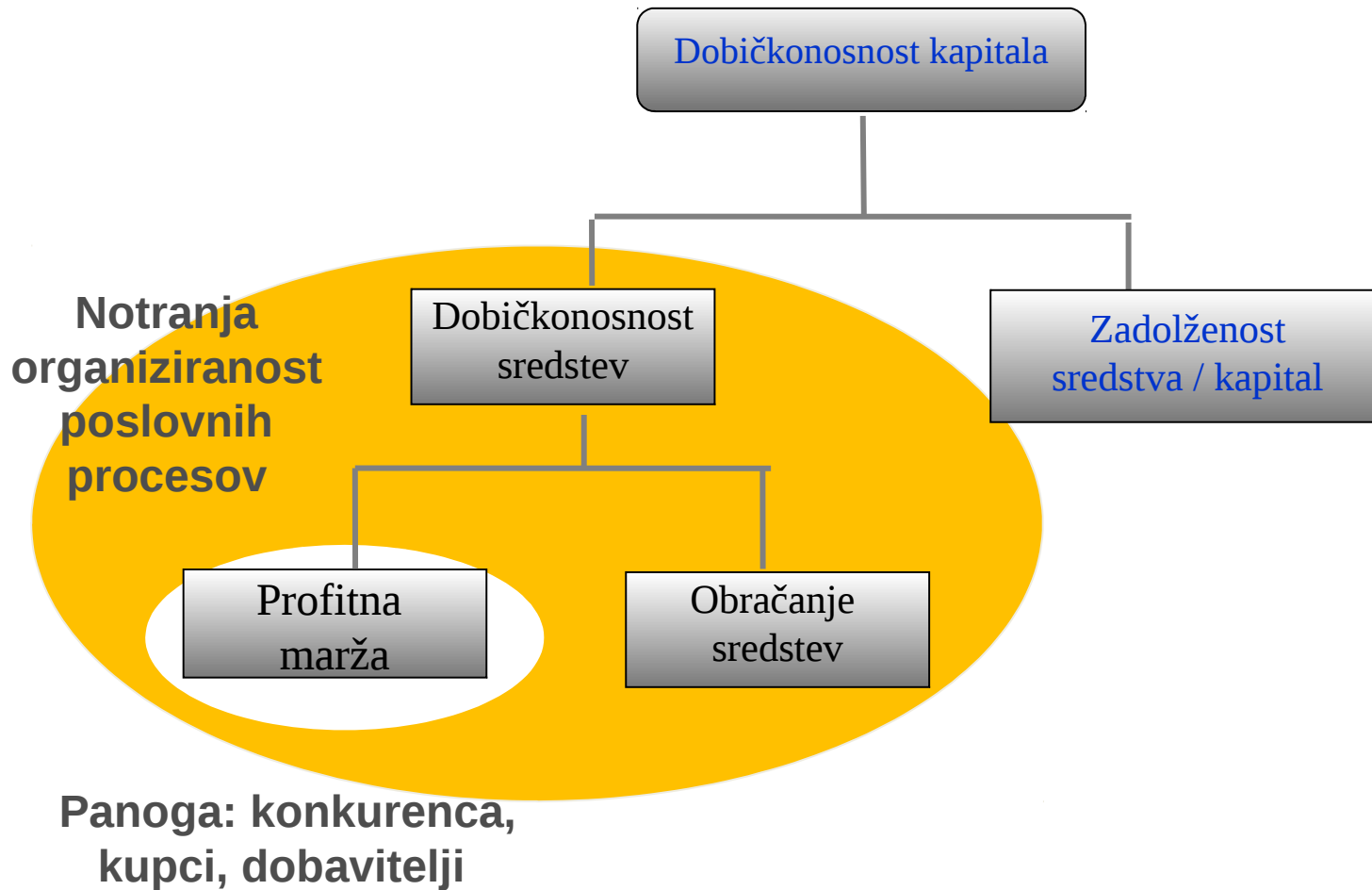
83 mio evrov zadolženosti manj, okoli 4,6 mio obresti manj

Podjetje je imelo v letu 2012 nekaj tisoč EUR dobička. (povprečna obrestna mera 5,5%)

