



VS0158497463

**Poročilo o oceni vrednosti
100-odstotnega poslovnega
deleža družbe
Prozas d.o.o.
na dan 31.12.2022**

Zadeva: I 122/2023

Dolžnik: Goran Mutić, Gorenje 54, Stara cerkev

Upnik: Addiko Bank d.d., Dunajska cesta 117, Ljubljana

Naročnik:

Okrajno sodišče v Kočevju
ga. okrajna sodnica Ines Skebe
Ljubljanska 26
1330 Kočevje

Izvajalka:

Mateja Pivk
Stara c. 30
1370 Logatec
Sodna cenilka za ekonomijo –
vrednotenje podjetij

KAZALO

1. UVOD	3
1.1 Identifikacija naročnika	3
1.2 Predmet ocenjevanja vrednosti	3
1.3 Namen ocenjevanja vrednosti	3
1.4 Datum ocenjevanja vrednosti in izdelave mnenja	4
1.5 Podlaga vrednosti	4
1.6 Obseg raziskav in dokumentacijska osnova	4
1.7 Narava in vir informacij, na katere se ocenjevalec zanaša	5
1.8 Poudarki, omejitve, splošne in posebne predpostavke	5
1.9 Način ocenjevanja vrednosti	6
1.10 Znesek ocenjene vrednosti	6
2. PREDSTAVITEV PODJETJA PROZAS D.O.O.	7
2.1 Opis	7
2.2 Zaposleni	7
3. ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA	8
3.1 Mednarodno okolje	8
3.2 Slovenija	9
4. ANALIZA PANOGE	13
4.1 Analiza poslovanja dejavnosti	13
5. FINANČNA ANALIZA	15
5.1 Finančna analiza podjetja Prozas d.o.o.	15
6. METODOLOGIJA OCENJEVANJA VREDNOSTI	20
6.1 Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti	20
6.2 Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti	21
6.3 Nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti	22
6.4 Izbrani način in metoda ocenjevanja vrednosti	23
6.5 Odbitki in pribitki	24
7. OCENA VREDNOSTI	27
7.1 Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti	27
7.2 Napoved denarnega toka	29
7.3 Povzetek glavnih predpostavk ocenjevanja vrednosti podjetja Prozas d.o.o.	30
7.4 Izračun ocene vrednosti podjetja	34
8 SKLEP O OCENI VREDNOSTI	36
Priloga 1: Izjava sodne cenilke	37

1. UVOD

Okrajno sodišče v Kočevju me je s Sklepom z dne 22.11.2023 imenovalo za sodno cenilko v izvršilni zadevi I 122/2023 upnika Addiko Bank d.d., Dunajska cesta 117, Ljubljana, zoper dolžnika Goran Mutić, Gorenje 54, Stara cerkev, in sicer z namenom preučitve spisa predmetne zadeve in ugotovitve tržne vrednosti poslovnega deleža podjetja Prozas, inženiring, d.o.o., Gorenje 54, 1332 Stara Cerkev, matična številka 868430800.

Na podlagi omenjenega poziva Okrajnega sodišča v Kočevju sem najprej preučila Sklepu priložen spis in pregledala javno dostopne podatke in informacije glede predmetnega podjetja, katerega poslovni delež je predmet ocenjevanja vrednosti. Po preučitvi omenjenega sem ocenila, da za namene strokovne in celovite izvedbe te naloge potrebujem nekaj dodatnih podatkov oziroma informacij. Seznam dodatnih podatkov sem dolžniku Goranu Mutiću s priporočeno pošto odposlala v sredo, 13. decembra 2023. Hkrati sem z dopisom Okrajno sodišče v Kočevju obvestila, da naloge v roku, ki je bil postavljen v Sklepu, ne bo mogoče končati, saj sem ocenila, da bom po prejemu vseh potrebnih podatkov in informacij za dokončanje potrebovala še okoli 20 dni.

Zahtevanih in potrebnih dodatnih podatkov in informacij s strani dolžnika nisem prejela, saj slednji moje pošte ni prevzel. Tako ocenjena vrednost temelji zgolj na javno dostopnih podatkih, ki pa so precej skopi, zaradi česar ocenjena vrednost, predstavljena v tem poročilu velja ob številnih omejitvah.

1.1 Identifikacija naročnika

Naročnik te ocene vrednosti poslovnega deleža podjetja Prozas d.o.o. je Okrajno sodišče v Kočevju, Ljubljanska 26, 1330 Kočevje.

1.2 Predmet ocenjevanja vrednosti

Predmet ocenjevanja vrednosti je 100-odstotni poslovni delež Gorana Mutića v podjetju Prozas d.o.o.

1.3 Namen ocenjevanja vrednosti

Namen ocene vrednosti je ugotovitev tržne vrednosti 100-odstotnega poslovnega deleža družbe Prozas d.o.o.

Cenitveno mnenje ni namenjeno računovodskemu poročanju.

1.4 Datum ocenjevanja vrednosti in izdelave mnenja

Ocena vrednosti 100-odstotnega poslovnega deleža podjetja Prozas d.o.o. je pripravljena na dan 31.12.2022. Datum ocenjevanja vrednosti sovpada z zadnjimi javno dostopnimi podatki o poslovanju ocenjevanega podjetja.

Izdelava ocene vrednosti pa je potekala od decembra 2023 do januarja 2024, datum priprave poročila je 24.1.2024.

1.5 Podlaga vrednosti

Podlaga vrednosti, predstavljena v tem poročilu, predstavlja tržno vrednost.

V skladu z definicijo združenja ocenjevalcev vrednosti ASA (*American Society of Appraisers*) termin poštena tržna vrednost predstavlja oceno oziroma mnenje glede vrednosti, izražene v denarju, po kateri bi določeno premoženje zamenjala voljan kupec in voljan prodajalec, pri čemer nobeden izmed njiju ne deluje pod prisilo, oba pa razpolagata z razumnim obsegom vseh potrebnih informacij glede zadevnega premoženja na določen datum.

1.6 Obseg raziskav in dokumentacijska osnova

V okviru izvedbe s strani Okrajnega sodišča v Kočevju zadane naloge je opravljeno delo uvodoma obsegalo opredelitev namena ocenjevanja, predmeta ocenjevanja, datuma ocenjevanja, podlag in metod ocenjevanja. Temu je sledila postavitve metodoloških in postopkovnih izhodišč za ocenjevanje.

V nadaljevanju sem pregledala splošno dokumentacijo o poslovanju podjetja Prozas d.o.o., ki je na voljo v javno dostopnih podatkovnih bazah, in sicer na Ajpes, Gvin in drugih virih ter dokumentacijo, dostopno v sodnem spisu, posredovanem s strani Okrajnega sodišča v Kočevju.

Po preučitvi predhodno opredeljene dokumentacije sem z dopisom dne 13. decembra 2023 Okrajno sodišče v Kočevju obvestila, da za namene strokovne in celovite izvedbe te naloge potrebujem nekaj dodatnih podatkov oziroma informacij s strani dolžnika.

Odgovorov s strani dolžnika nisem prejela, saj dolžnik moje priporočene pošte ni prevzel. Oceno vrednosti sem tako zaključila na javno dostopnih podatkih o poslovanju ocenjevane družbe.

V sklopu izvedenih analiz sem tako pregledala in preučila računovodske izkaze družbe Prozas d.o.o. za obdobje 2020 – 2022 ter javno dostopne informacije glede omenjenega podjetja. Nadaljevala sem z analizo preteklih gibanj in pričakovanj glede gospodarskega oziroma makroekonomskega okolja in preteklega poslovanja dejavnosti, v kateri deluje ocenjevana družba.

Sledili so zaključki predhodnih analitičnih ugotovitev kot podlaga za nadaljnje ocenjevanje. Na tej podlagi sem izvedla ocenjevanje vrednosti lastniškega kapitala podjetja Prozas d.o.o. po na donosu zasnovanem načinu z metodo diskontiranja denarnih tokov.

V nadaljevanju sem zaključila ocenjevanje vrednosti in pripravila sklep o izidu ocenjevanja. Na koncu sem pregledala še konsistentnost celotnega poročila.

1.7 Narava in vir informacij, na katere se ocenjevalec zanaša

Za potrebe izdelave tega poročila je bila pregledana in analizirana sledeča dokumentacija:

- nerevidirani računovodski izkazi podjetja Prozas d.o.o. za obdobje 2020 - 2022,
- zadnji akt o ustanovitvi podjetja Prozas d.o.o.,
- ostala dokumentacija glede ocenjevanje družbe, dostopna na Ajpes, Gvin in Google,
- sodni spis I 122/2023 v obsegu, ki sem ga prejela po pošti;

Ostali viri in literatura:

- javno dostopni finančni podatki o poslovanju dejavnosti drugega podjetniškega in poslovnega svetovanja;
- Strokovna literatura Slovenskega inštituta za revizijo;
- J.E. Fishman, S.P.Pratt, J.C.Griffith, D.K.Wilson: Guide to Business Valuations 2011;
- Pratt S.P., Reilly R.F., Schweih R.P.: Valuating a Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 2000;
- spletne strani UMAR;
- spletne strani ECB;
- Baze podatkov Ajpes in Gvin;
- spletne strani Eurostat;
- spletne strani IMF.

1.8 Poudarki, omejitve, splošne in posebne predpostavke

Informacije, ocene in mnenja, predstavljeni v tem poročilu, so pridobljeni iz virov, ki jih kot sodna cenilka smatram kot zanesljive. Za morebitne posledice napačnih sklepov, če bi bili le ti rezultat tega, da se viri izkažejo za nezanesljive, ne odgovarjam.

Naj opozorim, da je bila v tem poročilu ocena vrednosti pripravljena na dan 31.12.2022, saj novjših računovodskih podatkov za predmetno podjetje v javno dostopnih podatkovnih bazah ni na voljo.

Informacije, ocena vrednosti in mnenja, predstavljena v tem poročilu, so uporabljena zgolj za v tem poročilu naveden namen in datum ocenjevanja vrednosti in se ne smejo uporabljati izven konteksta slednjega. Ocena vrednosti na drug datum ocenjevanja vrednosti oziroma za drugače opredeljen namen bi se lahko bistveno razlikovala od ocene vrednosti, ki je predstavljena v tem poročilu.

Oceno vrednosti, predstavljeno v tem poročilu, sem izdelala v vlogi sodne cenilke, omejena z zgolj javno dostopnimi podatki o poslovanju ocenjevanega podjetja. Posledično tega poročila ne smemo enačiti z oceno vrednosti, ki bi jo skladno z Mednarodnimi standardi ocenjevanja

vrednosti pripravil pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij pri Slovenskem inštitutu za revizijo.

To poročilo ni namenjeno nadaljnji distribuciji ali izdajanju, prav tako brez pisnega dovoljenja ocenjevalke ni namenjeno uporabi, niti v skrajšani verziji, za noben drug namen kot tisti, določen v tem poročilu, niti se izvodi tega poročila ne smejo kopirati, publicirati oziroma nepooblaščno pokazati tretjim osebam brez pisnega dovoljenja sodne cenilke.

Kot avtorica tega poročila ne prevzemam odgovornosti za izgube, povzročene s strani katerikoli subjektov, ki bi nastale kot posledica kršitve omejitev, navedenih v tem poročilu.

Opozarjam, da ocena vrednosti lastniškega kapitala podjetja Eco – Herz d.o.o. temelji zgolj na relativno skopih javno dostopnih podatkih. V kolikor bi ocenjevano podjetje realiziralo drugačne denarne tokove od v projekcijah predvidenih, bi to lahko vplivalo na ocenjeno vrednost lastniškega kapitala podjetja Prozas d.o.o.

1.9 Način ocenjevanja vrednosti

Glede na predmet in namen ocenjevanja vrednosti sem v postopku ocenjevanja vrednosti uporabila na donosu zasnovan način, znotraj tega pa metodo diskontiranja denarnih tokov. Na podlagi razpoložljivih podatkov in predmeta ocenjevanja sem ocenila, da je uporaba te metode za oceno vrednosti lastniškega kapitala podjetja Prozas d.o.o. najprimernejša za postavitev sklepa o oceni vrednosti.

1.10 Znesek ocenjene vrednosti

Na podlagi predstavljene analize in predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti z uporabo metode diskontiranja denarnih tokov ocenjujem vrednost 100-odstotnega lastniškega kapitala družbe Prozas d.o.o. na dan 31.12.2022 v višini 6.015 EUR.

2. PREDSTAVITEV PODJETJA PROZAS D.O.O.

2.1 Opis

Tabela 1: Osebna izkaznica podjetja Prozas d.o.o.

