

4 FINANČNA ANALIZA

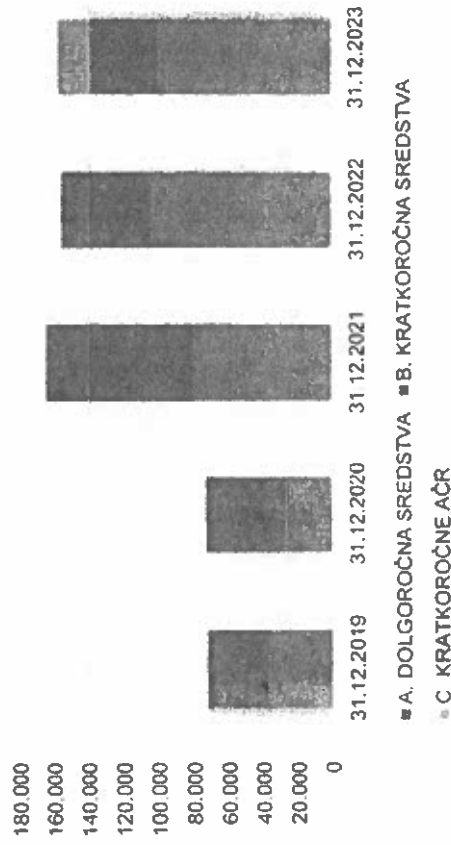
Analiza preteklega poslovanja se nanaša na obdobje 2019-2023. Računovodski izkazi so pripravljeni v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi (SRS). Finančni izkazi se ne revidirajo. Izkazi poslovnega izida za obravnavano obdobje so predstavljeni v Prilogi 1 in 2.

4.1. Analiza bilance stanja

4.1.1. Analiza sredstev

Celotna vrednost sredstev podjetja se je v opazovanem obdobju zviševala in sicer skupno za 170,4 % oziroma za 85 tisoč EUR. Rast sredstev izhaja predvsem iz zvišanja dolgoročnih poslovnih terjatev. Konec leta 2023 so največji delež celotnih sredstev predstavljala dolgoročna sredstva (63,5 %) sledijo jim kratkoročna sredstva (23,8 %) in kratkoročne aktivne časovne razmejitve oz. AČR (12,6 %).

Slika 11: Struktura sredstev v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)

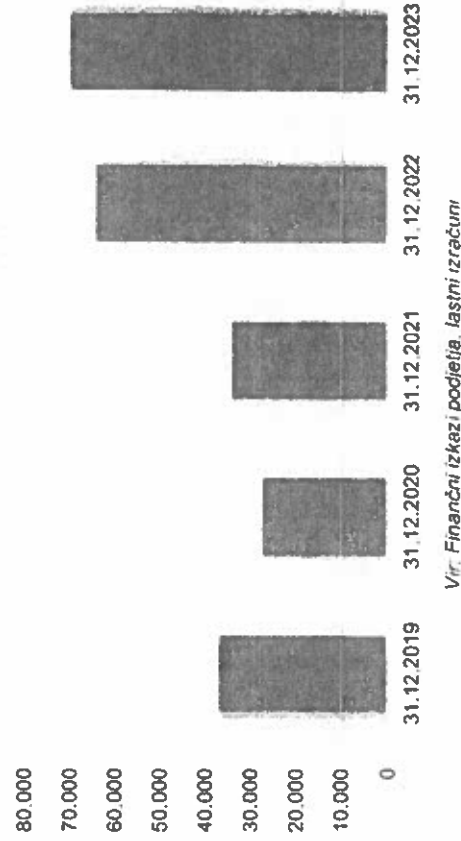


Vir: Finančni izkazi podjetja, lastni izračuni

V preučevanem obdobju so dolgoročna sredstva sestavljala le opredmetena osnovna sredstva in dolgoročne poslovne terjatve.

Dolgoročne poslovne terjatve podjetja so se v preučevanem obdobju absolutno in relativno (glede na celotna sredstva) zviševale. V povprečju obdobja so predstavljale 75,1 % dolgoročnih sredstev in 39 % vseh sredstev. Ob koncu preučevanega obdobja so dosegle svojo najvišjo raven pri 70 tisoč EUR oz. 44,5 % vseh sredstev. Iz bilance stanja ni razvidno na koga se terjatve nanašajo in ali so izterljive.

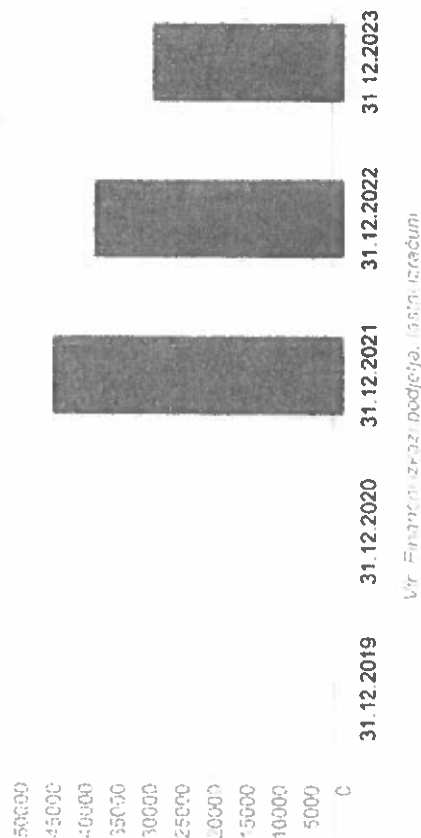
Slika 12: Dolgoročne poslovne terjatve v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)



Vir: Finančni izkazi podjetja, lastni izračuni

Opredmetena osnovna sredstva podjetja so se v preučevanem obdobju v povprečju zniževala. Konec leta 2023 so znašala 30 tisoč EUR oz. 19,1 % vseh sredstev, v povprečju obdobja pa so znašala 14,3 % vseh sredstev. V prvih dveh letih preučevanega obdobja je bila njihova vrednost 0 EUR.

Slika 13: Opremetena osnovna sredstva v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)

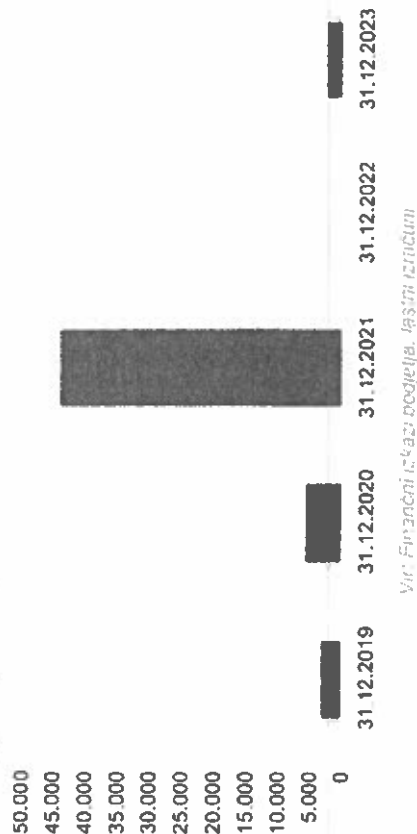


V preučevanem obdobju so kratkoročna sredstva tvorile kratkoročne poslovne terjatve in denarna sredstva. Kratkoročna sredstva so se v opazovanem obdobju sprva povečevala, nato pa znižala in ob koncu preučevanega obdobja znašala 37 tisoč EUR oz 23,8 % vseh sredstev.

Kratkoročne poslovne terjatve so na dan 31.12.2023 znašale 35 tisoč EUR in predstavljale 22,2 % vrednosti celotnih sredstev v celotnem preučevanem obdobju pa so v povprečju predstavljale 35,8 % celotnih sredstev. Iz bilance stanja ni razvidno na koga se terjatve nanašajo.

Knjižovodska vrednost **denarnih sredstev** je na dan 31.12.2023 znašala dva tisoč EUR, kar je predstavljalo 1,6 % vrednosti celotnih sredstev. Vrednost denarnih sredstev podjetja se je ob koncu leta 2021 močno zvišala na 44 tisoč EUR, v ostalih letih je bil nivo denarnih sredstev precej nižji in je v povprečju znašal 3 tisoč EUR. V povprečju celotnega preučevanega obdobja so denarna sredstva predstavljala 8,2 % vseh sredstev.