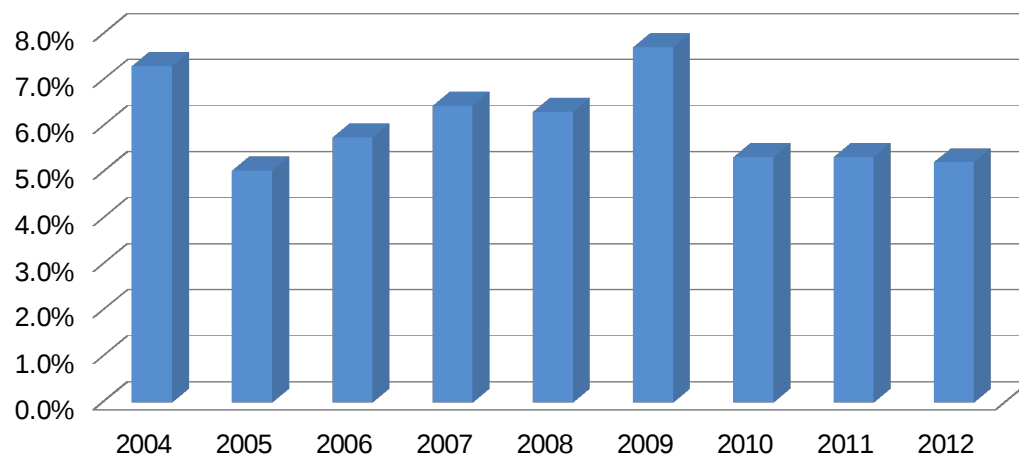
Obračanje celotnih sredstev



Profitne marže

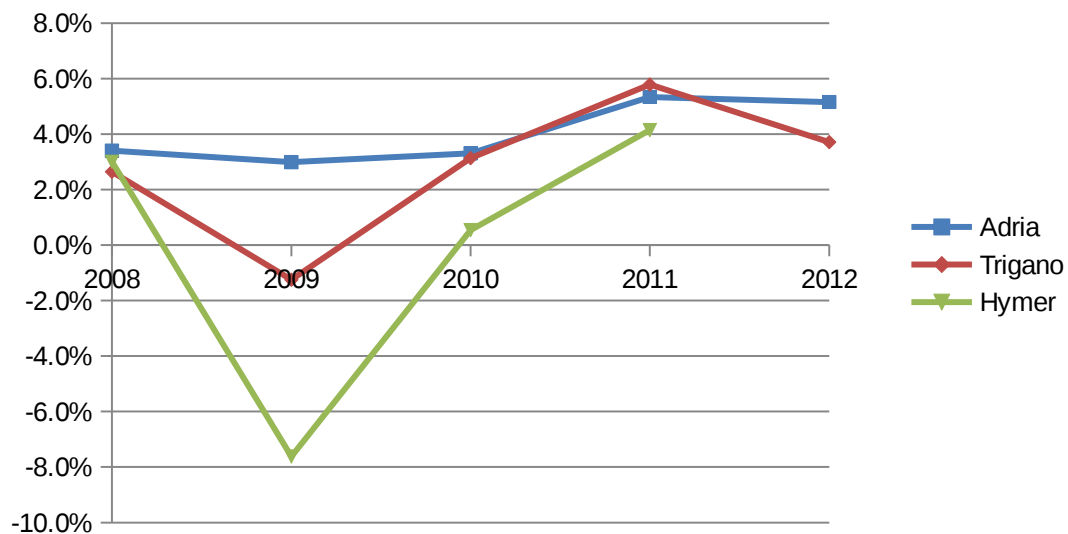


Dobičkonosnost prihodkov iz poslovanja