Podjetje	PROZAS, inženiring, d.o.o.
Skrajšano ime	PROZAS d.o.o.
Sedež	Gorenje 54, 1332 Stara Cerkev
Datum vpisa podjetja v sodni register	23.07.2020
Matična številka	8684308000
Davčna številka	42230535
Dejavnost	Drugo podjetniško in poslovno svetovanje
Osnovni kapital	7.500 EUR (na dan 31.12.2022)

Vir: Ajpes, GVIN.

Podjetje Prozas d.o.o. je bilo ustanovljeno v letu 2020 in je v 100-odstotni lasti Gorana Mutića. Omenjen poslovni delež je na podlagi sklepa Okrajnega sodišča v Kočevju, opr. št. I 122/2023 z dne 21.07.2023 obremenjen, zastavna pravica je vpisana v korist upnika Addiko Bank d.d.

Direktor omenjene družbe je Saša Mutić.

Podjetje Prozas d.o.o. se ukvarja s prodajo, zastopanjem in storitvami za posredništvo. Nudi različne poslovne storitve za naročnike oziroma druga podjetja. Med drugim se ukvarjajo s posredništvom za prodajo sončnih elektrarn in toplotnih črpalk. Upravljajo tudi lastno spletno trgovino za prodajo izdelkov široke porabe. Zastopajo različna podjetja v prodaji ali storitvah.

2.2 Zaposleni

V obdobju 2020 – 2022 se je število zaposlenih v podjetju Prozas d.o.o. na podlagi delovnih ur gibalo tako, kot je predstavljeno v naslednji tabeli.

Tabela 2: Število zaposlenih podjetja Prozas d.o.o.

	2020	2021	2022
Število zaposlenih na podlagi delovnih ur	0,0	0,1	1,0

Vir: GVIN.

3. ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA

3.1 Mednarodno okolje

Gospodarska rast evrskega območja je bila v prvi polovici leta 2022 razmeroma dobra, v tretjem četrtletju tega leta pa se je glede na razpoložljive kazalnike aktivnosti poslabšala. Rast gospodarske aktivnosti v evrskem območju je bila v prvi polovici leta 2022 ob sprostitvi epidemičnih omejitev in visokih prihrankih gospodinjstev še razmeroma ugodna. Rast realnega BDP v evrskem območju je bila v prvem četrtletju 2022 0,7-odstotna (medletno 5,4 %, oboje desez.), poganjali so jo neto izvoz in prispevki zalog, v drugem četrtletju pa ob okrevanju kontaktno intenzivnih storitev po sprostitvi epidemičnih omejitev 0,8-odstotna (medletno 4,1 %, desez.) Za evrsko območje se tako za leto 2022 na podlagi napovedi tujih institucij predpostavlja 3,1-odstotno gospodarsko rast, ki bo predvsem rezultat ugodnih gibanj v prvi polovici leta, v letu 2023 pa 0,4 % in v letu 2024 1,8 % rast.

Evrsko območje je zaradi velike odvisnosti od ruskih fosilnih goriv še posebej občutljivo na gibanja na trgih energentov, vse šibkejša svetovna gospodarska aktivnost pa zmanjšuje zunanje povpraševanje.

Medletna rast cen se je v povprečju evrskega območja znižala na 9,2 %, potem ko je bila novembra 2022 10,1 %. Padec inflacije je posledica občutne pocenitve energentov, ki so bili mesečno cenejši za 6,5 %, medletno pa se je njihova rast cen upočasnila na 25,7 %. K temu so prispevali različni dejavniki: padanje tržnih cen plina in elektrike ob zelo mili zimi v Evropi, nadaljevanje nižanja cen goriv ter številni državni ukrepi za nižanje končnih cen energentov za gospodinjstva, med njimi enkratna državna pomoč pri plačilu položnic za ogrevanje v Nemčiji. Prispevek energentov k skupni inflaciji se je tako znižal za eno odstotno točko, medtem ko so se prispevki drugih glavnih podkomponent nekoliko okrepili.

Vojna v Ukrajini in vztrajanje motenj v dobavnih verigah sta vplivala tudi na zvišanje cen neenergetskih surovin, ki so se od aprila 2022 znižale, znižanje pa je predpostavljeno tudi za prihodnji dve leti (za okoli 4 %). Motnje v dobavi plina iz Rusije in negotovost glede prihodnje dobave so vplivale na zgodovinsko rekordne cene plina (+361 % medletna rast), prav tako na električno energijo.

Tabela 3: Predpostavke napovedi glede gospodarske rasti v najpomembnejših trgovinskih partnericah (v %)

	2022	E2023	E2024	E2025
EU	3,6	0,8	1,6	1,8
Evrsko območje	3,5	0,9	1,5	1,6
Nemčija	1,8	0,2	1,3	1,6
Italija	3,9	0,8	1,0	1,3
Avstrija	4,8	0,5	1,4	1,7
Francija	2,6	0,6	1,4	1,5
Hrvaška	6,3	1,2	1,9	2,8
Rusija	-2,2	0,3	2,1	1,5

Vir: UMAR, pomladanska napoved.

3.2 Slovenija

V letu 2022 se je BDP realno povečal za 5,4 %; rast je izhajala predvsem iz okrevanja po epidemiji in je bila najvišja v prvi polovici tega leta (9,4 % medletno). V drugi polovici leta se je v razmerah povečane negotovosti v mednarodnem okolju zaradi energetske krize in posledic vojne v Ukrajini medletna rast občutno umirila (1,7 %). Dinamika tekoče rasti BDP s pozitivno rastjo v zadnjem lanskem četrtletju, po močnem upadu v poletnih mesecih, pa nakazuje na določeno odpornost gospodarstva ter učinke sprejetih dogovorov in ukrepov za blaženje energetske krize na kazalnike zaupanja in umirjanje cen energentov.

V izvoznem delu gospodarstva so se proti koncu leta 2022 razmere poslabšale, kot je že nakazovalo umirjanje izvoznih pričakovanj v predhodnih mesecih. Blagovni izvoz se je v zadnjem četrtletju zmanjšal, že od začetka vojne v Ukrajini pa je zaradi velike negotovosti precej nihaj. Upočasnila se je tudi rast storitvenega izvoza, na katerega pa je od spomladi ugodno vplivalo predvsem pokovidno okrevanje v turizmu. V celem letu je bila skupna rast izvoza (6,5 %) zaradi umiritve rasti blagovnega izvoza precej nižja kot leta 2021. Nižja je bila tudi od rasti uvoza (9,8 %), kar je prispevalo k negativnemu prispevku salda menjave s tujino k rasti BDP v letu 2022 (–2,1 o. t.).

Dodana vrednost v predelovalnih dejavnostih je bila v zadnjem četrtletju nižja kot pred letom, upadla je zlasti v energetske intenzivnejše panogah, ob veliki negotovosti, povezani s cenami energentov za podjetja – zlasti v času do dogovora o ukrepih na nacionalni ravni in ravni EU. Podobno kot v prejšnjih četrtletjih se je še naprej zmanjševal tudi obseg avtomobilske proizvodnje. K rasti predelovalnih dejavnosti pa so v celem letu največ prispevale farmacevtska industrija in proizvodnja opreme IKT ter proizvodnja električnih naprav. Rast dodane vrednosti v tržnih storitvenih dejavnostih se je v zadnjem četrtletju umirila, zlasti tistih, ki so povezane z mednarodno blagovno menjavo, najbolj v cestnem blagovnem prometu, stagnirala je tudi rast prihodka v svetovalnih storitvah.

Investicijska dejavnost je bila v letu 2022 razmeroma močna (7,8-odstotna rast), zlasti zaradi povečanja investicij v zgradbe in objekte, kjer so se krepile državne in stanovanjske investicije. Rast dodane vrednosti v gradbeništvu je bila 10,4-odstotna. Rast investicij v opremo in stroje se je pod vplivom negotovosti in zniževanja izkoriščenosti proizvodnih kapacitet do konca leta občutno umirila, te investicije so bile konec leta nižje kot pred letom dni. Ob razmeroma visokem prispevku spremembe zalog k rasti BDP (1,1 o. t.) je bila rast bruto investicij v letu 2022 12,4-odstotna.

Visoka rast zasebne potrošnje (8,9 %), zlasti za storitve, se je v letu 2022 nadaljevala, še nekoliko je upadla stopnja varčevanja. Še vedno visoko rast povezujemo predvsem s sproščanjem zaježitvenih ukrepov v začetku tega leta in nadaljnjo rastjo zaposlenosti; v primerjavi s predhodnim letom so potrošniki tudi manjši del tekočih dohodkov namenili varčevanju. S padanjem zaupanja potrošnikov, ki se je začelo spomladi in je bilo povezano z negotovostjo glede energetske in prehranske krize, ter zmanjševanjem kupne moči zaradi naraščajoče inflacije se je trošenje gospodinjstev do konca leta umirilo. Pri tem so vladni ukrepi za omilitev posledic epidemije v pomladanskem in draginje v jesenskem času preprečili še večji realni upad povprečnega razpoložljivega dohodka. V celem letu se je povečevala predvsem potrošnja storitev, vključno s potovanji v tujino (po dveh letih, zaznamovanih z

zaježitvenimi ukrepi zaradi epidemije). Na drugi strani je bila potrošnja nekaterih trajnih dobrin (osebni avti, pohištvo) ter hrane in pijače medletno nižja.

Rast državne potrošnje se je v letu 2022 močno umirila. Po obdobju okrepljene rasti v letih 2020 in 2021 je bila predvsem zaradi nižjih izdatkov za obvladovanje epidemije 0,9-odstotna. Na nižjo rast je vplivalo tudi umirjanje rasti zaposlenosti (z 1,7 % na 0,9 %) v povezavi z umirjanjem epidemije in koncem predsedovanja Svetu EU, kar je vplivalo na upad števila zaposlenih v državni upravi. Še naprej, a upočasnjeno, se je število zaposlenih povečevalo v izobraževanju ter predvsem v zdravstvu in socialnem varstvu, kjer pa je še vedno občutno pomanjkanje delovne sile.

Gospodarsko gibanje

Gospodarska rast se bo v letu 2023 občutno umirila (1,8 %), vendar bo višja od jesenskih pričakovanj (1,4 %). Kazalniki zaupanja so v začetku leta 2023 še vztrajali na nizkih ravneh, signali iz mednarodnega okolja pa kažejo na znatno manjšo negotovost glede oskrbe z energenti in gibanja njihovih cen ter postopno izboljševanje obetov v primerjavi z jesenskimi napovedmi. Že v zadnjem četrtletju leta 2022 so gospodarska gibanja v Sloveniji in evrskem območju nekoliko presegla pričakovanja, kar predvsem odraža odpornost gospodarstev ter učinke sprejetih dogovorov in ukrepov za blaženje energetske krize na kazalnike zaupanja in umirjanje cen energentov. Poleg gospodarskih razmer v mednarodnem okolju bodo v Sloveniji na gospodarsko aktivnost tudi v letu 2023 vplivale fiskalne spodbude. Gospodarska rast se bo tako umirila. Pričakuje se nadaljnjo zmerno rast investicij, podprto z javnimi sredstvi in sredstvi EU, ter šibko rast zasebne potrošnje in izvoza, ki bosta ponovno hitreje naraščala v drugi polovici leta 2023.

Rast zunanje menjave in izvoznega sektorja se bo v letu 2023 upočasnila skladno z umirjanjem rasti gospodarske aktivnosti v naših glavnih trgovinskih partnericah in nadaljnjimi stroškovnimi pritiski, ki pa se v zunanjem okolju zmanjšujejo. Rast blagovnega izvoza bo precej nižja kot v letu 2022, po močnem okrepanju po epidemiji se pričakuje tudi umiritev rasti menjave storitev, zlasti v segmentih, povezanih s turizmom. Rast izvoza blaga in storitev (2,7 %) bo nekoliko zaostajala za rastjo tujega povpraševanja, kar se povezuje s strukturo našega izvoza ter vplivom poslabšanja stroškovne konkurenčnosti predelovalnih dejavnosti, do katerega je prišlo že v letu 2022.

Zunanji stroškovni pritiski bodo še prisotni, a se rasti cen surovin, energentov in proizvodov pri proizvajalcih umirjajo, manjše so tudi motnje v dobavnih verigah. V predelovalnih dejavnostih bodo k rasti še naprej največ prispevale visoko tehnološko zahtevne panoge, zlasti v energetske intenzivnejših panogah pa se pričakuje upad proizvodnje, najbolj v lesni, papirni, gumarski in kovinski industriji, nekoliko manj izrazito v kemični industriji in proizvodnji nekovinskih mineralnih izdelkov. Upočasnjena bo rast v prometu in skladiščenju ter svetovalnih storitvah. Proizvodnja in izvoz motornih vozil bosta ostala na podobni ravni kot v letu 2022, saj bo kljub zmanjšanju težav v dobavnih verigah še prisoten (negativen) vpliv prestrukturiranja avtomobilske industrije tudi na dobavitelje iz ostalih panog. Rast uvoza blaga se bo v letu 2023 upočasnila bolj kot rast izvoza, kar je povezano predvsem z večjo umiritvijo rasti domače, zlasti zasebne potrošnje.