Slika 14: Denarna sredstva v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)

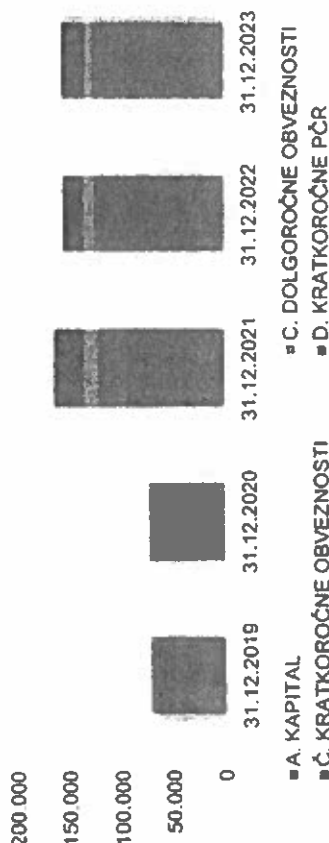


4.1.2. Analiza obveznosti do virov sredstev

V strukturi obveznosti do virov sredstev podjetja je na presečni datum vrednotenja največji strukturni delež predstavljal kapital pri 81,9 %, sledijo kratkoročne obveznosti (14,5 %) in dolgoročne obveznosti (3,6 %). Kratkoročne pasivne časovne razmijive (PCR) so zanimarjive narave, v povprečju 1,7 % vrednosti celotnih obveznosti, z leti pa so padale (ob koncu leta 2023 so bile nične).

V preučevanem obdobju so bile rezervacije in dolgoročne PCR ničelne.

Slika 15: Struktura obveznosti do virov sredstev v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)



Vir: Finančni izkazi podjetja lastni izračuni

Kapital družbe je na dan 31.12.2023 znašal 129 tisoč EUR. Absolutna vrednost kapitala se je v opazovanem obdobju zviševala na račun prenesenega čistega dobička. Največji strukturni delež kapitala je v povprečju predstavljal preneseni čist dobiček.

Tabela 20: Kapital družbe v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)

Kapital (EUR)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Vpoklicani kapital	8.763	8.763	8.763	8.763	8.763
Preneseni čisti poslovni izid	34.300	39.235	45.128	114.417	117.912
Čisti dobiček poslovnega leta	4.935	5.893	69.289	3.494	2.292
Skupaj	47.998	53.891	123.181	126.975	129.967

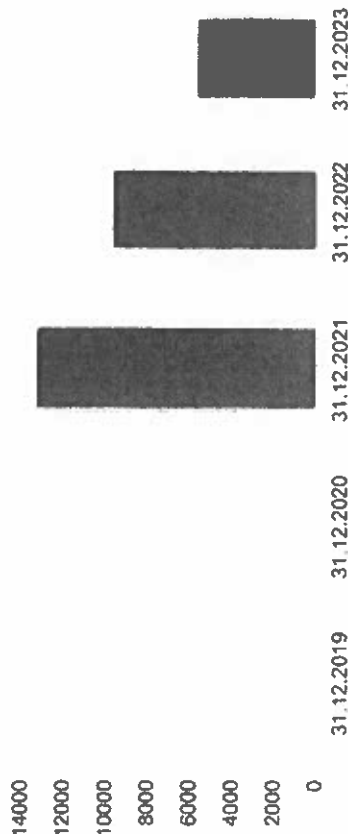
% obveznosti do virov sredstev

	65,9%	73,4%	74,6%	81,3%	81,9%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Vir: Finančni izkazi podjetja lastni izračuni

Dolgoročne obveznosti družbe so v preučevanem obdobju v celoti tvorile dolgoročne finančne obveznosti. Ob koncu leta 2023, se je njihova vrednost več kot prepolovila in znašala 5 tisoč EUR oziroma 3,6 % vrednosti celotnih obveznosti, kar je 8 tisoč EUR manj kot 31.12.2021. Iz bilance stanja ni razvidno na koga se obveznosti nanašajo, lahko pa vključujejo dolgoročne finančne obveznosti do družb v skupini, do bank in druge finančne obveznosti.

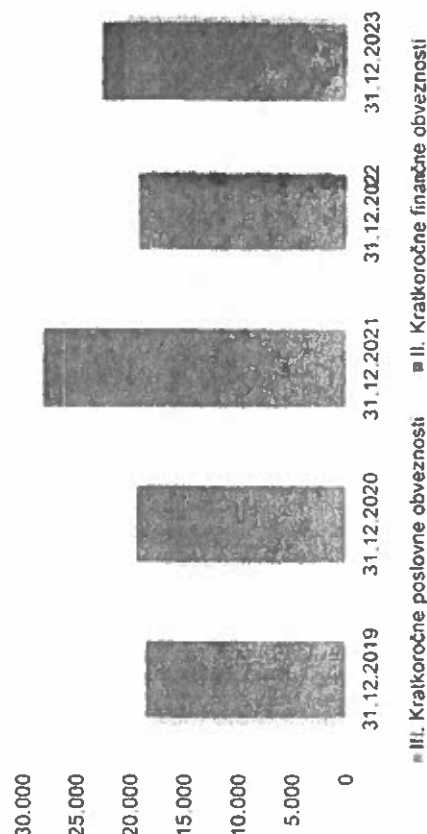
Slika 16: Dolgoročne finančne obveznosti v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)



Vir: Finančni izkazi podjetja lastni izračuni

Kratkorodne obveznosti so v preučevanem obdobju v večini tvorile kratkorodne poslovne obveznosti, v manjši meri pa tudi kratkorodne finančne obveznosti (samo ob koncu leta 2023).

Slika 17: Kratkoročne obveznosti v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)



Vir: Finančni izkazi podjetja lastni izračuni

Kratkoročne poslovne obveznosti so v preučevanem obdobju v povprečju znašale 19 % vrednosti celotnih obveznosti. Na dan 31.12.2023 so znašale 21 tisoč EUR, kar je absolutno več (za 2 tisoč EUR) kot na začetku preučevanega obdobja, vendar relativno glede na celotne obveznosti (za 12,5 %) manj kot na začetku preučevanega obdobja. Kratkoročne poslovne obveznosti so se torej glede na celotne obveznosti zniževale.

Kratkoročne finančne obveznosti so na dan 31.12.2023 znašale 2 tisoč EUR. V opazovanih letih pred tem so bile ničelne.

4.2. Analiza izkaza poslovnega izida

4.2.1. Analiza prihodkov

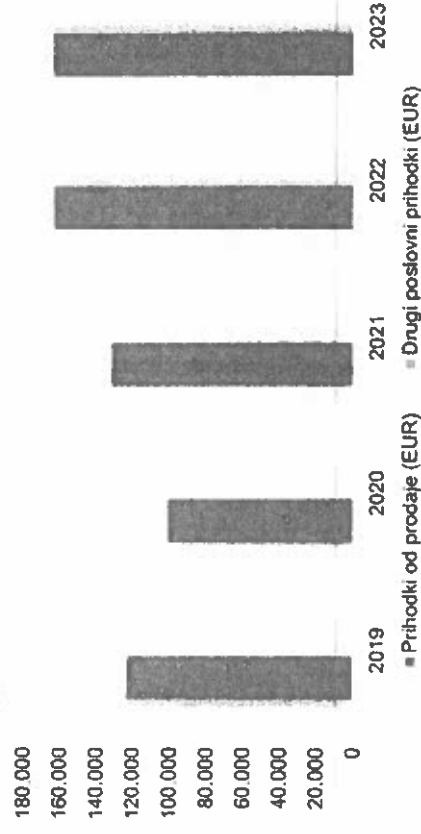
BMA d.o.o., Litija ustvarja prihodke iz naslova vazenja in tiskanja na oblačila. Končni izdelki poleg promocijskih oblačil vključujejo tudi delovna oblačila.

V obdobju od leta 2019 do 2023, je družba ustvarila poslovne prihodke v skupni vrednosti 685 tisoč EUR. Skozi preučevano obdobje so se poslovni prihodki (z izjemo leta 2020) postopoma povečevali, najvišji so bili v letu 2023, ko so znašali 164 tisoč EUR. Negativna stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje je bila opazna v letu 2020, kot posledica covid-19, ko so čisti prihodki padli za 18 % glede na leto 2019 in dosegli raven 101 tisoč EUR.

Drugi poslovni prihodki so bili prisotni v letu 2020, ko so znašali 792 EUR. Izkaz poslovnega izida ne razkriva podrobnosti drugih poslovnih prihodkov, vendar predvidevam da so ti prihodki povezani s prejetimi subvencijami v času covid-19.

Višji drugi prihodki so se pojavili v letu 2021, ko so znašali 85 tisoč EUR in bistveno pripomogli k pozitivnem čistemu dobičku poslovnega leta.