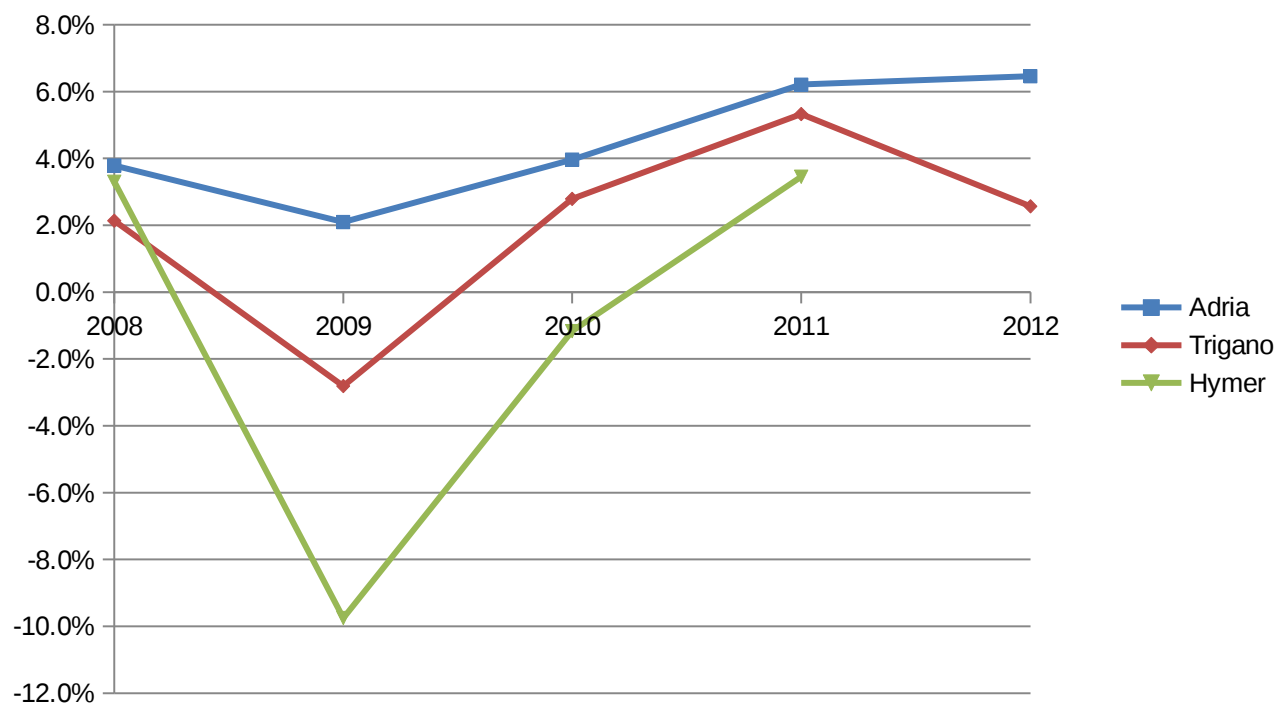
Adria Mobil

**Podatki matične
družbe**



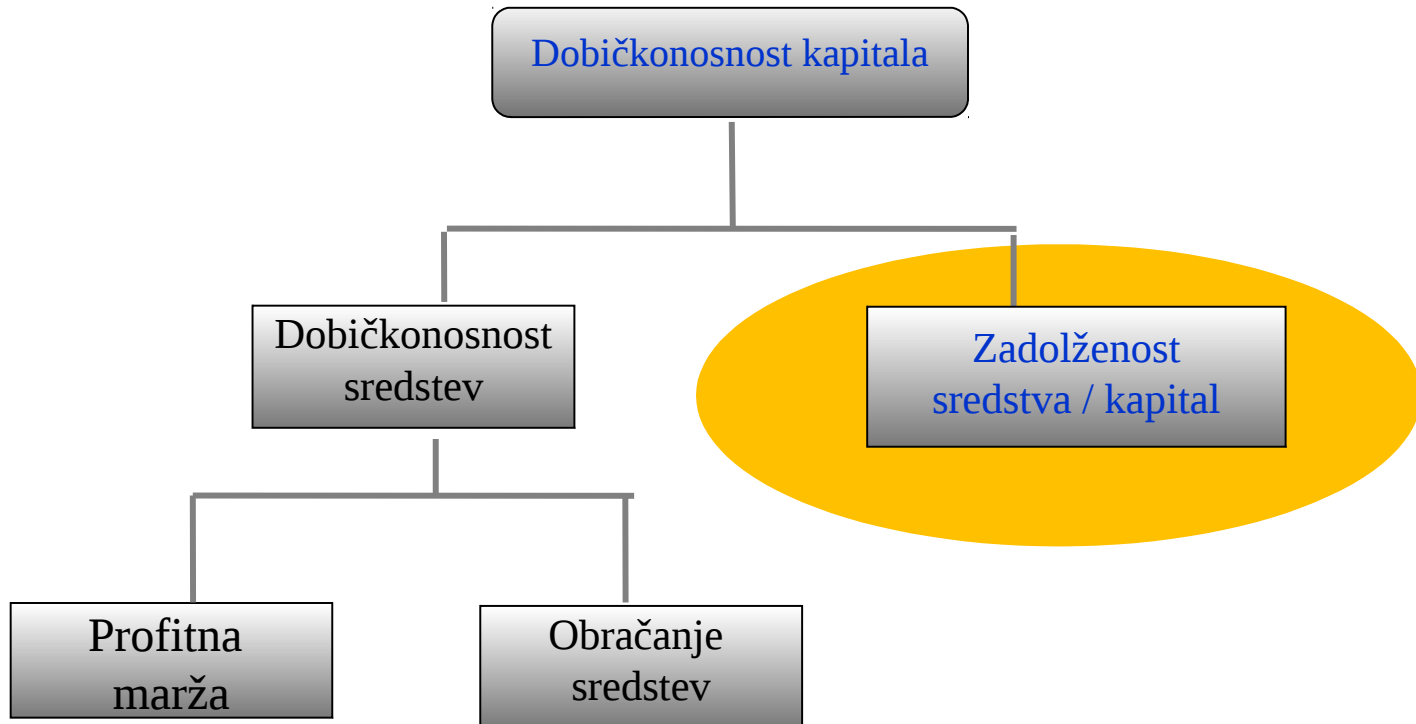
**Primerjava
konsolidiranih
izkazov med
konkurenti**