Glavni makroekonomski kazalniki Slovenije so za obdobje 2015 – 2022 skupaj z napovedmi za obdobje 2023 - 2025 prikazani v spodnji tabeli.

Tabela 4: Pomembnejši makroekonomski kazalniki razvoja Slovenije (realne stopnje rasti v %, razen kjer ni drugače navedeno)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
									napoved		
BRUTO DOMAČI PROIZVOD	2,2	3,2	4,8	4,5	3,5	-4,3	8,2	5,4	1,8	2,5	2,6
BDP v mio EUR (tekoče cene)	38.853	40.443	43.011	45.876	48.533	47.021	52.208	58.989	64.723	68.896	72.462
BDP na prebivalca v EUR (tekoče cene in tekoči tečaj)	18.830	19.589	20.820	22.142	23.233	22.361	24.770	27.937	30.584	32.482	34.095
BDP na prebivalca v USD (tekoče cene in tekoči tečaj)	20.892	21.683	23.521	26.149	26.009	25.541	29.295	29.458	33.245	35.308	37.061
BDP na prebivalca po kupni moči (PPS) ¹	22.700	23.600	25.100	26.500	27.800	26.800	29.200				
BDP na prebivalca po kupni moči (PPS EU27_2020 = 100) ¹	83	84	86	87	89	89	90				
ZAPOSLENOST IN PRODUKTIVNOST											
Zaposlenost po nacionalnih računih	1,3	1,8	2,9	3,2	2,5	-0,7	1,3	2,4	1,0	0,7	0,4
Število registriranih brezposelnih (povprečje leta v tisoč)	112,7	103,2	88,6	78,5	74,2	85,0	74,3	56,7	49,6	47,8	46,1
Stopnja registrirane brezposelnosti v %	12,3	11,2	9,5	8,2	7,7	8,7	7,6	5,8	5,1	4,9	4,7
Stopnja brezposelnosti po anketi o delovni sili v %	9,0	8,0	6,6	5,1	4,5	5,0	4,7	4,2	4,0	3,8	3,7
Produktivnost dela (BDP na zaposlenega)	0,9	1,3	1,8	1,3	1,0	-3,7	6,8	2,9	0,8	1,8	2,2
PLAČE											
Bruto plače na zaposlenega - nominalna rast v %	1,0	1,8	2,7	3,4	4,3	5,8	6,1	2,8	8,3	6,0	5,1
Zasebni sektor	0,5	1,7	2,9	4,0	3,9	4,4	6,1	6,2	8,0	6,5	5,5
Javni sektor	2,1	2,3	2,9	3,0	5,4	7,8	6,5	-2,5	8,7	5,1	4,5
Bruto plače na zaposlenega - realna rast v %	1,5	2,0	1,3	1,6	2,7	5,9	4,1	-5,5	1,1	1,8	2,7
Zasebni sektor	1,0	1,8	1,5	2,3	2,2	4,5	4,1	-2,4	0,9	2,2	3,0
Javni sektor	2,6	2,4	1,5	1,3	3,7	7,9	4,5	-10,4	1,5	0,9	2,0
MENJAVA S TUJINO											
Izvoz proizvodov in storitev	4,7	6,2	11,1	6,2	4,5	-8,6	14,5	6,5	2,7	4,1	4,2
Izvoz proizvodov	5,3	5,7	11,0	5,7	4,5	-5,5	13,4	2,4	1,2	3,2	3,8
Izvoz storitev	2,4	8,0	11,2	7,7	4,6	-20,0	19,3	23,8	8,1	7,5	5,6
Uvoz proizvodov in storitev	4,3	6,3	10,7	7,1	4,7	-9,6	17,6	9,8	1,8	3,6	4,3
Uvoz proizvodov	5,1	6,6	10,7	7,4	5,0	-8,6	17,2	8,2	1,1	3,2	4,1
Uvoz storitev	0,1	4,7	10,5	5,4	3,0	-15,0	19,5	19,0	6,0	6,1	5,2

Vir: UMAR, Pomladanska napoved, marec 2023

Rast investicij bo v letu 2023 zmerna (2,8 %), k rasti bodo ključno prispevale javne investicije. Pričakuje se nadaljevanje rasti investicij v zgradbe in objekte, podprte z nadaljnjim povečanjem državnih investicij, tudi v povezavi s črpanjem sredstev EU. Izdana gradbena dovoljenja nakazujejo tudi nadaljevanje rasti stanovanjskih investicij. Zasebna investicijska aktivnost pa bo v povprečju leta nižja kot v letu 2022. Tu se zlasti v začetku leta 2023 nadaljujejo trendi iz druge polovice leta 2022, ko so se investicije v opremo in stroje znižale pod vplivom zniževanja izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti, dvigovanja obrestnih mer in še vedno prisotne negotovosti.

Zasebna potrošnja bo v letu 2023 naraščala bistveno počasneje (1,2 %) kot v letu 2022, ko je bilo še prisotno močno okrevanje po epidemiji. Razmeroma visoka inflacija, zlasti v prvi polovici leta, in zaostreni pogoji kreditiranja bodo še naprej slabili kupno moč gospodinjstev in zavirali hitrejšo rast njihove potrošnje. Kazalnik zaupanja potrošnikov, ki se je po izboljšanju ob koncu leta 2022 januarja 2023 poslabšal, ne nakazuje občutnejšega izboljšanja obetov za večje nakupe v prihodnjih 12 mesecih. Pričakuje se tudi racionalno potrošnje živil in pijač, umirila se bo tudi rast potrošnje storitev ob postopnem popuščanju učinkov ponovnega odpiranja dejavnosti po epidemiji. Sicer skromno rast zasebne potrošnje pa bodo podpirali visoka raven zaposlenosti in zmerna rast plač, še nekoliko nižja stopnja tekočega varčevanja ob sicer visokem stanju privarčevanih sredstev in vladni ukrepi za blažitev rasti cen energentov.

Rasti dodane vrednosti v storitvah, povezanih s turizmom in preživljanjem prostega časa, se bodo precej umirile, tudi zaradi visoke osnove v preteklem letu. Nižjo rast prodaje kot v letu 2022 se pričakuje tudi v trgovini, na kar bo poleg nižje rasti v trgovini na drobno z umirjanjem trošenja gospodinjstev vplivala tudi nižja rast v trgovini na debelo (zaradi predvidene umiritve rasti poslovanja v večini panog).

Rast državne potrošnje (1,2 %) bo v letu 2023 podobno umirjena kot v letu 2022. Razmeroma nizka rast bo posledica nadaljnjega znižanja izdatkov za blaženje posledic epidemije in umirjene rasti zaposlenosti (0,8 %) ob hkratni krepitvi izdatkov za zdravstvo v povezavi z ukrepi za stabilizacijo razmer v zdravstvu in skrajšanjem čakalnih dob.

V letih 2024 in 2025 se pričakuje ponovno nekoliko višjo rast BDP (2,5 % leta 2024 in 2,6 % leta 2025). Višja rast izvoza (malo nad 4 %) in povezanih dejavnosti bo sledila višji rasti tujega povpraševanja, prav tako bodo okrevale investicije v opremo in stroje. Leta 2024 pa bo predvidoma upadel obseg državnih investicij, predvsem v povezavi s ciklom porabe sredstev EU, zato se pričakuje upad gradbene aktivnosti. Skupna rast investicij v osnovna sredstva bo tako leta 2024 šibkejša (2,2 %), nato se bo s povečanjem javnih investicij ponovno okrepila (5,0 %). Rast zasebne potrošnje se bo okrepila na 1,8 % ob višji rasti realnega razpoložljivega dohodka in nekoliko višji nagnjenosti k varčevanju, ki pa bo ostala nižja kot pred epidemijo. Na krepitev rasti državne potrošnje na 1,8 % oziroma 1,9 % pa bo vplivala predvsem nadaljnja rast izdatkov za zdravstvo, predpostavljena je tudi postopna vzpostavitev sistema dolgotrajne oskrbe.

4. ANALIZA PANOGE

4.1 Analiza poslovanja dejavnosti

Namen analize panoge je ustvariti si jasen pregled in sliko o tem, kakšno je stanje v dejavnosti, v kateri ocenjevano podjetje deluje.

Ocenjevana družba deluje v dejavnosti »Posredništvo pri prodaji strojev, industrijske opreme, ladij, letal«, v kateri je aktivno delujočih 15.612 podjetij. V nadaljevanju predstavljam poslovanje celotne predmetne dejavnosti. Podatki temeljijo na podatkih baze GVIN in se nanašajo na obdobje 2020 – 2022.

Tabela 5: Analiza izkaza poslovnega izida dejavnosti (v 000 EUR)

	2020	2021	2022
Čisti prihodki od prodaje	781.069	795.432	956.387
rast (v %)	n.p.	1,8%	20,2%
Drugi poslovni prihodki	39.546	49.195	78.269
% prihodkov iz prodaje	5,1%	6,2%	8,2%
Stroški blaga, materiala in storitev	-501.724	-482.284	-591.760
% prihodkov iz prodaje	-64,2%	-60,6%	-61,9%
Stroški dela	-212.016	-213.168	-246.324
% prihodkov iz prodaje	-27,1%	-26,8%	-25,8%
Amortizacija + prevrednotenje osn.sred.	-40.148	-42.932	-51.027
% prihodkov iz prodaje	-5,1%	-5,4%	-5,3%
Drugi poslovni odhodki	-11.534	-8.796	-10.989
% prihodkov iz prodaje	-1,5%	-1,1%	-1,1%
Neto ostale postavke	-3.521	-538	-7.220
% prihodkov iz prodaje	-0,5%	-0,1%	-0,8%
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	51.672	96.908	127.336
EBIT marža	6,6%	12,2%	13,3%
EBITDA	91.821	139.841	178.363
EBITDA marža	11,8%	17,6%	18,6%
Neto finančni izid	49.360	83.025	119.164
Neto drugi prihodki/odhodki	1.720	2.213	3.270
Celotni poslovni izid	102.752	182.146	249.769
Neto davki	-18.513	-25.426	-26.721
% dobička pred davki	18,0%	14,0%	10,7%
Čisti poslovni izid	84.239	156.720	223.048
Profitna marža	10,8%	19,7%	23,3%

Vir: GVIN, lastni izračuni.

V analiziranem obdobju 2020 – 2022 je bil, kot je razvidno iz zgornje tabele, v dejavnosti, v kateri je registrirano podjetje Prozas d.o.o., prisoten trend naraščanja prodaje, slednja se je po koronskem obdobju še nekoliko okrepila.

Dobičkonosnost poslovanja, izražena z EBIT maržo in EBITDA maržo, je v predmetni dejavnosti v opazovanem obdobju občutno porasla v letih 2020 in 2021, k čemur je prispevala predvsem optimizacija stroškov blaga, materiala in storitev in nekoliko višji drugi poslovni prihodki.

Tabela 6: Analiza bilance stanja dejavnosti (v 000 EUR)

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Sredstva	3.243.416	3.661.613	3.721.366
rast (v %)	n.p.	12,9%	1,6%
OOS + NDS	318.467	373.474	533.754
% celotnih sredstev	9,8%	10,2%	14,3%
Finančne naložbe	1.879.679	2.129.121	2.008.242
% celotnih sredstev	58,0%	58,1%	54,0%
Zaloge	50.851	62.620	71.581
% celotnih sredstev	1,6%	1,7%	1,9%
% prihodkov od prodaje	6,5%	7,9%	7,5%
Kratkoročne poslovne terjatve	276.574	276.516	300.768
% celotnih sredstev	8,5%	7,6%	8,1%
% prihodkov od prodaje	35,4%	34,8%	31,4%
Denarna sredstva	330.144	407.384	380.527
% celotnih sredstev	10,2%	11,1%	10,2%
% prihodkov od prodaje	42,3%	51,2%	39,8%
Ostala sredstva	387.702	412.497	426.495
% celotnih sredstev	12,0%	11,3%	11,5%
Obveznosti do virov sredstev	3.243.416	3.661.613	3.721.366
rast (v %)	n.p.	12,9%	1,6%
Kapital	1.416.836	1.794.372	1.925.363
% celotnih obveznosti	43,7%	49,0%	51,7%
Finančne obveznosti	991.432	1.020.142	1.029.919
% celotnih obveznosti	30,6%	27,9%	27,7%
Kratkoročne posl. obveznosti	501.933	500.330	359.189
% celotnih obveznosti	15,5%	13,7%	9,7%
% prihodkov od prodaje	64,3%	62,9%	37,6%
Ostale obveznosti	333.215	346.770	406.896
% celotnih obveznosti	10,3%	9,5%	10,9%

Vir: GVIN, lastni izračuni.