Slika 18: Poslovni prihodki družbe v obdobju od 2019 do 2023 (EUR)



Vir: Finančni izkazi / podjetja lastni izračuni

Tabela 21: Poslovni prihodki družbe (EUR)

Čisti prihodki od prodaje	2019	2020	2021	2022	2023
Prihodki od prodaje (EUR)	123.649	101.376	132.108	163.906	164.159
Drugi poslovni prihodki (skupaj s subvencijami, dotacijami, ...)	0	792	0	0	0
Skupaj	123.649	102.169	132.108	163.906	164.159
% rasti		-18%	30,3%	24,1%	100,2%

Vir: Finančni izkazi / podjetja lastni izračuni

4.2.2. Analiza odhodkov

Tabela 22: Poslovni odhodki družbe v obdobju od 2019 do 2023 (EUR)

Poslovni odhodki/stroški (EUR)	2019	2020	2021	2022	2023
Stroški blaga, materiala in storitev	98.618	68.655	104.960	128.053	126.282
% prihodkov od prodaje	79,8%	67,7%	79,5%	78,1%	76,8%
NV prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala	72.118	48.948	77.612	96.412	83.266
% prihodkov od prodaje	58,3%	48,3%	58,7%	58,8%	50,7%
Stroški storitev	26.500	19.709	27.347	31.641	43.015
% prihodkov od prodaje	21,4%	18,4%	20,7%	19,3%	26,2%
Stroški dela	14.697	17.340	20.614	21.202	21.414
% prihodkov od prodaje	39,7%	38,9%	50,4%	39,0%	32,9%
povpr. str. dela / zaposlenega (EUR / mesec)	1.225	1.445	1.718	1.767	1.784
% spr. letno	-	18,0%	18,9%	2,9%	1,0%
povpr. št. zaposlenih (delovne ure)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
% spr. letno	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stroški amortizacije	0	373	4.048	9.305	9.740
% prihodkov od prodaje	0,0%	0,4%	3,1%	5,7%	5,9%
Prevr. poslovnih stroškov pri o.o.s in NDS	0	0	0	0	0
% prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Prevr. poslovnih stroškov pri obratnih sredstvih	0	6.552	4.206	66	1.206
% prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Drugi poslovni odhodki	1.739	112	285	0	0
% prihodkov od prodaje	1,4%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%

Vir: Finančni izkazi podjetja, lastni izračuni

Najvišji del odhodkov predstavlja nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala.

Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala so se v preučevanem obdobju gibali med 49 tisoč EUR (2020) in 96 tisoč EUR (2022), v povprečju pa so znašali 55 % prihodkov od prodaje. Podrobnejše informacije glede vsebine stroškov niso bile na voljo.

Stroški storitev so se v obdobju 2019-2023 gibal na ravni med 20 tisoč EUR (2020) in 43 tisoč EUR (2023). Njihova vrednost se je tekom preučevanega obdobja postopoma povečevala in v povprečju predstavljala 21,4 % prihodkov od prodaje. Podrobnejše informacije glede vsebine stroškov najema niso bile na voljo.

Stroški dela so se tekom preučevanega obdobja malenkostno zvišali, pri tem je število zaposlenih v podjetju ostalo enako (1 zaposlena oseba). Stroški dela so v povprečju predstavljali 14,1 % prihodkov od prodaje, v letu 2023 pa so znašali 21 tisoč EUR oz. 13 % prihodkov od prodaje.

Tabela 23: Stroški dela v obdobju od 2019 do 2023 (EUR)

Stroški dela (EUR)	2019	2020	2021	2022	2023
a) Stroški plač	11.334	12.200	14.775	15.136	14.920
b) Stroški pokoj. zavarovanj	1.003	1.080	1.308	1.340	1.320
c) Stroški socialnih zavarovanj	959	955	1.071	1.097	1.082
č) Drugi stroški dela	1.401	3.105	3.461	3.629	4.091
Skupaj	14.697	17.340	20.614	21.202	21.414
kot % prihodkov od prodaje	11,9%	17%	15,6%	12,9%	13,0%
Število zaposlenih (povprečje)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Povprečni strošek dela na zaposlenega	1.225	1.445	1.718	1.767	1.784

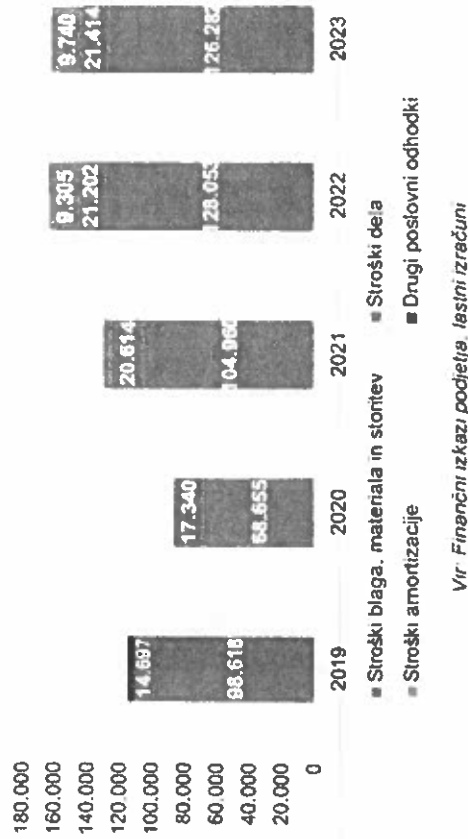
Vir: Finančni izkazi podjetja, lastni izračuni

Stroški amortizacije so v preučevanem obdobju prikazovali nizke vrednosti, v povprečju 3,0 % prihodkov od prodaje. Glede na pojasnila k izkazu, družba obravnava amortizacijo opredmetenih osnovnih sredstev po metodi enakomernega časovnega amortiziranja po predpisanih amortizacijskih stopnjah.

Drugi poslovni odhodki družbe so tekom preučevanega obdobja prikazovali zanemarljive vrednosti, razen v letu 2019, ko so znašali 2 tisoč EUR oz. 1,4 % prihodkov od prodaje.

Gibanje poslovnih odhodkov v obdobju 2019-2023 je predstavljeno na spodnji sliki. Skupna vrednost poslovnih odhodkov družbe je v letu 2023 dosegla raven 159 tisoč EUR.

Slika 19: Poslovni odhodki družbe v obdobju od 2019 do 2023 (EUR)



4.3. Efektivna davčna stopnja

Ocenjevana družba je v preučevanem obdobju prikazovala pozitivne čiste dobičke. Odloženi davki so bili prisotni le v letu 2021 in so znašali 13 tisoč EUR, v istem letu je bil davek iz dobička družbe ničeln. Efektivna davčna stopnja družbe se je gibala med 13,8 % in 34,8 % s povprečno stopnjo 19,5 %.

Tabela 24: Davek in efektivna davčna stopnja v obdobju od 2019 do 2023 (EUR)

	2019	2020	2021	2022	2023
Davek iz dobička	869	944	0	769	1.221
% dobička pred davki	15%	14%	0%	18%	35%
Odloženi davki	0	0	13.097	0	0
Skupaj davki	869	944	13.097	769	1.221
Efektivna davčna stopnja	15,0%	13,8%	15,9%	18,0%	34,8%

Vir: Finančni izkazi podjetja, lastni izračuni

4.4. Analiza investicij

Podjetje z izjemo leta 2021 prikazuje minimalne stopnje investicijskih vlaganj, ki so potrebna za nemoteno poslovanje družbe. Glede na poslovni model in značilnosti dejavnosti s katero se družba ukvarja, je stopnja investicijskih vlaganj v teh letih nižja od pričakovane. Vendar pa je družba v letu 2021 opravila enkratno večje vlaganje v višini 50 tisoč EUR, kar je predstavljalo 37,5 % vseh prihodkov od prodaje.

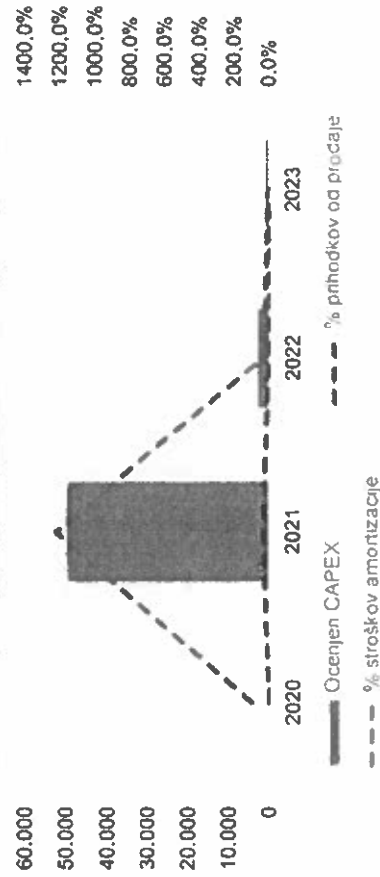
Ocenjene investicije so bile izračunane na podlagi spreminjanja knjigovodske vrednosti osnovnih sredstev ob upoštevanju stroškov amortizacije. Višja raven investicij v letu 2021 izhaja iz povišane vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev v tem letu (45 tisoč EUR na dan 31.12.2021, v preteklem letu 0 EUR). V preostalih letih pa družba ni prikazovala povečanj osnovnih sredstev.