Dobičkonosnost sredstev



Primerjave za 2011 in 2012 pogojne, ker za AM temeljijo na individualnih izkazih

Analiza financiranja



Zadolženost in plačilna sposobnost

ZADOLŽENOST

Delež kapitala v financiranju (zadolženost)

Delež finančnih obveznosti

PLAČILNA SPOSOBNOST

Primerjava ročnosti sredstev in obveznosti

Kratkoročna sredstva
kratkoročne obveznosti

Bilanca stanja

dolgoročna sredstva	dolgoročni viri financiranja
kratkoročna sredstva	kratkoročne obveznosti

Izkaz denarnih tokov

Ali se podjetje samo financira?

Ne

Da

Kako se financira primanjkljaj v poslovanju?

Možni viri:

- Novo zadolževanje
- Prodaja naložb

Kako se uporablja presežek denarja?

Možna uporaba:

- Poplačilo dolga, dividend
- Nakupi naložb
- Umik kapitala

Ni vseeno, v kateri dejavnosti podjetje ustvarja denarne tokove

Spremembe denarnega toka =

= čisti dobiček + Δ zalog, terjatev in obv iz. poslovanja + Δ nedenarnih postavk (am., kapitalske izgube/dobički, + Δ nakupi in prodaja osn. sredstev ter FN + pridobivanje in odplačevanje dolgov ter Δ K

poslovna dejavnost

**naložbena
dejavnost**

**dejavnost
financiranja**

Ustvarjanje denarnih tokov v AM

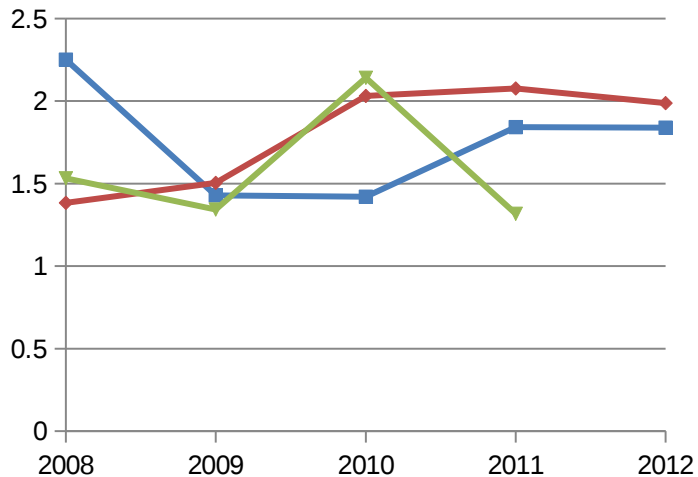
- **Koliko denarja ustvari Adria Mobil s poslovanjem in za kaj ga porabi?**
- **Kakšna so vlaganja v opremo in kapacitete ter v neopredmetena sredstva? So zadosti visoka?**
- **Kakšna so izplačila dividend lastnikom?**