Največji del premoženja podjetij, registriranih v predmetni dejavnosti, predstavljajo finančne naložbe, predvsem dolgoročne. Te so ob koncu leta 2022 predstavljale več kot polovico celotnega premoženja. Kapital je na zadnji dan leta 2022 predstavljal 51,7 % vseh obveznosti do virov sredstev oziroma 8,1 odstotnih točk več kot ob koncu leta 2020.

Tabela 7: Ostali kazalniki

	2020	2021	2022
Prihodki iz prodaje / sredstva	0,2	0,2	0,3
Prihodki iz prodaje / (OOS + NDS)	2,5	2,1	1,8
Čista donosnost kapitala (ROE)	6,3%	9,8%	12,0%
Čista donosnost sredstev (ROA)	2,7%	4,5%	6,0%
Finančne obveznosti / sredstva (D/A)	30,6%	27,9%	27,7%
Finančne obveznosti / kapital (D/E)	70,0%	56,9%	53,5%
Finančne obveznosti / EBITDA	10,8	7,3	5,8
EBIT / fin. odh. iz fin. obv.	2,4	4,7	3,7
Finančni odhodki iz fin. obv.	21.117	20.578	34.672
NWC / Sales	19,5%	29,6%	39,8%
NWC / Sales - brez denarja	-22,8%	-21,6%	0,0%
Hitri koeficient	0,4	0,4	0,5
Pospešeni koeficient	1,1	1,3	1,5
Kratkoročnih koeficient	1,2	1,3	1,6
Prih. iz prodaje / zap. (000 EUR / leto)	118	122	136
Stroški dela / zaposlenega (EUR / mesec)	2.671	2.732	2.918
Povprečno število zaposlenih	6.615	6.501	7.035

Vir: GVIN, lastni izračuni.

Stroški dela na zaposlenega so se v obravnavani dejavnosti gibal med 2.671 EUR in 2.918 EUR mesečno na zaposlenega, medtem ko so bili omenjeni stroški pri ocenjevanem podjetju občutno nižji. Delež neto obratnega kapitala v prihodkih od prodaje se je v opazovanem obdobju na ravni dejavnosti gibal med 19,5 % in 39,8 %, v povprečju pa je znašal 29,6 %.

Zaradi pomanjkanja podatkov o dejanskih konkurentih ocenjevanega podjetja, analiza konkurence ni bila pripravljena.

5. FINANČNA ANALIZA

Namen finančne analize si je ustvariti sliko o poslovanju in premoženjskem stanju ocenjevana družbe. V okviru finančne analize prikazujem analizo temeljnih računovodskih izkazov (izkaz poslovnega izida, bilanca stanja) za podjetje Prozas d.o.o.

5.1 Finančna analiza podjetja Prozas d.o.o.

Finančna analiza podjetja Prozas d.o.o. temelji na nerevidiranih in javno dostopnih računovodskih podatkih za obdobje 31.12.2020 – 31.12.2022. Podatki iz računovodskih izkazov so v valuti EUR.

Tabela 8: Analiza izkaza poslovnega izida podjetja Prozas d.o.o.

	2020	2021	2022
Čisti prihodki od prodaje	3.389	5.630	11.993
st. rasti v %	n.r.	66,1%	113,0%
Drugi poslovni prihodki	0	0	16.548
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	138,0%
Stroški blaga, materiala in storitev	155	3.080	7.888
% čistih prihodkov od prodaje	4,6%	54,7%	65,8%
Stroški dela	0	1.348	16.812
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	23,9%	140,2%
Odpisi vrednosti	0	0	0
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%
Drugi poslovni odhodki	0	0	0
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	3.235	1.202	3.841
EBIT marža	95,4%	21,3%	32,0%
EBITDA	3.235	1.202	3.841
EBITDA marža	95,4%	21,3%	32,0%
Finančni prihodki	0	0	0
Finančni odhodki	0	0	0
Drugi prihodki	0	0	0
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%
Drugi odhodki	0	0	0
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%
Dobiček pred obdavčitvijo	3.235	1.202	3.841
% čistih prihodkov od prodaje	95,4%	21,3%	32,0%
Neto davki	615	228	730
Efektivna davčna stopnja	19,0%	19,0%	19,0%
Čisti dobiček	2.620	973	3.112
Profitna marža	77,3%	17,3%	25,9%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Podjetje Prozas d.o.o. je v letih 2021 in 2022 realiziralo občutno rast prodaje glede na predhodno leto poslovanja. Poslovno leto 2022 je bilo tako zaključeno z 12 tisoč EUR čistih prihodkov od prodaje. V tem letu je podjetje realiziralo tudi druge poslovne prihodke (v letih 2020 in 2021 teh prihodkov ni bilo), ki so presegali prihodke iz prodaje oziroma osnovne dejavnosti.

Stroški blaga, materiala in storitev so v obdobju 2020 – 2022 znašali med 4,6 % in 65,8 % čistih prihodkov od prodaje. Njihova struktura je predstavljena v naslednji tabeli.

Tabela 9: Stroški blaga, materiala in storitev (v EUR)

	2020	2021	2022
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala in str. porabljenega materiala	101	572	2.805
% prihodkov od prodaje	3,0%	10,2%	23,4%
Stroški storitev	54	2.509	5.083
% prihodkov od prodaje	1,6%	44,6%	42,4%
Skupaj stroški blaga, materiala in storitev	155	3.080	7.888
% prihodkov od prodaje	4,6%	54,7%	65,8%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Stroški dela so v letu 2022 znašali 17 tisoč EUR, na podlagi delovnih ur je bila konec omenjenega leta v podjetju zaposlena ena oseba.

Tabela 10: Stroški dela (v EUR)

	2020	2021	2022
Stroški plač	0	1.048	14.357
Stroški zavarovanj	0	171	2.376
Drugi stroški dela	0	129	80
Skupaj stroški dela	0	1.348	16.812
% prihodkov od prodaje	0,0%	23,9%	140,2%
Povprečno število zaposlenih	0,0	0,1	1,0
Stroški plač / zaposlenega (mesečno)	n.r.	1.092	1.196
Stroški dela / zaposlenega (mesečno)	n.r.	1.404	1.401

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Poročana in normalizirana dobičkonosnost poslovanja sta predstavljeni v naslednji tabeli. V okviru omenjene normalizacije sem izločila ocenjen vpliv enkratnih dogodkov, in sicer vpliv drugih poslovnih prihodkov, za katere menim, da gre za prihodke nestalne narave. Brez omenjenih prihodkov bi ocenjevano podjetje beležilo izgubo iz poslovanja.

Tabela 11: EBIT/EBITDA (v EUR)

	2020	2021	2022
EBIT - poročan	3.235	1.202	3.841
EBIT marža - poročana	95,4%	21,3%	32,0%
EBITDA - poročan	3.235	1.202	3.841
EBITDA marža - poročana	95,4%	21,3%	32,0%
Drugi poslovni prihodki	0	0	-16.548
EBIT - prilagojen	3.235	1.202	-12.707
EBIT marža - prilagojena	95,4%	21,3%	-106,0%
EBITDA - prilagojen	3.235	1.202	-12.707
EBITDA marža - prilagojena	95,4%	21,3%	-106,0%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Podjetje Prozas d.o.o. je v celotnem analiziranem obdobju realiziralo čisti dobiček, ta je bil najvišji v letu 2022, ko je znašal 3 tisoč EUR. V kolikor podjetje ne bi realiziralo drugih poslovnih prihodkov, bi bila v letu 2022 izkazana čista izguba v višini 13 tisoč EUR.

Tabela 12: Čisti poslovni izid (v EUR)

	2020	2021	2022
Čisti poslovni izid	2.620	973	3.112
Profitna marža	77,3%	17,3%	25,9%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

V nadaljevanju je predstavljena analiza bilance stanja podjetja Prozas d.o.o.

Tabela 13: Analiza bilance stanja podjetja Prozas d.o.o.

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Sredstva	10.735	11.093	16.840
st. rasti v %	n.r.	3,3%	51,8%
Dolgoročna sredstva	7.420	0	0
% celotnih sredstev	69,1%	0,0%	0,0%
Neopredmetena dolgoročna sredstva	0	0	0
% celotnih sredstev	0,0%	0,0%	0,0%
Opredmetena osnovna sredstva	0	0	0
% celotnih sredstev	0,0%	0,0%	0,0%
Dolgoročne finančne naložbe	0	0	0
% celotnih sredstev	0,0%	0,0%	0,0%
Dolgoročne poslovne terjatve	7.420	0	0
% celotnih sredstev	16,8%	0,0%	0,0%
Kratkoročna sredstva	3.315	11.093	16.840
% celotnih sredstev	30,9%	100,0%	100,0%
Zaloge	0	0	438
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	3,7%
Kratkoročne poslovne terjatve	3.206	2.622	2.847
% čistih prihodkov od prodaje	94,6%	46,6%	23,7%
Kratkoročne finančne naložbe	0	6.100	6.100
% celotnih sredstev	0,0%	55,0%	36,2%
Denarna sredstva	109	2.371	7.455
% čistih prihodkov od prodaje	3,2%	42,1%	62,2%
Kratkoročne AČR	0	0	0
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%
Kapital	10.120	11.093	14.205
% celotnih obveznosti	94,3%	100,0%	84,4%
Rezervacije in dolgoročne PČR	0	0	0
% celotnih obveznosti	0,0%	0,0%	0,0%
Dolgoročne obveznosti	0	0	0
% celotnih obveznosti	0,0%	0,0%	0,0%
Kratkoročne obveznosti	615	0	2.635
% celotnih obveznosti	5,7%	0,0%	15,6%
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0
% celotnih obveznosti	0,0%	0,0%	0,0%
Kratkoročne poslovne obveznosti	615	0	2.635
% čistih prihodkov od prodaje	18,1%	0,0%	22,0%
Kratkoročne PČR	0	0	0
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Bilančna vsota ocenjevalne družbe je na datum ocenjevanja znašala 17 tisoč EUR, kar je za 6 tisoč EUR več od konca leta 2021, in sicer predvsem na račun višjih denarnih sredstev. Celotno premoženje je bilo na datum ocenjevanja kratkoročne narave.

Finančne naložbe

Dolgoročnih finančnih naložb podjetje Prozas d.o.o. ne izkazuje, kratkoročne pa so na datum ocenjevanja znašale 6 tisoč EUR in so se nanašale na dano/-a posojilo/-a. Iz javno dostopnih podatkov ni mogoče oceniti, komu je bilo to dano in ali bo vrnjeno v celoti.

Tabela 14: Finančne naložbe (v EUR)

	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Dolgoročne finančne naložbe	0	0	0
Kratkoročne finančne naložbe	0	6.100	6.100
a) <i>Kratkoročne finančne naložbe, razen posojil</i>	0	0	0
b) <i>Kratkoročna posojila</i>	0	6.100	6.100
Skupaj finančne naložbe	0	6.100	6.100

Poslovne terjatve

Dolgoročne poslovne terjatve so bile izkazane zgolj ob koncu leta 2020, ko so znašale 7 tisoč EUR oziroma dobri dve tretjini celotnega takratnega premoženja.

Tabela 15: Dolgoročne poslovne terjatve (v EUR)

	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Dolgoročne poslovne terjatve	7.420	0	0
% celotnih sredstev	69,1%	0,0%	0,0%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Kratkoročni del poslovnih terjatev v obdobju 31.12.2020 – 31.12.2022 znašal okoli 3 tisoč EUR oziroma med 23,7 % in 94,6 % čistih prihodkov od prodaje.

Tabela 16: Kratkoročne poslovne terjatve (v EUR)

	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Kratkoročne poslovne terjatve	3.206	2.622	2.847
% prihodkov od prodaje	94,6%	46,6%	23,7%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Zaloge

Zaloge so bile knjigovodsko izkazane zgolj ob koncu leta 2020, ko so znašale 438 EUR.

Tabela 17: Zaloge (v EUR)

	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Zaloge	0	0	438
% prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	3,7%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Denarna sredstva

Na zadnji dan leta 2022 je imela družba Prozas d.o.o. denarna sredstva v višini 7 tisoč EUR oziroma 62,2 % prihodkov od prodaje tega leta. Ocenjujem, da je glede na analizirane podatke

o poslovanju dejavnosti, v kateri podjetje Prozas d.o.o. deluje, določen del teh sredstev presežen za samo poslovanje podjetja.

Tabela 18: Denarna sredstva (v EUR)

Denarna sredstva (v EUR)	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Denarna sredstva	109	2.371	7.455
% prihodkov od prodaje	3,2%	42,1%	62,2%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Kapital

Podjetje Prozas d.o.o. je v opazovanem obdobju glavnino svojega premoženja financiral lastniško. Na dan 31.12.2022 je kapital znašal 14 tisoč EUR in tako predstavljal 84,4 % celotnih obveznosti do virov sredstev.