Tabela 25: Investicije družbe v obdobju od 2019 do 2023 (EUR)

Ocenjen CAPEX (EUR)	2019	2020	2021	2022	2023
OOS in NOS	-	373	49.526	2.837	728
kot % prihodkov od prodaje	-	0,4%	37,5%	1,7%	0,4%
kot % amortizacije	-	100,0%	1223,5%	30,5%	7,5%

Vir: Finančni izkazi podjetja, lastni izračuni

Slika 20: Ocenjene investicije v obdobju od 2020 do 2023 (EUR)



4.5. Analiza kazalnikov poslovanja

4.4.1. Likvidnost

- Na presečni datum vrednotenja je družba prikazovala visoko stopnjo likvidnosti. Pospešeni koeficient in kratkoročni koeficient sta znašala 1,64. Zaradi ničelnih kratkoročnih finančnih naložb in nižjega nivoja denarnih sredstev glede na kratkoročne obveznosti je hitri koeficient v opazovanem obdobju (z izjemo leta 2021) precej nizek.
- Neto obratni kapital družbe je pozitiven in je na presečni datum vrednotenja znašal 37 tisoč EUR.

4.4.2. Finančno stanje

- Na presečni datum vrednotenja, je bila stopnja lastniškosti financiranja visoka (81,9 %). V preučevanem obdobju se je zviševala in v povprečju znašala 75,5 %.
- Finančni dolg družbe se je ob koncu preučevanega obdobja znižal na 8 tisoč EUR, najvišji raven je dosegel v letu 2021 pri 13 tisoč EUR.
- Zadolženost družbe je na presečni datum vrednotenja nizka. Razmerje med finančnim dolgom in vrednostjo EBITDA znaša 0,51, razmerje med neto dolgom in vrednostjo EBITDA pa je 0,35.

4.4.3. Učinkovitost družbe

- Število dni vezave kratkoročnih terjatev je glede na konkurente nekoliko višje – v povprečju 109 dni, medtem ko je mediana konkurentov 62 dni. Vendar se je število dni vezave kratkoročnih terjatev v opazovanem obdobju zvišalo le v času covid-19, nato pa padlo na primerljivih 78 dni.
- Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih obveznosti so v povprečju znašali 77 dni, kar je primerljivo konkurenčnim podjetjem
- Prihodki na zaposlenega so znašali med 101 tisoč EUR in 164 tisoč EUR, v povprečju pa so znašali 137 tisoč EUR.

4.4.4. Donosnost in investicije

- Analiza dobičkonosnosti je predstavljena v poglavju 4.7, analiza investicij pa v poglavju 4.4.

4.4.5. DuPont analiza

- Donosnost kapitala (ROE) je v preučevanem obdobju znašala med 1,8 % in 78,3 %. V opazovanem obdobju se je ROE sprva precej zvišal (leto 2021), nato pa znižal. V skladu z DuPont analizo, je zvišanje posledica zvišanja vrednosti čistega dobička glede na raven prihodkov.

Tabela 26: Analiza kazalnikov poslovanja v obdobju od 2019 do 2023

BMA d.o.o.	2019	2020	2021	2022	2023
Kazalniki likvidnosti					
Hitri koeficient	0,18	0,29	1,56	0,01	0,11
Pospešeni koeficient (Quick ratio)	1,92	2,35	3,00	2,65	1,84
Kratkoročni koeficient (Current ratio)	1,92	2,35	3,00	2,65	1,84
Neto obratni kapital / Prihodki	8,9%	26,0%	42,9%	20,0%	22,4%
Neto obratni kapital (brez denarja) / Prihodki	6,2%	20,4%	9,5%	20,0%	20,8%
Cash Ratio (Denar / Kratkoročne obvez.)	0,18	0,29	1,56	0,01	0,11
Kazalniki finančnega stanja					
Stopnja lastniškosti financiranja	65,9%	73,4%	74,8%	81,3%	81,9%
Stopnja dolžniškosti financiranja	34,1%	26,6%	25,2%	18,7%	18,1%
Finančni vzvod (Dolg / Kapital)	0,52	0,36	0,34	0,23	0,22
Finančni dolg / EBITDA	0,00	0,00	6,49	0,66	0,51
Neto dolg / EBITDA	-0,38	-0,60	-15,11	0,65	0,35
Dolgoročni dolg / Celotna sredstva	0,00	0,00	0,08	0,06	0,04
Koeficient pokritosti (EBITDA/obresti)	62,74	32,23	3,46	15,80	9,00
Neto obratni kapital z denarjem / Dolg	-	-	427%	340%	470%
Obresti / Celotni dolg	-	-	0,04	0,10	0,22
Capitalization ratio	0,0%	0,0%	9,7%	7,1%	4%
Učinkovitost					
Dnevi vezave kratkoročnih terjatev	96	145	113	114	78
Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih obveznosti	69	104	98	55	60
Dnevi vezave zalog	0	0	0	0	0
Prihodki / Celotna sredstva	1,70	1,38	0,80	1,05	1,04
Prihodki / Stalna sredstva	3,34	3,69	1,66	1,58	1,64
Prihodki / Zaposlenega	123,64	101,37	132,10	163,90	164,15
	9	5	8	6	9

Vir: Finančni izkazi podjetja, lastni izračun

Tabela 27: Analiza donosnosti in investicij ter DuPont analiza v obdobju od 2019 do 2023

skala d.o.o.	2019	2020	2021	2022	2023
Donosnost in Investicije					
EBITDA marža	7,0%	9,4%	1,5%	8,9%	9,3%
EBIT marža	7,0%	9,0%	-1,5%	3,2%	3,4%
Neto profita marža	4,0%	5,8%	52,4%	2,1%	1,4%
ROCE (EBIT / Capital employed)	60,1%	28,4%	-1,4%	7,3%	8,0%
ROIC	63,3%	28,0%	-1,6%	6,0%	6,7%
ROA	6,8%	8,0%	42,1%	2,2%	1,5%
CAPEX / Prihodki	-	0,4%	37,5%	1,7%	0,4%
DuPont analiza					
Sredstva / Lastniški kapital	-	143,5%	134,5%	128,3%	122,1%
Prihodki / Sredstva	-	138,6%	111,0%	102,3%	104,8%
Čisti dobiček / Prihodki	-	5,8%	52,4%	2,1%	1,4%
ROE	-	11,6%	78,3%	2,8%	1,8%

Vir: Finančni izkazi podjetja lastni izračun

4.6. Analiza obratnega kapitala

Podjetje je tekom preučevanega obdobju izkazovalo pozitiven nivo neto obratnega kapitala. Neto obratni kapital se je v obdobju 2019-2023 gibal na ravni med 11 tisoč EUR in 57 tisoč EUR ter se je tekom analiziranega obdobja sprva nekoliko zvišal, nato pa znižal. Povišanje v letu 2021 je bila posledica enkratnega zvišanja denarnih sredstev na 44 tisoč oz. 33,4 % prihodkov od prodaje. Sicer pa so se denarna sredstva (z izjemo leta 2021) v povprečju gibala okrog 2,5% prihodkov od prodaje.

Največji delež v neto obratnem kapitalu družbe predstavljajo kratkoročne poslovne terjatve, sledijo pa kratkoročne poslovne obveznosti. Kratkoročne poslovne terjatve so se gibale dokaj visoko, v višini do 39,6 % prihodkov od prodaje (leto 2020), a so se tekom analiziranega obdobja relativno znižale na 21,3 % prihodkov od prodaje. Kratkoročne poslovne obveznosti so se prav tako zviševale in v letu 2021 predstavljale 21,4 % prihodkov od prodaje, nato pa so se znižale na 12,6 % prihodkov od prodaje v letu 2023.

Podjetje AČR do zadnjih dveh let preučevanega obdobja ni beležilo, na presečni datum vrednotenja pa so znašale 20 tisoč EUR oz. 12,1 % prihodkov od prodaje. PČR so sprva predstavljale 5 % prihodkov od prodaje, v kasnejših letih pa so postale zanemarljive. Vrednost zalog je bila ničelna.