3.1.5 Izkaz denarnega toka

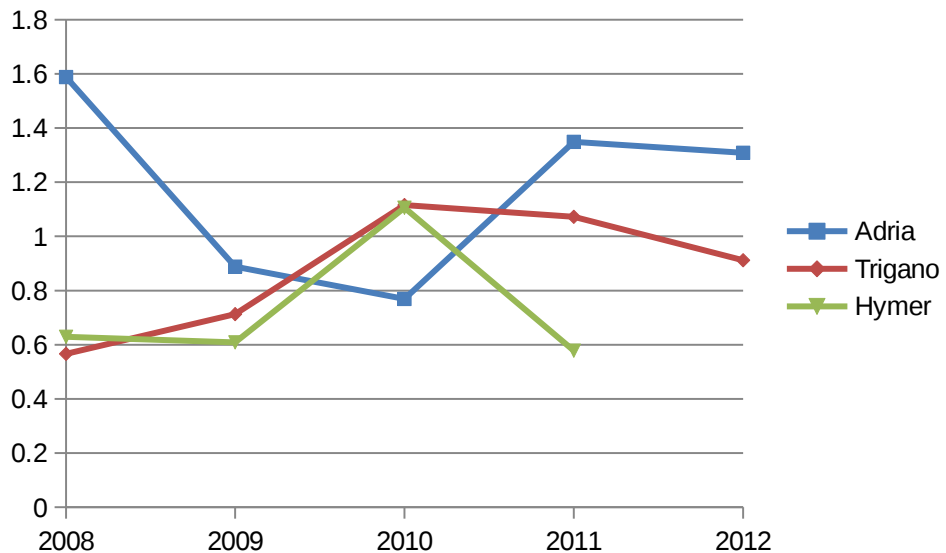
	31. 12. 2012	31. 12. 2011
DENARNI TOKOVI PRI POSLOVANJU		V evrih
Postavke izkaza poslovnega izida	8.155.503	8.777.504
Popravki IPI		
Dobiček pred obdavčitvijo	9.679.696	10.318.679
Davek od dohodka	-1.570.652	-1.555.494
Drugi davki/odloženi davki	46.459	14.319
Popravki poslovnega izida		
Neto stroški financiranja	97.739	772.778
Dobički odvisnih družb	-1.250.924	-1.279.674
Dobički pridruženih družb	-255.439	0
Prevrednotenje naložb	2.878.040	2.636.771
Učinek pri prodaji osnovnih sredstev	-438.711	-56.900
Popravek vrednosti neopredmetenih sredstev	33.835	32.566
Popravek vrednosti naložbenih nepremičnin	66.062	77.681
Popravek vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev	2.532.128	2.366.575
Popravek vrednosti zalog in terjatev	2.535.763	1.731.202
Oblikovanje in odprava rezervacij in pasivnih časovnih razmejitev	3.374.648	4.167.710
Dobiček iz rednega delovanja pred spremembami v obratnem kapitalu	17.728.644	19.226.213
Povečanje /zmanjšanje poslovnih in drugih terjatev	1.485.945	-4.943.738
Povečanje /zmanjšanje aktivnih časovnih razmejitev	-193	25.584
Povečanja/zmanjšanje odloženih terjatev za davek	-46.459	-14.319
Povečanja/zmanjšanje zalog	1.922.825	3.583.075
Povečanje/zmanjšanje rezervacij	-2.300.099	-2.554.206
Povečanja/zmanjšanje poslovnih in drugih dolgov	-6.098.177	-1.485.546
Povečanja/zmanjšanje pasivnih časovnih razmejitev	350.976	252.316
Denarni tok iz poslovanja	13.043.462	14.089.379

DENARNI TOKOVI PRI NALOŽBENJU		
Prejemki pri naložbenju	2.886.339	1.421.194
Prejemki od dobljenih deležev v dobičku odvisnih družb	1.250.924	1.279.674
Prejemki od odtujitve dolgoročnih finančnih naložb v odvisne družbe	255.439	0
Prejemki od odtujitve opredmetenih osnovnih sredstev	1.379.976	141.520
Izdatki pri naložbenju	-6.775.411	-14.480.367
Izdatki za pridobitev neopredmetenih sredstev	-21.797	-151.522
Izdatki za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	-1.979.065	-5.509.576
Izdatki za pridobitev dolgoročnih finančnih naložb v odvisne družbe	-3.492.836	-574.751
Izdatki za pridobitev dolgoročnih finančnih naložb v pridružene družbe		-4.205.101
Izdatki za dana posojila in predujme drugim strankam	-1.281.713	-4.039.417
Prebitek prejemkov pri naložbenju in prebitek izdatkov pri naložbenju	-3.889.072	-13.059.173
DENARNI TOKOVI PRI FINANCIRANJU		
Prejemki pri financiranju	105.993.065	67.662.839
Prejemki od povečanja dolgoročnih finančnih obveznosti	1.633.390	8.414.262
Prejemki od povečanja kratkoročnih finančnih obveznosti	104.359.675	59.248.577
Izdatki pri financiranju	-114.981.121	-70.501.354
Izdatki za odplačila dolgoročnih finančnih obveznosti	-2.094.736	-2.282.873
Izdatki za odplačila kratkoročnih finančnih obveznosti	-106.390.402	-58.124.661
Izdatki za izplačila dividend in drugih deležev v dobičku	-6.495.983	-9.993.820
Prebitek prejemkov pri financiranju in prebitek izdatkov pri financiranju	-8.988.056	-2.838.515
Pobotane tečajne razlike	-24.407	-162.583
GIBANJE DENARJA IN DENARNIH USTREZNIKOV		
Gibanje denarja in denarnih ustreznikov- stanje na začetku leta	82.061	1.859.449
Povečanje - zmanjšanje denarja in denarnih ustreznikov	102.807	-1.777.388
Na koncu leta	184.868	82.061