Tabela 19: Struktura kapitala (v EUR)

	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Osnovni kapital	7.500	7.500	7.500
Kapitalske rezerve	0	0	0
Rezerve iz dobička	750	750	750
Preneseni čisti poslovni izid	0	1.870	2.843
Čisti poslovni izid poslovnega leta	1.870	973	3.112
Skupaj kapital	10.120	11.093	14.205
% obveznosti do virov sredstev	94,3%	100,0%	84,4%

Vir: GVIN in lastni izračuni.

Poslovne obveznosti

Delež kratkoročnih poslovnih obveznosti v prihodkih od prodaje se je v obdobju 31.12.2020 – 31.12.2022 gibal med 0,0 % in 22,0 % prihodkov od prodaje. Na datum ocenjevanja so znašale 3 tisoč EUR.

Tabela 20: Kratkoročne poslovne obveznosti (v EUR)

	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Kratkoročne poslovne obveznosti	615	0	2.635
% prihodkov od prodaje	18,1%	0,0%	22,0%

Vir: Ajpes in lastni izračuni.

Zabilanca

Podjetje Prozas d.o.o. ob koncu leta 2022 ne izkazuje izvenbilančnih sredstev oziroma obveznosti.

Iz finančne analize preučevanega podjetja ugotavljam, da podjetje Prozas d.o.o. na datum ocenjevanja kaže znake delujočega podjetja.

6. METODOLOGIJA OCENJEVANJA VREDNOSTI

V splošnem poznamo naslednje načine, metode in postopke ocenjevanja vrednosti:

1. **Na donosu zasnovani način ocenjevanja vrednosti**, kjer ocenjevalci ocenjujejo bodoče, časovno opredeljene koristi lastnika in jih diskontirajo na sedanjo vrednost. Pri tem se uporablja diskontna stopnja, ki je primerna za tveganja, povezana z uresničitvijo teh koristi. V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti poznamo naslednjo metodo in postopka ocenjevanja vrednosti:
 - *metoda diskontiranega denarnega toka*:
 - postopek diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč celotni kapital;
 - postopek diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč lastniški kapital.
 - *metoda uglavničenja (kapitalizacije)*:
 - postopek uglavničenja normaliziranega donosa, upoštevajoč celotni kapital;
 - postopek uglavničenja normaliziranega donosa diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč lastniški kapital.
2. **Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti**, ki zahteva od ocenjevalca iskanje primerljivih prodaj ter skrbno analizo in prilagoditve primerljivih podatkov (podatke je treba poiskati, analizirati, ustrezno prilagoditi ter izračunati mnogokratnike, s katerimi se pomnoži ustrezno spremenljivko ocenjevanja vrednosti). V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti poznamo naslednje metode in postopke ocenjevanja vrednosti:
 - *metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo*, kjer se za postopek privzame uporaba različnih tržnih mnogokratnikov (multiplikatorjev);
 - *metoda primerljivih kupoprodaj podjetij*, kjer se za postopek privzame uporaba različnih tržnih mnogokratnikov (multiplikatorjev).
3. **Nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti**, ki nakazuje vrednost z uporabo ekonomskega načela, da kupec za sredstvo ne bo plačal več, kot je cena za pridobitev sredstva enake koristnosti z nakupom ali z gradnjo oziroma izdelavo, razen če gre za neprimeren čas, težave ali nevšečnosti, tveganje ali druge dejavnike. Ta način nakazuje vrednost z izračunavanjem sedanje nadomestitvene ali reprodukcijske nabavne vrednosti sredstva in z odbitki za fizično poslabšanje in vse druge pomembne oblike zastarelosti. V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti poznamo naslednje metode in postopke ocenjevanja vrednosti:
 - *metoda nadomestitvene vrednosti* nakazuje vrednost z izračunavanjem stroškov podobnega sredstva, ki ponuja enakovredno koristnost;
 - *metoda reprodukcijske nabavne vrednosti* nakazuje vrednost z izračunavanjem stroškov za ponovno ustvarjanje replike sredstva;
 - *metoda seštevanja (metoda neto vrednosti sredstev)* izračuna vrednost sredstva s seštevanjem posameznih vrednosti njenih sestavnih delov.

6.1 Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti

Pri metodah ocenjevanja vrednosti, ki temeljijo na bodočih donosih, je zelo pomembno, kakšen denarni tok je sposobna družba ustvariti v prihodnje. V ta namen izdelamo projekcije izkazov

poslovnega izida in projekcije bilanc stanja, iz katerih so potem izpeljane projekcije denarnih tokov za daljše obdobje.

Pri metodi diskontiranja denarnega toka se uporablja postopek diskontiranja denarnih tokov (upoštevajoč celotni ali pa samo lastniški kapital), medtem ko se pri metodi kapitalizacije uporablja postopek kapitalizacije normaliziranega donosa (zopet upoštevajoč celotni ali pa samo lastniški kapital).

Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti podjetja je teoretično najbolj korekten način ocenjevanja vrednosti podjetij, ki je v praksi največkrat uporabljen, ker upošteva (1) tok donosov, ki jih lastnik sredstev pričakuje v prihodnosti, (2) časovni razpored prejemanja teh donosov ter (3) tveganje, ki ga nosi lastnik sredstev. Ocenjevalec vrednosti podjetij potrebuje jasno razumevanje pomembnih makroekonomskih in drugih poslovnih postavk, poznavanje zakonitosti trga kapitala, poslovanja podjetja in računovodstva (Pratt, 2008, str. 62).

Pri tej metodi je potrebno narediti projekcijo zneskov pričakovanih donosov v določenem časovnem obdobju in določiti diskontno stopnjo, ki bo izražala strošek kapitala. Prosti denarni tok, ki pripada lastnikom in dolžniškim upnikom podjetja, je diskontiran s tehtanim povprečjem stroškov kapitala (*ang. Weighted Average Cost Of Capital, WACC*). Izračun stroškov lastniškega kapitala običajno temelji na prilagojenem CAPM-modelu (*ang. Capital Asset Pricing Model, CAPM*).

6.2 Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti

Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti primerja preučevano podjetje z drugimi podobnimi podjetji, z lastniškim kapitalom drugih podjetij, ki so bili prodani na (odprtem) trgu kapitala.

Trije največkrat uporabljeni viri podatkov pri tržnem pristopu so:

- podatki o prodaji delnic podobnih podjetij,
- podatki o kupoprodaji celotnih podjetij, in
- podatki o cenah preteklih prodaj delnic/deležev vrednotenega podjetja.

Pri tržnem pristopu morajo biti razpoložljivi vsi potrebni podatki o podobnih podjetjih, da se lahko zanesemo na kvalitetno primerjavo. Takšno podjetje mora obstajati v isti panogi kot ocenjevano podjetje, ali pa v panogi, ki ima enake ekonomske (gospodarske) kazalnike (spremenljivke). Primerjava mora biti izdelana na osnovi pomembnih podatkov in ne sme biti zavajajoča.

Dejavniki, ki jih je treba upoštevati pri ugotavljanju, ali obstaja utemeljena podlaga za primerjavo, so:

- podobnost s podjetjem, ki je predmet ocenjevanja vrednosti, glede kvalitativnih in kvantitativnih poslovnih značilnosti;
- število in preverljivost podatkov o podobnem podjetju;
- ali cena podobnega podjetja predstavlja transakcijo med nepovezanima in neodvisnima strankama.

Potrebna je temeljita nepristranska raziskava podobnih podjetij, da bi zagotovili neodvisnost in zanesljivost ocenjevanja vrednosti. Raziskava mora vključevati preprosta, nepristranska sodila za izbor podobnih podjetij. Potrebno je izvesti primerjalno analizo kvalitativnih in kvantitativnih podobnosti in razlik med podobnimi podjetji in podjetjem, ki je predmet ocenjevanja vrednosti.

Kazalnik mora dajati smiselno informacijo o vrednosti podjetja. Podatki iz podobnih podjetjih, ki so uporabljeni pri izračunu kazalnika, morajo biti točni. Izračun kazalnikov mora biti točen. Če se iz podatkov izračuna srednja vrednost, morata biti ustrezno upoštevano obdobje in metoda izračuna srednje vrednosti. Vse izračune je treba izvesti na enak način za podobna podjetja in za podjetje, ki je predmet ocenjevanja vrednosti. Pri izračunu kazalnika morajo biti uporabljeni podatki o ceni, veljavni na datum ocenjevanja vrednosti.

Po potrebi je treba izvesti prilagoditve za boljšo primerjavo podobnih podjetij in podjetja, ki je predmet ocenjevanja vrednosti. Prilagoditve je treba izvesti za neobičajne, neponovljive in neposlovne postavke. Izbrani kazalniki morajo biti primerni glede na razlike pri tveganju in pričakovanjih pri podobnih podjetjih in podjetju, ki je predmet ocenjevanja vrednosti. Več indikacij vrednosti je mogoče izračunati, ker je pri podjetju, ki je predmet ocenjevanja vrednosti, mogoče izbrati in uporabiti več mnogokratnikov ocenjevanja vrednosti.

6.3 Nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti

Nabavnovrednostni način naj bi se uporabljal in imel pomembno težo v naslednjih okoliščinah:

- tržni udeleženci bi lahko ponovno ustvarili sredstvo skoraj enake koristnosti, kot je ocenjevano sredstvo, brez regulativnih ali zakonskih omejitev, in sredstvo bi bilo lahko ustvarjeno dovolj hitro, da tržni udeleženec ne bi bil voljan plačati pomembne premije za to, da bi ocenjevano sredstvo lahko takoj uporabljal;
- sredstvo neposredno ne ustvarja dohodka in zaradi enkratne vrste sredstva uporaba na donosu zasnovanega načina ali načina tržnih primerjav ni izvedljiva; in/ali
- podlaga vrednosti, ki se uporablja, je v bistvu zasnovana na nadomestitvenih stroških, kot je na primer nadomestitvena nabavna vrednost.

Pri uporabi nabavnovrednostnega načina naj bi ocenjevalec vrednosti proučil, ali bi lahko uporabil in tehtal še kakršne koli druge načine za potrditev ocene vrednosti, določene po nabavnovrednostnem načinu:

- tržni udeleženci bi lahko razmišljali o tem, da ustvarijo sredstvo podobne koristnosti, vendar obstajajo morebitne zakonske ali s predpisi ustvarjene ovire, ali pa je za ponovno stvaritev sredstva potrebnega zelo veliko časa;
- kadar se nabavnovrednostni način uporablja za preverjanje utemeljenosti drugih načinov ocenjevanja vrednosti (če se na primer nabavnovrednostni način uporabi za potrditev, ali bi utegnili imeti podjetje, ki je bilo ovrednoteno kot delujoče podjetje, morda večjo vrednost na likvidacijski podlagi); in/ali
- sredstvo je bilo nedavno ustvarjeno, tako da imajo predpostavke, uporabljene v nabavnovrednostnem načinu, visoko stopnjo zanesljivosti.

Nabavnovrednostni način se uporablja pri ocenjevanju vrednosti podjetij, zlasti če:

- je podjetje še v zgodnji fazi ali je zagonsko podjetje, kjer dobičkov in/ali denarnega toka ni mogoče zanesljivo določiti in so primerjave z drugimi podjetji po načinu tržnih primerjav praktično nemogoče ali nezanesljive;
- se podjetje ukvarja z naložbeno ali holdinško dejavnostjo;
- podjetje ne predstavlja delujočega podjetja in/ali
- je vrednost njegovih sredstev v likvidaciji lahko večja, kot če bi bilo to delujoče podjetje.

Nabavnovrednostni način običajno predpostavlja obvladujoče lastništvo, saj lahko le obvladujoči lastnik odloča o tem, da bo sredstva v poslujočem podjetju optimalno izkoriščal, prav tako lahko tudi odloča o likvidaciji podjetja.

V okviru nabavnovrednostnega načina se ocenjevanje izvede ob predpostavki:

- delujočega podjetja ali
- likvidacije.

Metoda neto vrednosti sredstev ob predpostavki delujočega podjetja odgovarja na vprašanje kakšni bi bili stroški vzpostavitve identičnega podjetja in se praviloma uporablja v primerih, ko je kupec postavljen pred alternativo ali kupiti obstoječe podjetje ali investirati v novo identično podjetje. Pri izvedbi nabavnovrednostnega načina je bilanca stanja korigirana z ocenjenimi vrednostmi posameznih postavk bilance stanja, ki predstavlja vsa sredstva in vse obveznosti po tržni vrednosti.