Tabela 28: Analiza neto obratnega kapitala v obdobju od 31.12.2019 do 31.12.2023 (EUR)

Neto obratni kapital (EUR oz. %)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Zaloge	0	0	0	0	0
% prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kratk. poslovne terjatve	32.529	40.169	40.791	51.253	34.975
% prihodkov od prodaje	26,3%	39,6%	30,9%	31,3%	21,3%
AČR	0	0	0	991	19.804
% prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	12,1%
Kratkoročne poslovne obveznosti	18.681	19.524	28.266	19.402	20.666
% prihodkov od prodaje	15,1%	19,3%	21,4%	11,8%	12,6%
PČR	6.145	0	0	136	0
% prihodkov od prodaje	5,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Denarna sredstva	3.294	5.747	44.135	123	2.526
% prihodkov od prodaje	2,7%	5,7%	33,4%	0,1%	1,5%
Skupaj neto obratni kapital	10.997	28.392	58.660	32.829	36.739
% prihodkov od prodaje	8,9%	26,0%	42,9%	20,0%	22,4%
Skupaj neto obratni kapital brez denarja	7.703	20.645	12.525	32.706	34.213
% prihodkov od prodaje	6,2%	20,4%	9,5%	20,0%	20,9%

Vir: Finančni izkazi podjetja, lastni izračuni

4.7. Analiza dobičkonosnosti

Dobičkonosnost družbe se je v obdobju 2019-2023 sprva zniževala, dosegla dno v letu 2021, nato pa se povečala.

4.8. Prilagoditve finančnih izkazov

Nisem izvedel prilagoditve finančnih izkazov, saj na podlagi javno dostopnih podatkov, ne morem z gotovostjo trditi kateri prihodki in stroški so enkratne narave.

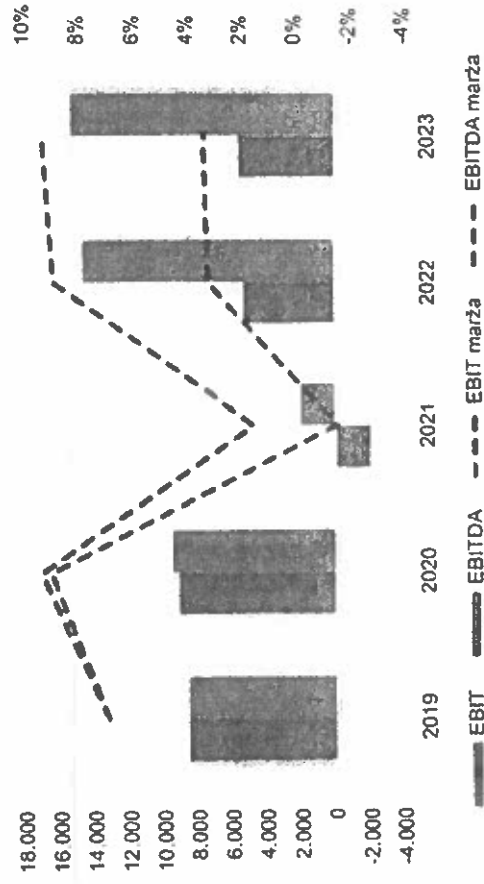
EBITDA in EBIT družbe sta bila najnižja v letu 2021, kar je posledica zaustavitve gospodarstva zaradi covid-19.

EBIT se je v analiziranem obdobju gibal med -2 tisoč EUR (leto 2021) in 9 tisoč EUR (leto 2020). EBIT marža se je v istem času gibal med -2 % in 9 %. EBIT marža je v povprečju znašala 4 %. V letu 2021 so poslovni odhodki presegli poslovne prihodke, zato je bil EBIT negativen. Vendar pa je v istem letu podjetje beležilo 85 tisoč EUR drugih prihodkov, zato ni poslovalo z izgubo (čisti dobiček poslovnega obdobja je znašal 69 tisoč EUR).

EBITDA družbe se je v analiziranem obdobju gibal med 2 tisoč (leto 2021) in 15 tisoč EUR (leto 2023). EBITDA marža se je v istem času gibal med 1,5 % in 9,3 %.

EBIT in EBITDA marži sta se sprva gibali vzporedno, z letom 2021 pa sta začeli odstopati ena od druge. V istem letu je podjetje namreč povečalo raven opredeljenih osnovnih sredstev. EBIT marža je v letu 2023 znašala 3 %, EBITDA marža pa 9,3 %.

Slika 21: Analiza dobičkonosnosti v obdobju od 2019 do 2023 (EUR in %)



Vir: Finančni izkazi podjetja lastni izračuni

5 UPORABLJENI NAČINI IN METODE OCENJEVANJA, PRIBITKI IN ODBITKI

5.1. Uporabljeni načini in metode ocenjevanja

5.1.1. Načini ocenjevanja vrednosti

Na splošni teoretični ravni je vrednost kapitala, vloženega v podjetje, definirana kot vsota pričakovanih prihodnjih koristi, ki pripadejo njegovemu lastniku, pri čemer je vrednost koristi diskontirana na sedanjo vrednost z ustreznim diskontno mero. Neposredna uporaba te definicije v praksi zahteva kvantificirane projekcije ustreznih koristi – donosov (ti so lahko bruto ali čisti dobiček, denarni tok, dividende ali kako drugače izraženi donosi) in določitev ustrezne diskontne mere, kar v pogojih negotovosti glede prihodnosti vedno ni mogoče. V praksi je zato nastala vrsta različnih načinov in metod ocenjevanja vrednosti podjetij. Ocenjevalci vrednosti podjetij običajno uporabljamo več različnih načinov, metod in postopkov ocenjevanja vrednosti, da bi na ta način čim bolj vsestransko podprli svoj dokončen cenitveni sklep.

Metode se na splošno uvrščajo v enega od naslednjih načinov:

- na donosu zasnovan način,
- način tržnih primerjav in
- na sredstvih temelječ način, ki pa sam po sebi (po MSOV) ni način ocenjevanja vrednosti podjetja, ker so vrednosti posameznih sredstev in obveznosti, preden so seštete, izpeljane z uporabo enega ali več glavnih načinov ocenjevanja vrednosti.

5.1.2. Uporabljeni načini in metode ocenjevanja

Oceno vrednosti sem skladno z dogovorom z naročnikom pripravil za:

- 100,0 % lastniški delež družbe BMA podjetje za proizvodnjo, trgovino in storitve d.o.o., Litija z vidika večinskega lastnika na omejeno tržljivo osnovi.

Pri odločanju o izboru načinov, metod in postopkov ocenjevanja vrednosti podjetja sem upošteval vse opisane načine in metode ocenjevanja vrednosti podjetja. Ob upoštevanju namena in predmeta ocenjevanja vrednosti ter izbrane

vrste vrednosti, sem kot najustreznejši pristop k ocenjevanju vrednosti izbral naslednji način, metodo oziroma postopek ocenjevanja vrednosti:

Prvi pristop k ocenjevanju 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 in predpostavko delujočega podjetja.

Pri ocenjevanju vrednosti predmeta vrednotenja sem privzel, da je na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti najbolj primeren način ocenjevanja vrednosti. Iz finančne analize preučevanega podjetja sem ugotovil, da podjetje ne kaže znakov nedelujočega podjetja, zato na sredstvih temelječega načina nisem uporabil. Neposredni konkurenti družbe ne kotirajo na borzi, zato sem izločil vrednotenje na načinu tržnih primerjav.

Metoda diskontiranega denarnega toka (za celotni kapital) je teoretično najbolj korektna metoda ocenjevanja vrednosti podjetij, 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. Tako lahko pri tem načinu oziroma metodi ocenjevanja vrednosti upoštevamo specifičnost makroekonomskega okolja, industrije v kateri posluje podjetje ter specifičnosti poslovanja samega podjetja predvsem z vidika možnosti prihodnje rasti poslovanja, potrebnih investicij, relativne stroškovne učinkovitosti poslovanja ter poslovnih in finančnih tveganj, katerim je izpostavljeno prihodnje poslovanje podjetja.

5.2. Uporabljeni pribitki in odbitki

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 (Praznik, 2004, str. 101).

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 izvajajo vsi drugi dejavniki, se lahko ob upoštevanju vidika obvladovanja in tržnosti lastniškega deleža opredelijo različne ravni vrednosti, ki analitiku dajo osnovno vrednost, na kateri nadalje temelji uporaba odbitka oziroma pribitka. Te osnovne štiri ravni vrednosti so sledeče (Praznik, 2004, str. 102):

1. raven: strateška ali sinergijska vrednost.
2. raven: vrednost za obvladujočega lastnika.
3. raven: vrednost za večinskega lastnika, katerega lastniški deleži/delnice se prosto prodajajo na aktivnem trgu kapitala in
4. raven: vrednost deleža za večinskega lastnika v lastniško zaprtem podjetju.