Plačilna sposobnost

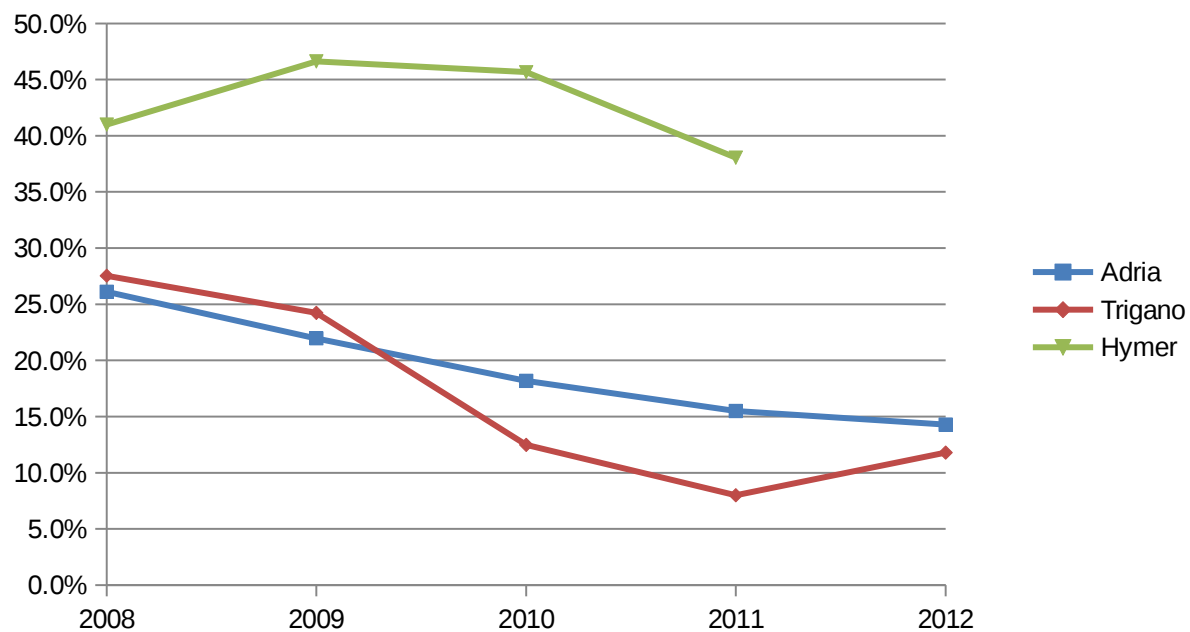


Kratkoročni koeficient:
Kratkoročna sredstva / kratkoročne
obveznosti



Hitri test:
(Kratkoročna sredstva - zaloge) / kratkoročne
obveznosti

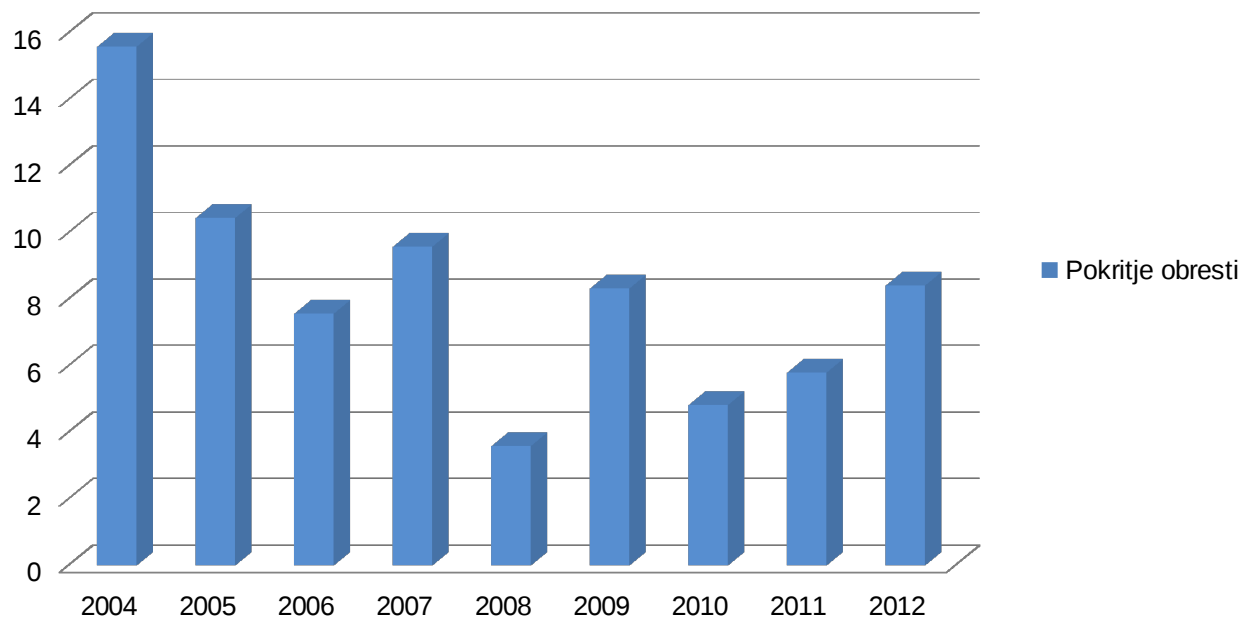
Delež finančnih obveznosti



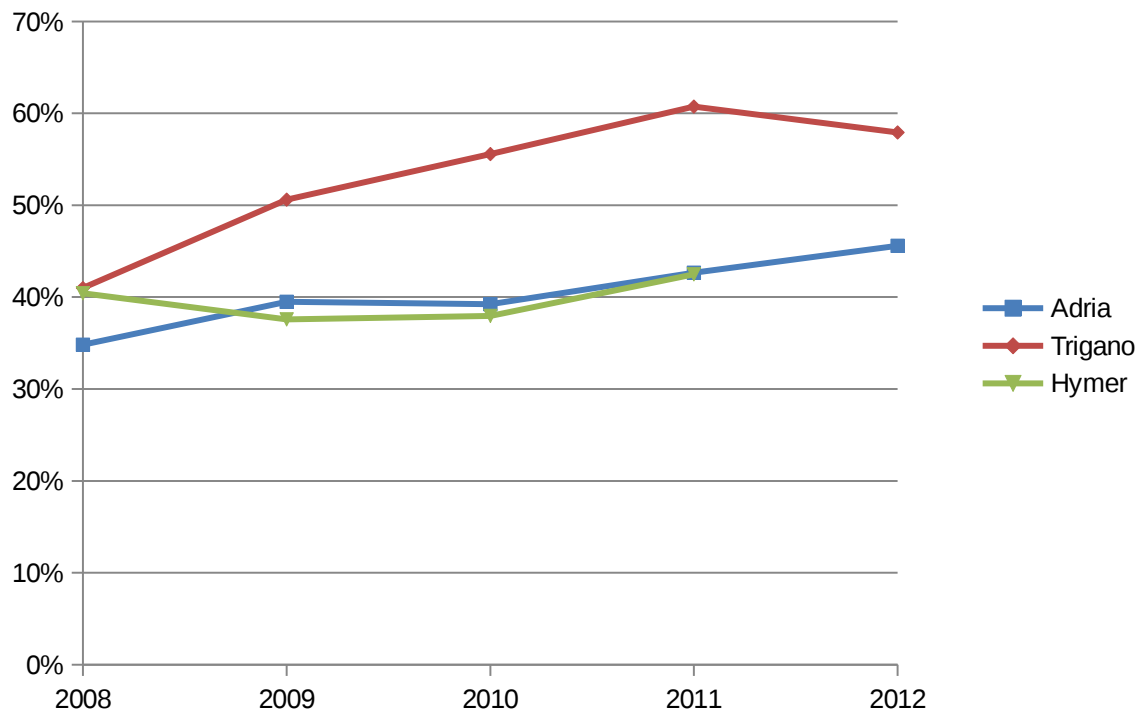
Pokritje obresti

Dobiček iz poslovanja
Obresti

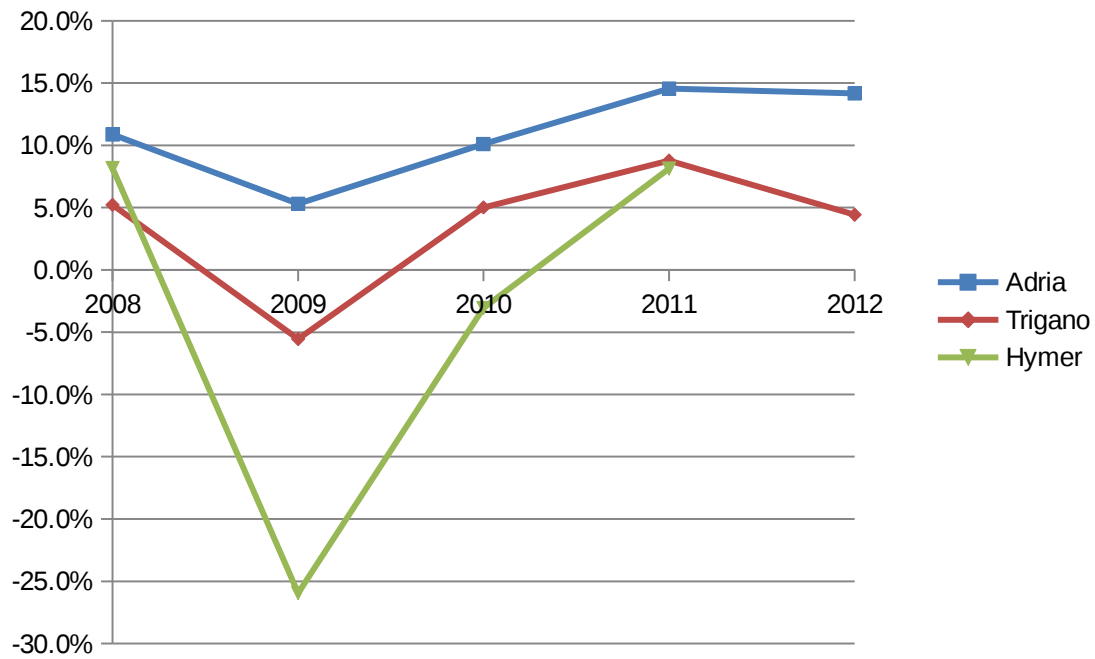
Pokritje obresti



Delež kapitala v financiranju



Dobičkonosnost kapitala



Du Pont shema kazalcev

Dobičknonsost kapitala	
Adria	14.2%
Trigano	4.4%

Dobičknonsost sredstev	
Adria	6.5%
Trigano	2.6%

Zadolženost (S/ K)	
Adria	2.2
Trigano	1.7



Profitna marža		Obračanje sredstev	
Adria	4.03%	Adria	1.60
Trigano	1.96%	Trigano	1.31

Izkaz gibanja kapitala

3.1.4 Izkaz gibanja kapitala

						(v evrih)