Metoda neto vrednosti sredstev ob predpostavki redne likvidacije daje vrednost neto iztržka od odprodaje vseh sredstev ob zaključku redne likvidacije podjetja, zmanjšanega za obveznosti podjetja in stroške likvidacijskega postopka. Predpostavka je racionalno obnašanje lastnikov, ki bi v primeru slabših donosov, sprejeli sklep o likvidaciji podjetja in tako realizirali največjo korist. Uporabljamo jo v primeru kontrolnega lastništva, ko ima lastnik možnost odločanja o likvidaciji podjetja (ima vsaj 75-odstotno lastništvo).

6.4 Izbrani način in metoda ocenjevanja vrednosti

Iz finančne analize preučevanega podjetja ugotavljam, da podjetje Prozas d.o.o. na datum ocenjevanja kaže znake delujočega podjetja. Ob upoštevanju namena in predmeta ocenjevanja vrednosti ter izbrane podlage vrednosti sem kot najustreznejši pristop k ocenjevanju vrednosti družbe Prozas d.o.o. izbrala naslednji način in metodo ocenjevanja vrednosti:

- Način ocenjevanja vrednosti: na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti;
- Metoda ocenjevanja vrednosti: metoda diskontiranega denarnega toka;
- Postopek ocenjevanja vrednosti: postopek diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč celotni kapital.

Na donosu zasnovan način je teoretično najbolj korekten način ocenjevanja vrednosti podjetij, ki je v praksi največkrat uporabljen, saj upošteva tok donosov, ki jih lastnik sredstev pričakuje v prihodnosti, časovni razpored prejemanja teh donosov ter tveganje, ki ga nosi lastnik sredstev.

Metod v okviru tržnega načina ocenjevanja vrednosti (metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi) nisem uporabila zaradi neprimerljivih tržnih (tujih) konkurentov, ki so znatno večji po obsegu poslovanja v primerjavi z ocenjevanim podjetjem. Zaradi neprimerljivosti primerljivih podjetij in proučevanega podjetja bi bila zanesljivost te metode nižja.

Podjetje Prozas d.o.o. ustvarja denarni tok iz svojega poslovanja. Ocenjevano podjetje tudi ni organizirano kot holding, zato nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti podjetja ni primeren način ocenjevanja vrednosti.

6.5 Odbitki in pribitki

Pribitki in odbitki predstavljajo pri ocenjevanju vrednosti pomembno kategorijo, saj se z njimi korigira osnovna vrednost, ki jo ocenjevalci dobijo pri uporabi zgoraj opredeljenih načinov ocenjevanja vrednosti. Odbitke in pribitke razvrščamo v dve osnovni skupini, in sicer (Praznik, 2011):

- odbitke oziroma pribitke, povezane s samim bistvom podjetja, ki je predmet ocenjevanja,
- odbitke oziroma pribitke, povezane z značilnostmi lastništva v podjetju, ki je predmet ocenjevanja.

Odbitki in pribitki iz prve alineje se nanašajo na podjetje kot celoto in ne odražajo značilnosti posameznih lastnikov (vpliv ključne osebe, nerešeni ekološki problemi, grozeči sodni spori, posebna tržna tveganja ipd.) ter veljajo za vse lastnike enako, ne glede na njihov delež in upravljalvske pristojnosti. Uporabimo jih pred odbitki in pribitki iz druge alineje, tako da jih vgradimo že v dele uporabljenih metod ocenjevanja. Te odbitke vgradimo že kot dodatne odstotne točke pri diskontni meri oziroma meri uglavničenja, kadar uporabljamo na donosu zasnovan način, ali kot ustrezno zmanjšanje tržnih mnogokratnikov, kadar uporabljamo način tržnih primerjav.

Druga skupina odbitkov in pribitkov zajema tiste, ki jih pripisujemo značilnostim lastništva v podjetju. Te značilnosti se izražajo ali z vplivom lastnika na upravljanje podjetja ali z možnostjo lastnika, da unovči svoj lastniški delež v podjetju. S tega vidika obstajata dve skupini odbitkov oziroma pribitkov:

- pribitek za obvladovanje oziroma odbitek za neobvladljivost in
- odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Skupna značilnost teh pribitkov in odbitkov je, da njihova uporaba zahteva jasno opredeljeno osnovno vrednost, ki jo nato korigiramo s pribitkom ali odbitkom.

Osnovna vrednost

Preden se določi kakršenkoli odbitek ali pribitek, ki je povezan z odnosom lastnika do ocenjevanega podjetja, je potrebno zelo jasno opredeliti osnovo, oziroma izhodišče za določanje odbitkov in/ali pribitkov. Če se izvzamejo vsi drugi dejavniki, se lahko ob upoštevanju vidika obvladovanja in tržljivosti lastniškega deleža opredelijo različne ravni vrednosti, ki analitiku dajo osnovno vrednost, na kateri nadalje temelji uporaba odbitka oziroma pribitka.

Odbitek za neobvladljivost

Lastniki, ki obvladujejo oziroma kontrolirajo poslovanje podjetja, imajo v primerjavi z manjšinskimi lastniki določene pravice (npr. imenovanje uprave, imenovanje članov nadzornega sveta, določanje nadomestil članov uprave in posloводства, določanje poslovne politike in strategije podjetja, nakup, prodaja ali najem poslovnih prostorov, izbor zunanjih partnerjev, prevzem drugega podjetja, likvidacija, prodaja ali dokapitalizacija podjetja, pridobitev ali prodaja lastnih delnic, izdaja novih delnic, izdaja dolžniških vrednostnih papirjev, določanje in izplačevanje dividend in drugih izplačil, sprememba statuta ali družbene pogodbe in tudi preprečitev zgoraj navedenih odločitev).

Trg priznava obvladujočemu lastništvu višjo vrednost kot manjšinskemu, razliko med obema imenujemo pribitek za obvladovanje. Pri strateških vlagateljih se pojavlja možnost sinergijskih učinkov med vlagateljem in podjetjem (večja prodaja, nižji stroški, nižje tveganje, ipd.), ki je predmet nakupa. Zato so strateški vlagatelji pripravljeni plačati tudi večjo premijo (t.i. prevzemna premija), ki pa vpliva tudi na velikost pribitka za obvladovanje (Pratt, 2011).

Večinski delež ne omogoča celotne kontrole, saj ima popolno kontrolo nad podjetjem le 100-odstotni lastnik. Pri ocenjevanju vrednosti je potrebno upoštevati moč vplivanja na posamezne odločitve, posebne pravice večinskega lastnika, obstoj zahtev po kvalificirani večini, razpršenost ostalih lastniških deležev, obvladovanje nadzornega sveta in podobno. Če gre formalno za obvladujoči delež (večji od 50 %), bo velikost odbitka odvisna predvsem od moči in uveljavljanja naštetih dejavnikov. V kolikor obstajajo omejitve, bo odbitek večji.

Pri formalno manjšinskem deležu pa bo že zaradi tega dejstva velikost odbitka večja kot pri večinskem, predvsem bo odvisna od moči kontrole oziroma ali ima možnost blokirati sprejetje določenih odločitev, kar mu daje neko obliko kontrole.

Pri določanju odbitka za neobvladljivost v ocenjevanem podjetju sem upoštevala naslednje dejavnike kontrole:

- Pri 100-odstotnem ocenjevanem lastniškem deležu lahko lastnik postavlja upravo, lahko določa poslovno politiko, vnašajo se lahko vplivi določenih interesnih skupin;
- Samostojno lahko odloča o statusnih spremembah in o likvidaciji družbe;
- Odloča lahko o spremembi družbene pogodbe in dividendni politiki.

Glede na 100-odstotni ocenjevan lastniški delež sem ocenila odbitek za pomanjkanje obvladovanja v višini 0,0 %.

Odbitek za pomanjkanje likvidnosti

Na podlagi napovedi denarnega toka in diskontne stopnje z vidika večinskega lastnika dobimo oceno vrednosti podjetja za večinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti. Pri oceni končne vrednosti predmeta vrednotenja moramo upoštevati še stopnjo likvidnosti predmeta vrednotenja. Ker podjetje, ki je predmet vrednotenja, ni tržno podjetje (ni uvrščeno na organiziran trg kapitala – borzo), je prodaja lastniških deležev do določene mere otežena, prav tako pa so s prodajo tovrstnih lastniških deležev povezani tudi relativno večji stroški prodaje v primerjavi s prodajo tržnih lastniških deležev.

Tržljivost v splošnem opredelimo kot zmožnost takojšnjega konvertiranja lastniškega deleža v denar z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in z veliko verjetnostjo, da bomo denar od prodaje pridobili v najkrajšem času (Praznik, 2011). Vlagatelji praviloma preferirajo likvidne (tržne) lastniške deleže oziroma delnice pred nelikvidnimi, zato ima lastniški delež v primeru pomanjkanja likvidnosti (tržnosti) manjšo vrednost.

Ker za lastniške deleže v lastniško zaprtih podjetjih ni trga, kjer bi lahko takoj in brez dodatnih stroškov prodajali in kupovali lastniške deleže, se poveča tveganje pri unovčevanju takšnih deležev v primerjavi z delnicami, ki prosto kotirajo na organiziranih trgih kapitala. Odločitev o tem, kakšen diskont za pomanjkanje likvidnosti se uporabi, je odvisna od tega, ali imamo opraviti z obvladujočim ali manjšinskim deležem.

V primeru ocenjevanja obvladujočega deleža ocenimo odbitek za pomanjkanje likvidnosti na podlagi naslednjih podatkov (razlog v različnih virih temelji na tem, da na obvladujoče deleže vplivajo drugačni dejavniki kot na manjšinske):

- Študij, ki primerjajo prevzemne cene za nakup borznih podjetij v primerjavi z lastniško zaprtimi podjetji;
- Sodnih primerov (iz ZDA) upoštevanja višine diskontov za pomanjkanje likvidnosti pri ocenjevanju kontrolnih deležev.

V primeru kontrolnih deležev govorimo o diskontu za pomanjkanje likvidnosti. Diskonti za pomanjkanje likvidnosti v primeru večinskih lastniških deležev izhajajo iz upoštevanja naslednjih dejavnikov:

- Negotov čas do realizacije prodaje ali IPO-ja;
- Stroški priprave podjetja na prodajo in transakcijski stroški;
- Tveganje glede končne cene ob realizaciji prodaje;
- Plačilo v delnicah ali odložena plačila;
- Nezmožnost zastave za najem kredita.

Omenjene dejavnike sem ocenila sledeče:

- Lastniški delež: 100 %.
- Likvidnostna sestava premoženja: Celotno aktivo na datum ocenjevanja predstavljajo kratkoročna sredstva, med njimi sta največji postavki denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe. Za slednje na podlagi javno dostopnih podatkov ne morem oceniti, ali bodo ta dana posojila vrnjena v celoti.
- Potencial IPO: Glede na panožne razmere in velikost družbe uvrstitev družbe na organizirani trg kapitala ni verjetna oziroma racionalna.
- Razmere na trgu financiranja: Finančni trgi so visoko likvidni, posledično je dostopnost do finančnih virov dostopna. Ocenjevano podjetje na datum ocenjevanja sicer nima finančnega dolga.
- Priprava podjetja na prodajo in transakcijski stroški: Ocenjujem, da niso potrebni večji stroški za pripravo podjetja na prodajo.
- Regulatorne ovire: Ocenjujem, da posebnih regulatornih ovir za prodajo kontrolnega lastniškega deleža ni.

Glede na 100-odstotni ocenjevan lastniški delež sem ocenila odbitek za pomanjkanje likvidnosti na 5,0 %.

7. OCENA VREDNOSTI

7.1 Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti

V okviru na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti družbe Prozas d.o.o. sem izbrala metodo diskontiranega denarnega toka, in sicer postopek diskontiranega denarnega toka, upoštevajoč celotni kapital.

Glavni namen izdelave načrta prostih denarnih tokov za celotni kapital je ugotoviti, koliko denarja lahko dobijo lastniki in posojilodajalci iz podjetja brez okrnitve načrtovane prodaje. Po definiciji je prosti denarni tok znesek, ki ga lahko prosto razdelimo lastnikom, ali z njim prosto razpolagamo, ne da bi ogrozili načrtovano dejavnost podjetja in načrtovani denarni tok v prihodnosti.

Prosti denarni tok za celotni kapital opredelimo na naslednji način:

Dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo	
+ Nedenarni stroški (amortizacija)	
– Investicije v osnovna sredstva	
+ Odprodaja osnovnih sredstev	
– Investicije v obratni kapital	
= Skupaj prosti denarni tok za celotni kapital	

Po opredelitvi prostih denarnih tokov in ustrezne diskontne stopnje, se izračun sedanje vrednosti prihodnjega prostega denarnega toka v določenem časovnem obdobju definira na naslednji način:

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n} \quad (1)$$

kjer je:

PV	=	sedanja vrednost
NDT1 do n	=	čisti denarni tok v obdobju napovedi od 1 do n
d	=	diskontna mera
n	=	število let napovedi

Projekcije prostega denarnega toka so običajno izdelane za obdobje 5-10 let (zajet celoten poslovni cikel). Prosti denarni tok po tem obdobju se zaradi časovne oddaljenosti zajame v enem samem znesku, t.j. v obliki preostale vrednosti, ki je diskontirana na sedanjo vrednost in prišteta diskontiranim vrednostim letnih denarnih tokov iz začetnega obdobja vrednotenja.