Razen prve, vse zgoraj našteje ravni vrednosti, veljajo za tržno vrednost ob predpostavki delujočega podjetja. Prva raven se nanaša na vrednost za naložbenika, ko si ta z nekaterimi posebnimi znanji in ukrepi zagotovi dodatne učinke sinergij in s tem tudi višjo vrednost od tiste, ki si jo lahko zagotovi hipotetični voljan naložbenik, kakor ga predvideva standard tržne vrednosti, četudi se pri tem predvideva njegov obvladujoči lastniški delež. Ta primer pokaže, da na raven vrednosti in s tem na osnovno vrednost med drugim vpliva tudi izbira standarda vrednosti.

V poročilu je končna vrednost podjetja definirana z vidika 100 % lastništva na omejeno tržnivo osnovi. V prilogi je prikazana uporaba pribitkov in odbitkov glede na način, metodo, vrsto lastništva in delež lastništva, ki se ocenjuje. V primeru ocenjevanja družbe, sem pri na donosu zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti izhajal iz napovedi denarnega toka, ki je na voljo večinskemu lastniku. Družba ne kotira na borzi, zato sem uporabil odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Odbitka za neobvladovanje nisem uporabil.

5.2.1. Prilagoditev za pomanjkanje tržljivosti

Tržljivost opredeljena kot zmožnost takojšnjega konvertiranja lastniškega deleža v denar z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in z veliko verjetnostjo, da bo denar od prodaje pridobljen v najkrajšem času

(Praznik, 2004, str. 107). Investitorji so praviloma bolj naklonjeni likvidnim (tržnim) lastniškim deležem oziroma delnicam, pred nelikvidnimi, zato ima lastniški delež v primeru pomanjkanja likvidnosti (tržnosti) manjšo vrednost. Višino odbitka za pomanjkanje tržnosti za preučevano podjetje sem določil na podlagi empiričnih študij s tega področja ter analize specifičnih dejavnikov preučevanega podjetja, ki vplivajo na stopnjo tržnosti lastniških deležev. V nadaljevanju predstavljene empirične študije in analiza dejavnikov, ki določajo stopnjo tržnosti lastniških deležev se uporabljajo predvsem pri določitvi odbitkov za pomanjkanje tržljivosti večinskega lastniškega deleža.

Dejavniki, ki vplivajo na stopnjo tržljivosti lastniških deležev

Dejanska višina odbitka za pomanjkanje tržljivosti je odvisna od dejavnikov, ki so specifični za vsako podjetje posebej ter za značilnosti vsakega lastniškega deleža posebej. Pri presoji o končni višini odbitka za tržljivost si lahko pomagamo z naslednjimi dejavniki (Shannon P. Pratt, Grabowski J. Roger):

- *Relativna velikost lastniškega deleža*: Striktno z vidika tržnosti lastniških deležev imajo večji svežnji delnic večje odbitke za tržljivost, ker je v primeru večjih svežnjev relativno manj potencialnih kupcev, hkrati pa je tovrstne transakcije težje financirati.
- *Lastniška struktura*: Z vidika tržljivosti, so družbe z manj lastniki bolj in lažje tržljive, kar pomeni, da je odbitek za tržljivost v takšnih primerih nižji.
- *Dostop in zanesljivost informacij*: Stopnja dostopnosti in zanesljivosti podatkov o preteklem, tekočem in prihodnjem poslovanju podjetja malim delničarjem, določa višino odbitka za tržljivost. Bolj ko so informacije o poslovanju podjetja dostopne in zanesljive, bolj takšnemu podjetju pripisujemo nižje odbitke za pomanjkanje tržljivosti.
- *Omejitve prenosa lastništva*: V primeru, da v podjetju obstajajo omejitve (statutarne) glede prenosa lastniških deležev, bo to vplivalo na pomanjkanje tržnosti ter s tem na večje odbitke za tržljivost.
- *Število potencialnih strateških investitorjev*: Število resnih potencialnih kupcev iz panoge povečuje potencialno tržno lastniških deležev, zato so v tem primeru odbitki za tržljivost nižji. Bolj kot število potencialnih kupcev je pomembna njihova pripravljenost oziroma resnost za nakup. Tako lahko

že en sam resen strateški potencialni kupec vpliva na precejšnje znižanje odbitka za tržljivost.

- Število *potencialnih finančnih investitorjev*: Število resnih potencialnih finančnih investitorjev (skladi, banke, ipd.) povečuje potencialno tržnost lastniških deležev, zato so v tem primeru odbitki za tržljivost nižji. Bolj kot število potencialnih kupcev je pomembna njihova pripravljenost oziroma resnost za nakup. Tako lahko že en sam resen potencialni kupec vpliva na precejšnje znižanje odbitka za tržljivost.
- *Razmere na posojilnem trgu*: Dobre razmere na posojilnih trgih (nizke obrestne mere) omogočajo veliko likvidnosti na trgu in spodbujajo prodajno nakup lastniških deležev. Tržljivost je tako v takih razmerah visoka.
- *Priprava podjetja na prodajo in transakcijski stroški*: V primeru, da gre za večje podjetje, s kompleksnejšo strukturo in veliko nepremičninami, potem so odbitki za pomanjkanje tržljivosti višji.

Prilagoditev za pomanjkanje tržljivosti

V obravnavanem primeru se ocenjuje večinski delež v podjetju. Upošteval sem dejavnike likvidnosti podjetja (izračun in obrazložitev sta razvidna v prilogi) in izračunal -7,3 % odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Ocenjujem, da je ocenjevani delež družbe na trgu manj zanimiv za morebitne kupce zaradi same velikosti deleža, zaradi velikosti ocenjevane družbe, dostopnosti informacij in nizkega pričakovanega izplačevanja dividend.

5.2.2. Prilagoditev za obvladovanje

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, 2008, str. 385). Trg priznava obvladujočemu lastništvu višjo vrednost kot ne obvladujočemu (manjšinskemu). Razlika med obema se imenuje premija za kontrolo. Raziskave pribitkov za obvladovanje na ameriškem trgu kapitala dajejo zaenkrat edine empirične podatke, ki so lahko merilo za opredelitev in kvantifikacijo pribitkov za obvladljivost. Običajno se izražajo v odstotku od vrednosti za manjšinskega lastnika. Pribitek za obvladovanje lahko analitik določi na podlagi podatkov iz številnih študij, zlasti v ZDA (Pratt, Natt, Lee, Mergerstat ...).

Na drugi strani pa Susan H. Glass upravičuje uporabo 0 % pribitka za obvladovanje, saj predpostavlja, da posloводства podjetij, podjetja že v sedanjosti dobro upravlja. Premija za obvladovanje je tako primerna le, če lahko kupec upravičeno pričakuje, da bo ož prideloval obvladovanja podjetja povečal prihodke ter zmanjšal stroške ali tveganja. Teorija MPAP (Market Participant Acquisition Premium) tako zagovarja, da bi zaradi težko merljivih možnosti za povečanje denarnih tokov podjetja, premija za obvladovanje biti enaka nič ali zelo majhna. Susan H. Glass zagovarja, da je premija za obvladovanje vprašljiva, saj se nanaša predvsem na sinergijske učinke med vlagateljem in podjetjem.

Prilagoditev za pomanjkanje obvladovanja

Pri metodi diskontiranih tokov sem izhajal z vidika 100 % lastnika na omejeno tržljivi osnovi. Ocenjevani lastniški delež zagotavlja družbeniku popolno obvladovanje, zato nisem izvedel prilagoditev za obvladovanje.

6 OCENJEVANJE PO METODI DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

6.1. Opredelevitev metode

6.1.1. Opredelevitev čistega denarnega toka

Donosnost podjetja na splošno velja za najpomembnejši dejavnik pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala. Donos predstavlja »prosti denarni tok«, ki je na voljo lastnikom po izločitvi tistega dela denarnega toka, ki ga je potrebno re-investirati v podjetje za nadaljevanje načrtovanega poslovanja in rasti podjetja. Prosti denarni tok je torej znesek, ki ga je moč razdeliti tistini, ki so podjetju zagotovili kapital, ne da bi škodovali načrtovanemu poslovanju ali rasti podjetja.

Obstaja več definicij denarnega toka. Za namen ocenjevanja vrednosti podjetja sem uporabil **čisti denarni tok celotnega kapitala**, ki je definiran kot:

- + Prilagojeni dobiček iz poslovanja
- + Amortizacija
- /+ Sprememba obratnega kapitala
- Naložbe v osnovna sredstva
- = Čisti denarni tok celotnega kapitala

Ker gre za čisti denarni tok celotnemu kapitalu v definiciji čistega denarnega toka ne nastopajo odhodki za obresti in sprememba zadolženosti. Prilagojeni dobiček iz poslovanja je definiran kot dobiček iz poslovanja, zmanjšan za obračunan davek od dobička pri čemer je osnova za obračun davka enaka dobičku iz poslovanja.