Od 1. 1. 2012 do 31. 12. 2012	vpoklicani kapital	Kapitalske rezerve	Rezerve iz dobička	Preneseni čisti poslovni izid	Čisti poslovni izid	SKUPAJ KAPITAL
Začetno stanje v poslovnem obdobju na dan 01.01. 2012	3.417.681	624.187	3.032.223	44.443.402	8.777.504	60.294.997
Čisti poslovni izid	0	0	0	0	8.155.503	8.155.503
Drugi vseobsegajoči poslovni izid	0	0	0	0	0	0
Izplačilo dividend	0	0	0	-6.500.000	0	-6.500.000
Razporeditev čistega dobička	0	0	0	8.777.505	-8.777.504	0
Stanje 31. 12. 2012	3.417.681	624.187	3.032.223	46.720.907	8.155.503	61.950.501

Ali Adriin poslovni model povečuje vrednost podjetja?

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+d)} + \frac{FCF_2}{(1+d)^2} + \frac{FCF_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+d)^n} + \frac{FCF_N \cdot (1+g)}{(d-g)(1+d)^n}$$

- ✓ **Ustvarja prosti denarni tok za lastnike?**
- ✓ **Raste denarni tok?** Rast v okviru rasti industrije in prevzemanje tržnih deležev
- ✓ **Zmanjšuje tveganost in s tem na diskontno stopnjo?**

Poskus vrednotenja Adrie Mobil

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+d)} + \frac{FCF_2}{(1+d)^2} + \frac{FCF_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+d)^n} + \frac{FCF_N \cdot (1+g)}{(d-g)(1+d)^n}$$

	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 €

WACC 8%,
rast (g) 3%

Gre zgolj za približne ocene, ki služijo ponazoritvi

Poskus vrednotenja Adrie Mobil

Dolgoročna stopnja rasti (g)

WACC(d)		2,10%	2,40%
	6,53%	124.248.688 €	132.441.578 €
	7,03%	113.285.349 €	119.883.110 €
	7,53%	104.341.042 €	109.772.687 €
	8,03%	96.905.049 €	101.458.077 €
	8,53%	90.625.510 €	94.499.846 €
	9,03%	85.252.109 €	88.591.122 €
	9,53%	80.601.911 €	83.511.112 €

Gre za približne ocene, ki služijo ponazoritvi primera.