Seštevek diskontirane vrednosti letnih prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju projekcije in diskontirane preostale vrednosti predstavlja osnovo za izračun vrednosti lastniškega kapitala. Pri tej različici vrednotenja je za oceno vrednosti lastniškega kapitala podjetja potrebno izračunati še neto dolg podjetja (finančni dolg – finančne naložbe), ki se odšteje od vsote diskontiranih vrednosti prihodnjih prostih denarnih tokov.

Diskontna stopnja

Prosti denarni tok, ki pripada lastnikom in dolžniškim upnikom podjetja, je diskontiran s tehtanim povprečjem stroškov kapitala (WACC). Takšna opredelitev diskontne stopnje zahteva ločen izračun stroška lastniškega kapitala in stroška dolga.

Izračun stroška lastniškega kapitala temelji na razširjenem CAPM modelu, ki najprej predpostavlja, da je podjetje, ki je predmet vrednotenja, veliko in tržno podjetje uvrščeno na borzi na razvitem trgu kapitala, nato pa se tako prvotno opredeljenemu osnovnemu modelu doda še prilagoditev za deželno tveganje in določenega tveganja, ki jih dodata Fama in French¹ v tri faktorskem modelu (npr.: velikost, produktna/storitvena diverzifikacija, geografska diverzifikacija).

Strošek lastniškega kapitala je izračunan na sledeči način:

$$R = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta + \text{dodatek za deželno tveganje} + \text{dodatek za velikost}$$

R ali r_e ocena zahtevane stopnje donosa lastniške naložbe

r_f mera donosa netvegane vrednostnega papirja na dan ocenjevanja vrednosti (netvegana mera donosa)

r_m stopnja donosa lastniškega kapitala povprečnega podjetja (trga)

β beta, mera posebnega tveganja

Netvegana mera donosa običajno temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic. Ti vrednostni papirji se uporabljajo zato, ker imajo zelo nizko tveganje izostanka plačil, so visoko likvidni in vključujejo premijo za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Popolnoma netvegane naložbe ni (brez tveganja inflacijskega razvrednotenja, tveganja neplačila, tveganja nelikvidnosti, tveganja spremembe obrestne mere).

Netvegani naložbi najbližja je kratkoročna zakladna menica, ki vsebuje čisto časovno vrednost denarja in pribitek za inflacijo. Pomanjkljivost donosa zakladne menice je v tem, da bolj niha kot donos dolgoročne državne obveznice, ne odraža nujno dolgoročno pričakovane inflacije, se ne ujema z obdobjem držanja delnic tipičnih naložbenikov v lastniške vrednostne papirje. Zato se v praksi kot "netvegana" mera donosa uporablja donos do dospelja dolgoročne državne obveznice (npr. 10-letne, 20-letne). Dolgoročne državne obveznice se kot osnova za določanje netvegane stopnje donosa uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v okviru katerega vlagatelji posedujejo svoje lastniške naložbe, razen tega pa tudi statistični izkazi pribitka za kapitalsko tveganje, ki jih prikazuje Ibbotson Associates, temeljijo na merah donosa dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev.

Izraz $(r_m - r_f)$ pomeni pribitek za kapitalsko tveganje, ki ga zahtevajo investitorji za vlaganje v lastniški kapital, oziroma je presežek donosa nad netvegano mero donosa, ki ga trg priznava investitorjem (vlagateljem) za tveganje naložbe v lastniški kapital na splošno (v vse lastniške vrednostne papirje). Tržna premija za tveganje se sproti določa na organiziranem trgu

¹Eugene Fama in Kenneth French sta razvila zelo uspešen Fama-French tri faktorski model za opisovanje tržnega obnašanja (market behavior).

lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med stopnjo donosa določene standardne košarice navadnih delnic ter netvegane stopnje donosa. Tradicionalno se določa na podlagi zgodovinskih podatkov kot razlika med donosom košare delnic (v ZDA npr. kompozitni indeks Standard & Poor 500) in netvegano mero donosa (v ZDA 20-letna državna obveznica). Pri tem je treba upoštevati tudi dejstvo, da se tržna premija za tveganje nanaša na manjšinske lastniške deleže (lastnik navadne delnice nima vpliva na poslovno politiko delniškega podjetja) in da je delnico, ki kotira na borzi, v normalnih razmerah mogoče takoj prodati. Trg priznava določeno premijo za likvidnost oziroma zahteva odbitek za pomanjkanje tržnosti lastniških deležev v zaprtih podjetjih v primerjavi z delnicami podjetij, ki kotirajo na borzi.

Koeficient beta izraža mero sistematičnega tveganja v CAPM modelu. Sistematično tveganje je negotovost realizacije bodočih donosov, ki izhajajo iz faktorjev, ki učinkujejo na vsa podjetja v gospodarstvu enako (ukrepi makroekonomske politike, ciklično gibanje gospodarstva, zunanji šoki, itd.). Posamezni investitor se temu tveganju ne more izogniti z diverzifikacijo svojih naložb oz. portfelja.

Koeficient beta izraža odnos med variabilnostjo stopnje donosnosti lastniškega kapitala posameznega podjetja in stopnje donosnosti lastniškega kapitala celotnega trga, izračunan pa je kot količnik kovariance med obema spremenljivkama in variance stopnje donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja. Če je njena vrednost večja od 1, je naložba v lastniški kapital določenega podjetja bolj tvegana kot v povprečno podjetje, in obratno. Podjetje z beto v višini 1,3 na primer, lahko pričakuje, da se bo cena delnice povečala za 30 % hitreje kot cena delnic celotnega trga, vendar bo tudi padla za 30 % hitreje, ko bodo tržne cene delnic v upadanju.

Podjetja so poleg sistematičnim tveganjem izpostavljena tudi nesistematičnim tveganjem, ki so specifična posameznim podjetjem oziroma panogam. Nesistematično tveganje v diskontni stopnji upoštevamo tako, da zahtevani stopnji donosa, določeni po modelu CAPM, dodamo premijo za tveganje majhnega podjetja (dodatek za velikost), deželno tveganje in ostala nesistematična tveganja.

7.2 Napoved denarnega toka

Pri napovedi denarnega toka sem upoštevala namen in predmet ocenjevanja vrednosti ocenjevanega podjetja. Obdobje napovedi eksplicitnega denarnega toka se nanaša na obdobje 2023 – 2032.

Pri oceni bodočih pričakovanih prostih denarnih tokov za celotni kapital podjetja Prozas d.o.o. sem izdelala načrt poslovanja – t.j. načrt izida iz poslovanja, amortizacije, izdatkov za investicije v osnovna sredstva in spremembe višine obratnega kapitala. Pri tem sem uporabila naslednja izhodišča:

- Kot izhodišče pri izdelavi projekcij sem uporabila izkaze poslovnega izida in balance stanja za družbo Prozas d.o.o. za obdobje 2020 – 2022. Kot osnovo za pripravo denarnih tokov sem izhajala iz finančne analize preteklega poslovanja, analize makroekonomskega okolja in analize panoge.
- Pri tem opozarjam, da sem bila omejena zgolj na skope javno dostopne podatke o preteklem poslovanju podjetja Prozas d.o.o., saj dolжник ni prevzel moje pošte, v okviru

katerem so bila nanj naslovljena dodatna vprašanja, pomembna za izvedbo ocenjevanja vrednosti.

- Ocena vrednosti je pripravljena ob predpostavki delujočega podjetja. To se pravi na osnovi podjetja, ki je usmerjeno v maksimiranje vrednosti in ki bo nadaljevalo s poslovanjem v dogledni prihodnosti.

Napovedi denarnega toka so izdelane v nominalnih kategorijah, kar pomeni, da je pričakovana stopnja inflacije vgrajena v napoved vseh sestavin denarnega toka.

7.3 Povzetek glavnih predpostavk ocenjevanja vrednosti podjetja Prozas d.o.o.

Pri osnovi za oblikovanje predpostavk sem izhajala iz izsledkov finančne analize, analize makroekonomskega okolja in analize dejavnosti ter iz ostalih informacij oziroma podatkov, za katere sem ocenila, da so v namene ocenjevanja vrednosti relevantni.

Tabela 21: Povzetek uporabljenih predpostavk

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Čisti prihodki od prodaje	19.189	28.784	37.419	43.032	47.335	48.282	49.248	50.233	51.237	52.262
Rast prihodkov (poslovni in drugi prihodki)	60,0%	50,0%	30,0%	15,0%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stroški blaga, materiala in storitev	11.514	17.270	22.452	25.819	28.401	28.969	29.549	30.140	30.742	31.357
% čistih prihodkov od prodaje	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Stroški dela	15.352	14.392	13.097	12.910	14.201	14.485	14.774	15.070	15.371	15.679
% čistih prihodkov od prodaje	80,0%	50,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBITDA	-7.676	-2.878	1.871	4.303	4.734	4.828	4.925	5.023	5.124	5.226
EBITDA marža	-40,0%	-10,0%	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Investicije	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% čistih prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Investicije v obratni kapital (% prih. od prodaje)	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%

Vir: Lastni izračuni.

Prihodki od prodaje

Prihodke od prodaje sem za prihodnje srednjeročno obdobje (2023 – 2025) projicirala na ravni relativno visokih rasti prodaje, predvsem iz naslova dejstva, da se podjetje Prozas d.o.o., kot je razbrati iz javno dostopnih informacij, med drugim ukvarja tudi s posredništvom za prodajo sončnih elektrarn in toplotnih črpalk, katerih prodaja v zadnjem času občutno raste. Kot je razbrati iz medijskih objav je bilo v letu 2022 postavljenih ogromno malih sončnih elektrarn, rast prodaje se pričakuje tudi v prihodnje. Po podatkih EHPA (Evropsko združenje za toplotne črpalke) pa je razvidno, da je bila prodaja toplotnih črpalk v letu 2022 ogromna, pozitiven trend se pričakuje tudi v prihodnjih letih.

Od leta 2028 naprej je uporabljena predpostavka stabilizacije rasti prihodkov od prodaje v višini 2,0 %, kar je tudi predpostavka dolgoročno vzdržne rasti prihodkov od prodaje in temelji na oceni dolgoročne stopnje inflacije, ocenjene s strani Evropske centralne banke.

Drugi poslovni prihodki

Drugih poslovnih prihodkov v projekciji nisem upoštevala, kar sovпада z mojo oceno, da so se omenjeni prihodki v letu 2022 nanašali na elemente enkratne oziroma nestalne narave.

Stroški blaga, materiala in storitev

Delež stroškov blaga, materiala in storitev v prihodkih od prodaje se je v obdobju 2021 – 2022 gibal med 54,7 % in 65,8 %, dolgoročno je omenjen delež predviden v povprečni višini omenjenega razpona, in sicer na ravni 60,0 % prihodkov od prodaje, podoben delež ima tudi dejavnost, v kateri je ocenjevano podjetje registrirano.

Stroški dela

V projekcijah sem predvidela optimizacijo stroškov dela, saj v deležu prihodkov od prodaje, kot so bili izkazani v letu 2022, dolgoročno niso vzdržni. Stroški dela so tako za obdobje 2023 - 2025 projicirani v višini med 35 % in 80 % čistih prihodkov od prodaje, dolgoročno pa v višini 30,0 % prihodkov od prodaje, kar je bližje tudi omenjenemu povprečnemu deležu podjetij, registriranih v predmetni dejavnosti.

Odpisi vrednosti

Amortizacije in prevrednotovalnih poslovnih odhodkov v projekcijah ni predvidenih, saj podjetje tako na datum ocenjevanja kot v predhodnih letih ni imelo osnovnih sredstev, kar sem upoštevala tudi za vnaprej.

Dobičkonosnost poslovanja

Skladno s predhodno navedenimi predpostavkami (tj. gibanjem prihodkov od prodaje in poslovnih stroškov) je EBITDA marža dolgoročno predpostavljena v višini 10,0 %.

Investicije v osnovna sredstva

Skladno z ničelnimi osnovnimi sredstvi v projekcijah denarnih tokov investicije v osnovna sredstva niso predvidene.

Neto obratni kapital

Delež neto obratnega kapitala v prihodkih od prodaje je predpostavljen na ravni 58,0 %, kar je med ravno preteklega analiziranega obdobja ocenjevanega podjetja in ravno dejavnosti, v kateri podjetje deluje.