6.1.2. Sedanja vrednost

Osnovna formula za izračun sedanje vrednosti **prilagojenega čistega denarnega toka** v določenem časovnem obdobju je naslednja.

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

kjer je:
 PV = sedanja vrednost
 NDT_1 do n = čisti denarni tok v obdobju napovedi od 1 do n
 d = diskontna mera
 n = število let napovedi

6.1.3. Preostala vrednost

Projekcije čistega denarnega toka se izdelajo po letih za določeno časovno obdobje, običajno za 5 do 10 let od datuma ocenjevanja vrednosti. Čisti denarni tok po tem obdobju pa se zaradi časovne oddaljenosti zajame v enem samem znesku t.j. v obliki **preostale (rezidualne) vrednosti**, ki jo diskontiramo na sedanjo vrednost in pristejemo diskontiranim vrednostim letnih denarnih tokov. Formula za izračun **preostale vrednosti** ob predpostavki normaliziranega čistega denarnega toka po obdobju napovedi, ki raste po konstantni stopnji rasti g (Gordonov model) v teoretično neskončnost, je naslednja:

$$RV = \frac{NDT_b(1+g)}{d-g}$$

kjer je:
 RV = preostala vrednost
 NDT_b = normalizirani denarni tok na koncu obdobja napovedi
 d = diskontna mera
 g = povprečna letna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka

6.1.4. Vrednost lastniškega kapitala

Seštevek diskontirane vrednosti letnih prostih denarnih tokov v obdobju projekcije in diskontirane preostale vrednosti predstavlja **vrednost celotnega kapitala**. Da bi dobili vrednost lastniškega kapitala od ocenjene vrednosti celotnega kapitala odštejemo dejansko znesek dolga podjetja na datum ocenjevanja vrednosti ter pristejemo ocenjeno vrednost promocijskega toka iz neposredno prispevala k ustvarjanju načrtovanega denarnega toka iz poslovanja (dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe, poslovno nepopolne premoženje).

6.2. Napoved poslovanja in napoved denarnega toka temeljena s ključnimi predpostavkami

6.2.1. Izhodišča

Napoved denarnega toka je izdelana iz dveh delov, in sicer napovedi denarnega toka v eksplisitem časovnem obdobju in napovedi tako imenovanega normaliziranega denarnega toka, ki ga na podlagi Gordonovega modela rasti projiciramo v neskončnost. Obdobje napovedi eksplisitnega denarnega toka se nanaša na obdobje 2024-2028. Razlog za izbiro letinskega eksplisitnega obdobja napovedi denarnega toka je, da bo v tem obdobju podjetje normaliziralo poslovanje. Spremenljivke, ki predstavljajo podlago za napoved denarnega toka upoštevajo predpostavko večinskega lastnika, ki ima možnost vpliva na poslovanje. Zaradi tega je predpostavljeno, da bo lastnik zagotovil najgospodarnejšo uporabo sredstev podjetja.

Pri oceni tržne vrednosti 100,0 % lastniškega deleža podjetja sem izhajal iz naslednjih predpostavk:

Kot izhodišče pri izdelavi projekcij za obdobje eksplisitnega napovedovanja 2024-2028 sem upošteval rezultate makro analize, analize panoge, analize konkurentov in finančne analize podjetja. Z napovedmi poslovovalstva o bodočem poslovanju družbe v času priprave poročila nisem razpolagal.

- Napovedi poslovanja sem zasnoval na podlagi preteklega poslovanja družbe ob upoštevanju posameznih ugotovitev panožne analize. Ocenjujem, da ima panožna analiza pri sestavi napovedi poslovanja omejeno koristnost zaradi specifične poslovanja ocenjevane družbe.

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

- Predpostavka delujočega podjetja.

6.2.2. Povzetek glavnih predpostavk

Napoved poslovnih prihodkov

Ocenjevana družba se ukvarja z vezenjem in tiskanjem na oblačila ter z zastopstvom več kot 30 priznanih blagovnih znamk promocijskih oblačil (npr. Fruit of the Loom, Russel Collection, Kariban, Continental, Premier (In.), Končni izdelki poleg promocijskih oblačil vključujejo tudi delovna oblačila (delovne hlače, jakne, majice in odsevna oblačila).

Pri napovedih prihodkov sem upošteval predvsem preteklo poslovanje družbe, ugotovitve panožne ter makroekonomske analize.

Rast poslovnih prihodkov sem napovedal s stopnjo inflacije (povzeto po UMAP, pomladanski napovedi 2024) in 2 % dodatno rastjo tržnega deleža podjetja, saj je podjetje v preteklosti prikazovalo zmnožnost organske rasti (CAGR 2019-2023: 7,3 %). Vseeno pa sem pri napovedi nekoliko konservativen (CAGR 2024-2028: 4,4 %), saj upoštevam višjo konkurenčnost panoge. Konkurenčna podjetja so se namreč v primerjavi z ocenjevanim podjetjem s časom bolj prilagodila kupčevim zahtevam, povečala obseg ponujenih storitev in s tem postala naslov za tiskanje na najrazličnejše materiale (tekstil, steklo, embalaža, papir, poslovna darila, itd.). Napovedana povprečna letna rast prihodkov (4,5 %) se prav tako sovpada z zgodovinsko rastjo prodaje promocijskih izdelkov v ZDA (CAGR 2009-2019: 4,5 %). Podatke za Evropo nisem imel na voljo.

V skladu z omenjenimi predpostavkami poslovanja bo družba v obdobju napovedi na letni ravni ustvarjala med 172 tisoč EUR in 204 tisoč EUR poslovnih prihodkov. Napoved poslovnih prihodkov je predstavljena na spodnji sliki.

Slika 22: Napoved poslovnih prihodkov (v EUR)



Drugi poslovni prihodki so bili v preteklosti zanemarljive narave (0,8 % prodajnih prihodkov v letu 2020) in predpostavljam, da so bili enkratne narave. Druge poslovne prihodke sem tako v nadaljevanju napovedal v višini 0,0 % prodajnih prihodkov.

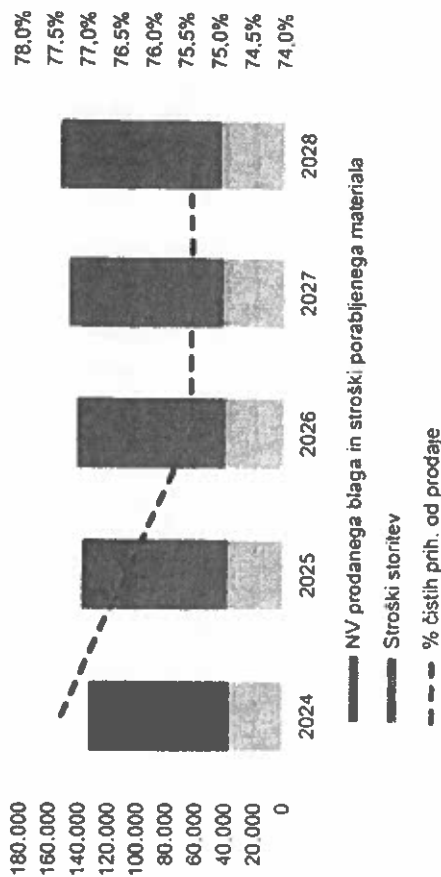
Napoved poslovnih odhodkov

Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala so se v preteklem obdobju gibali na ravni med 50,7 % in 58,8 % vrednosti poslovnih prihodkov, s povprečno vrednostjo 55 % prodajnih prihodkov, s tem so predstavljali najvišjo stroškovno postavko. Če izvajamo covid-19 efekt (2020, 2021), je njihova povprečna normalizirana vrednost znašala 56 % prihodkov od prodaje. V nadaljevanju ocenjujem, da bodo stroški sprva znašali 56 % prodajnih prihodkov, kar je torej primerljivo preteklemu poslovanju, nato pa se nekoliko znižali na 54 %. Znižanje utemeljujem s padcem stroškov v letu 2023 in nižjo ravnijo tovrstnih stroškov pri konkurenčnih podjetjih (povprečne mediane: 37,8 %).

Stroški storitev so se v preteklih letih gibali na ravni med 19,3% in 26,2 % vrednosti poslovnih prihodkov, s povprečnim nivojem 21,4 % prihodkov od

prodaje. Nivo stroškov storitev sem zato ocenil na povprečni ravni 21,4 % poslovnih prihodkov, kar je primerljivo preteklem obdobju, konkurenčnim podjetjem in poslovanju panoge (povprečne mediane konkurentov: 17 % prodajnih prihodkov, povprečje panoge: 19,2 %).