Neto dolg

Poleg denarnih tokov, ki jih podjetje ustvari, sem pri oceni vrednosti preučevane družbe upoštevala tudi vrednost neto dolga.

Finančnega dolga podjetje na datum ocenjevanja nima, finančne naložbe znašajo 6 tisoč EUR. V neto dolgu sem upoštevala tudi ocenjen presežek denarnih sredstev na datum ocenjevanja, ocenjen v višini, ki presega 45 % čistih prihodkov od prodaje. Tolikšen delež denarnih sredstev v prihodkih od prodaje je namreč po moji oceni na podlagi analize poslovanja dejavnosti potreben za poslovanje.

Neto dolg je tako upoštevan v višini -8 tisoč EUR.

Tabela 22: Neto dolg na dan 31.12.2022 (v EUR)

	knjigovodsko	prilagojen
+ Dolgoročne finančne obveznosti	0	0
+ Kratkoročne finančne obveznosti	0	0
Celoten dolg	0	0
- Dolgoročne finančne naložbe	0	0
- Kratkoročne finančne naložbe	6.100	6.100
- Za poslovanje presežna denarna sredstva	0	2.058
= Neto dolg	-6.100	-8.158

Vir: Lastni izračuni.

Določitev diskontne stopnje

Diskontna stopnja predstavlja tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), in sicer stroška lastniškega kapitala in stroška finančnega dolga, kot je razvidno iz enačbe:

$$WACC = r_E \times W_E + r_D \times W_D \times (1-t)$$

kjer je:

WACC	tehtano povprečje stroškov kapitala
r_E	zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala
r_D	zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala
W_E	delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu
W_D	delež dolga v celotnem kapitalu
t	davčna stopnja

Uteži stroškov kapitala in dolga

Stopnja zadolženosti je izražena s kazalnikom D/E (razmerje med finančnim dolgom in lastniškim kapitalom). Kazalnik D/E v posameznem letu napovedi izraža razmerje med napovedanim finančnim dolgom ter ocenjeno vrednostjo lastniškega kapitala. Pri vrednotenju sem na podlagi ciljne strukture dejavnosti poslovnih in potrošniških storitev napovedala kapitalno strukturo v višini 23,2 % D/(D+E).

Strošek lastniškega kapitala

Izračun stroškov lastniškega kapitala temelji na prilagojenem CAPM modelu. CAPM meri zahtevano stopnjo donosa na podlagi treh elementov: netvegane stopnje donosa, koeficienta beta in pribitka za kapitalno tveganje.

Postopek izračuna zato poteka po naslednjem zaporedju:

- določiti netvegano stopnjo donosa;
- določiti faktor beta;
- določiti pribitek za kapitalno tveganje;
- izračunati temeljno diskontno stopnjo na osnovi CAPM;
- prilagoditi temeljno diskontno stopnjo za deželno tveganje;
- prišteti ali odšteti kakršnekoli dodatne elemente tveganja.

Netvegana stopnja donosa

Netvegana stopnja donosa temelji na donosnosti do dospelja nemške 10-letne državne obveznice, ki je na dan 30.12.2022 znašala 2,6 %.

Pribitek za kapitalsko tveganje

Pribitek za kapitalsko tveganje je določen na podlagi analize KPMG (Equity Market Risk Premium – Research Summary) in je ob koncu leta 2022 znašal 5,8 %.

Beta brez zadolženosti

Pri izračunu tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC) sem upoštevala evropska podjetja, ki se ukvarjajo s podobno dejavnostjo, tj. z dejavnostjo poslovnih in potrošniških storitev (vir: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Beta brez zadolženosti za omenjeno dejavnost znaša 0,9. Na podlagi omenjenega podatka sem z uporabo Hamadove formule izračunala beto z zadolženostjo.

Beta z zadolženostjo

Beta z zadolženostjo v višini 1,1 je izračunana na podlagi bete brez zadolženosti s pomočjo Hamadove formule, in sicer $[(1 + (1 - \text{efektivna davčna stopnja}) \cdot (\text{dolg} / \text{lastniški kapital})) \cdot \text{neutežena beta}]$.

Premija za deželno tveganje

Premija za deželno tveganje je ocenjena na podlagi geografske strukture ustvarjenih prihodkov družbe, pri čemer je premija pridobljena iz podatkovne baze Damodaran. Predpostavila sem, da ocenjevano podjetje posluje le na slovenskem trgu, zato se upoštevana premija za deželno tveganje v celoti nanaša na Slovenijo (2,1 %).

Dodatna premija za velikost podjetja

V primerjavi s podjetji, na podlagi katerih je določena tržna premija za tveganje, je proučevano podjetje majhno. Majhna podjetja so izpostavljena večjim poslovnim in finančnim tveganjem, kot je to značilno za velika podjetja, zato investitorji praviloma zahtevajo višje stopnje donosa za vlaganja v manjša podjetja. Premijo za velikost podjetja sem določila na podlagi analize Duff & Phelps, ki je na datum ocenjevanja znašala 4,8 %.

Premija za specifična tveganja

Zaradi negotovosti iz naslova skopih javno dostopnih podatkov, na pogladi katerih sem osnovala projekcije poslovanja, sem vključila tudi premijo za specifična tveganja v višini 1,0 %.

Strošek finančnega dolga

Strošek dolga je izračunan po davku od dobička. Predvidela sem efektivno davčno stopnjo v višini 19,0 %, kolikor je znašala povprečna efektivna davčna stopnja v preteklem analiziranem obdobju. Nominalna obrestna mera podjetja znaša 4,7 % in temelji na povprečni obrestni meri podjetjem v Sloveniji v decembru 2022, predstavljeni v Biltenu Banke Slovenije.

WACC

Ob upoštevanju ocenjene zahtevane donosnosti lastniškega kapitala v višini 16,6 % in stroška dolga v višini 4,7 %, je ocenjeno tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) enako 13,6 %.

Tabela 23: Ocena parametrov tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC)

	V obdobju
Strošek dolga	4,7%
% dolžniškega financiranja	23,2%
Strošek lastniškega kapitala	16,6%
% lastniškega financiranja	76,8%
Beta brez zadolženosti	0,9
Nominalna netvegana obrestna mera	2,6%
Pribitek za kapitalno tveganje	5,8%
Premija za deležno tveganje	2,1%
Dodatna premija za velikost podjetja	4,8%
Premija za specifična tveganja	1,0%
WACC	13,6%

Vir: Damodaran, Duff & Phelps, Bilten BS, lastni izračuni.

7.4 Izračun ocene vrednosti podjetja

Na podlagi v tem poročilu opredeljenih finančnih projekcij poslovanja družbe Prozas d.o.o. in ocenjenega tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) sem ocenila vrednost celotnega kapitala družbe Prozas d.o.o. na dan 31.12.2022:

- Pri izračunu sedanje vrednosti celotnega kapitala sem uporabila medletno diskontiranje.
- Preostalo vrednost sem ocenila ob upoštevanju dolgoročne stopnje rast v višini 2,0 %.
- Vrednost celotnega kapitala sem prilagodila za finančni dolg podjetja in ostale ugotovljene potrebne prilagoditve ter na takšen način izračunala vrednost lastniškega kapitala za večinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti.
- Osnovna vrednost oziroma projekcije poslovanja so pripravljene za obvladujočega lastnika. Ker je predmet ocenjevanja vrednosti v tem poročilu večinski lastniški delež (100 %), odbitek za pomanjkanje obvladovanja ni bil uporabljen.
- Ker gre pri podjetju Prozas d.o.o. za podjetje, ki ne kotira na borzi, je potrebno oceniti diskont za nelikvidnost. Apliciran odbitek za pomanjkanje likvidnosti znaša 5,0 %.

Tabela 24: Projekcije denarnih tokov za obdobje 2023–2032 (v EUR)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Dobiček iz poslovanja	-7.676	-2.878	1.871	4.303	4.734	4.828	4.925	5.023	5.124	5.226
- Dawki na popravljen dobiček iz poslovanja	-1.458	-547	355	818	899	917	936	954	974	993
Davčna st. na popravljeni dobiček iz posl.	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
= Popravljeni dobiček iz poslovanja po davkih	-6.217	-2.332	1.515	3.486	3.834	3.911	3.989	4.069	4.150	4.233
+ Amortizacija	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SKUPAJ denarni tok iz poslovanja	-6.217	-2.332	1.515	3.486	3.834	3.911	3.989	4.069	4.150	4.233
- Investicije v obratni kapital	5.083	5.565	5.008	3.255	2.496	549	560	571	583	594
- Investicije v osnovna sredstva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Skupaj prosti denarni tok	-11.300	-7.896	-3.493	230	1.338	3.362	3.429	3.498	3.568	3.639
Časovni faktor	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
Diskontni faktor	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Sedanja vrednost prostega denarnega toka	-10.600	-6.518	-2.537	147	753	1.663	1.493	1.340	1.202	1.151

Vir: Lastni izračuni.

V spodnji preglednici se nahaja povzetek ocenjevanja vrednosti ter ključne predpostavke, ki vplivajo na ocenjeno vrednost lastniškega kapitala družbe Prozas d.o.o.

Tabela 25: Prikaz izračuna vrednosti lastniškega kapitala družbe Prozas d.o.o. na dan 31.12.2022

Sedanja vrednost denarnih tokov v obdobju napovedovanja	-11.905
Dolgoročna rast FCF	2,0%
Dolgoročna EBITDA marža	10,0%
Dolgoročni WACC	13,6%
Sedanja vrednost preostale vrednosti	10.079
Skupaj sedanja vrednost denarnih tokov	-1.826
Neto dolg	-8.158
Sedanja vrednost 100 % lastniškega kapitala za večinskega lastnika na popolnoma	6.331
Odbitek za pomanjkanje obvladovanja	0,0%
Odbitek za nelikvidnost	5,0%
Sedanja vrednost 100% lastniškega kapitala	6.015

Vir: Lastni izračuni.

Na podlagi dosedanje analize in vseh predstavljenih predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov ocenjujem vrednost 100-odstotnega lastniškega kapitala za večinskega lastnika družbe Prozas d.o.o. na netržljivi osnovi na dan 31.12.2022 na

6.015 EUR

8 SKLEP O OCENI VREDNOSTI

Predmet ocenjevanja vrednosti v tem cenitvenem poročilu je 100-odstotni delež podjetja Prozas d.o.o.

Namen ocene vrednosti je ugotovitev ocenjene vrednosti 100-odstotnega deleža podjetja Prozas d.o.o. v izvršilni zadevi I 122/2023. Uporaba poročila o oceni vrednosti je dovoljena le za omenjen namen.

Ob upoštevanju namena in predmeta ocenjevanja vrednosti ter izbrane podlage vrednosti sem kot najustreznejši pristop k ocenjevanju vrednosti podjetja Prozas d.o.o. izbrala naslednji način in metodo ocenjevanja vrednosti:

- Način ocenjevanja vrednosti: na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti;
- Metoda ocenjevanja vrednosti: metoda diskontiranega denarnega toka;
- Postopek ocenjevanja vrednosti: postopek diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč celotni kapital.

**Na podlagi v tem poročilu predstavljene analize in predpostavk znaša ocena vrednosti 100-odstotnega poslovnega deleža podjetja Prozas d.o.o. na dan 31.12.2022
6.015 EUR**

Ta ocena predstavlja moje nepristransko mnenje o vrednosti lastniškega kapitala ocenjevane družbe. Izjavljam, da nimam nobenih interesov na lastnini ali vodenju predmetnega podjetja. Poročilo predstavlja poslovno skrivnost in zahteva temu primerno ravnanje.

Datum: 24.1.2024

Priloga 1: Izjava sodne cenilke

Pri svojem najboljšem prepričanju in poznavanju obravnavane problematike izjavljam, da:

- so v poročilu prikazani podatki in informacije preverjeni v skladu z možnostmi ter prikazani in uporabljeni v dobri veri, da so točni;
- so prikazane analize, mnenja in sklepi, ki so omejeni samo s predpostavkami in omejevalnimi okoliščinami, opisanimi v tem poročilu;
- nimam navedenih sedanjih oziroma prihodnjih interesov glede imetja, ki je predmet tega poročila ter nisem pristranska glede oseb (fizičnih ali pravnih), ki jih ocena vrednosti zadeva;
- plačilo za moje storitev v zvezi z izdelavo mnenja ni vezano na vnaprej določeno vrednost predmeta ocenjevanja vrednosti ali doseganje dogovorjenega izida ocenjevanja vrednosti ali pojava kakršnegakoli poslovnega dogodka, ki bi bil posledica analiz, mnenj in sklepov tega poročila.

Mateja Pivk, univ.dipl.ekon.
Sodna cenilka za ekonomijo
vrednotenje podjetij