Slika 23: Napoved stroškov blaga in storitev (v EUR in %)



Napovedujem absolutno povečanje stroškov blaga, materiala in storitev, relativno pa so stroški primerljivi preteklemu poslovanju podjetja (76 % prihodkov od prodaje). Delež je nekoliko višji od povprečne mediane primerljivih podjetij (54,8 %).

Stroške dela sem napovedal na podlagi povprečnega števila zaposlenih in povprečnih stroškov dela na zaposlenega. Podjetje vodi 1 oseba, ki je hkrati tudi edina zaposlena oseba. Poslovni model je podjetju v preteklosti omogočal, da se število zaposlenih ni spreminjalo. V prihodnosti prav tako ne napovedujem pretirano večje rasti prihodkov glede na preteklo obdobje in s tem ne predvidevam zaposlitve novih oseb. Povprečen strošek dela na zaposlenega je napovedan ob upoštevanju napovedi inflacije in napovedi realne rasti stroškov plač v zasebnem sektorju (UMAR pomladanska napoved 2024). Povprečno rast stroškov dela sem napovedal glede na povprečno plačo na zaposlenega v letu

2023 Stroški dela se bodo v obdobju napovedi posledično povečevali, njihov nivo pa je ocenjen v povprečni višini 14,2 % poslovnih prihodkov. Delež stroškov bo primerljiv preteklem poslovanju, a pričakovano nižji od povprečja mediane konkurentov (32,6 %).

Tabela 29: Napoved stroškov blaga, materiala in storitev (EUR in %)

BMA d.o.o., Ljubljana	2024	2025	2026	2027	2028
Stroški blaga, materiala in storitev	napoved	napoved	napoved	napoved	napoved
	152.984	153.432	142.359	148.053	153.873
% čistih prih. od prodaje	77,4%	76,4%	75,4%	75,4%	75,4%
NV prodanega blaga in stroški porabljenega materiala	96.175	98.636	101.933	106.010	110.250
% čistih prih. od prodaje	56,0%	55,0%	54,0%	54,0%	54,0%
Stroški storitev	36.809	38.797	40.426	42.043	43.725
% čistih prih. od prodaje	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%
Stroški dela	23.642	25.790	27.596	28.148	28.711
% čistih prih. od prodaje	13,8%	14,2%	14,6%	14,3%	14,1%
povprečni stroški dela na zaposlenega	23.642	25.790	27.596	28.148	28.711
% spr. leto	10,4%	9,1%	7,0%	2,0%	2,0%
št. zaposlenih	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Vir: lastni izračuni in napovedi

Napoved stroškov amortizacije in investicij

Investicije sem napovedal glede na pretekle trende in značilnosti ocenjevane družbe. V preteklem obdobju je podjetje v povprečju beležilo zelo nizko raven investicij, izjema je bilo le leto 2021, ko je podjetje investiralo 45 tisoč EUR v opredmetena osnovna sredstva (37,5 % prihodkov od prodaje). V celoti je podjetje v preteklem obdobju investiralo v višini 53 tisoč EUR. V nadaljevanju napovedujem primerljivo raven investicij, v povprečju 11 tisoč EUR na leto oz. 6 % prihodkov od prodaje, kar je primerljivo tudi povprečju mediane konkurentov (6,7 %).

Stroški amortizacije so v preteklosti v povprečju znašali 4,9 % prihodkov od prodaje. V nadaljevanju sem stroške napovedal v skladu s preteklim deležem stroška amortizacije glede na raven opredmetenih in neopredmetenih osnovnih sredstev (28,2 %). Prihodnje stroške amortizacije napovedujem v 5,2 % deležu celotnih prihodkov od prodaje, kar je primerljivo preteklemu poslovanju podjetja in mediani konkurenčnih podjetij (5 %).

Tabela 30: Napoved amortizacije in investicij (EUR in %)

Amortizacija in investicije	2024	2025	2026	2027	2028
OOS in NDS	31.451	33.021	34.602	36.190	37.796
Rast OOS	4,9%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%
Amortizacija OOS in NDS	8.857	9.288	9.745	10.192	10.644
Amortizacija v % OOS in NDS	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%
Investicije skupaj	10.312	10.889	11.326	11.779	12.250
Neto investicije	1.455	1.570	1.581	1.587	1.606
Investicije v % prihodkov od prodaje	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Vir: lastni izračuni in napovedi

Prosti denarni tok podjetja lahko v večini primerov raste samo pod predpostavko, da so načrtovane investicije v opredmetena sredstva višja od amortizacije. Napovedal sem investicije v opredmetena osnovna sredstva po letu 2028 v neposredni povezavi z rastjo podjetja (2,0 %).

$$\text{Investicije} = \text{Am}(IPI) + \text{Am}(INF)$$

Kjer je:

- Am (IPI) – amortizacija iz projekcije izkaza poslovnega izida,
- Am (INF) – dodatna amortizacija zaradi inflacije,

$$\text{Am}(INF) = IC \cdot p$$

Kjer je:

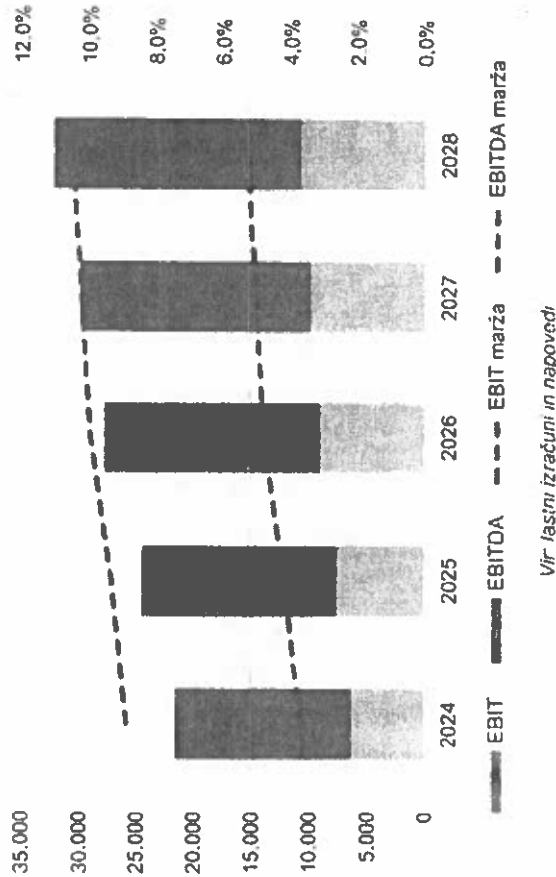
- IC – investiran kapital v podjetje (brez NOK),
- p – inflacija

Napoved dobičkonosnosti

Upoštevaajoč zgoraj navedena izhodišča glede napovedi prihodkov in stroškov, je napoved dobička iz poslovanja prikazana na spodnjih slikah in v prilogi.

Dobičkonosnost z vidika EBIT marže je ocenjena na ravni med 3,7 % in 5,3 %, dobičkonosnost z vidika EBITDA marže pa med 8,9 % in 10,5 %. Dobičkonosnost družbe bo na začetku napovedovalnega obdobja podobna povprečju zadnjih dveh let. Po tem letu bo z rastjo prihodkov rasla tudi dobičkonosnost, ki bo dolgoročno znašala 5,3 % (EBIT marža). EBITDA marža bo dolgoročno znašala 10,5 % kar je primerljivo preteklemu povprečju mediane konkurentov (10,14 %).

Slika 24: Napoved dobičkonosnosti v obdobju 2024-2028 (v EUR in %)



Napoved neto obratnega kapitala

Posamezno kategorijo obratnega kapitala sem napovedal glede na finančno analizo oziroma preteklo poslovanje podjetja in upošteval konkurenčno analizo.

Kratkoročne poslovne terjatve napovedujem v skladu s pričakovanim številom dni vezave terjatev. V preteklosti je bilo število dni vezave terjatev v povprečju 109 dni, vendar pri tem opažam padajoč trend. V letu 2023 je podjetje doseglo raven 78 dni vezave terjatev, kar v prihodnosti znižam na 68 dni ter podjetje približam povprečju mediane konkurenčnih družb (62 dni). Kratkoročne poslovne terjatve s tem ocenjujem na povprečnih 19,7 % prihodkov od prodaje, kar je skladno s primerljivimi podjetji (16,8 %).

Nivo zalog in kratkoročnih PČR je ocenjen na ravni 0,0 % prihodkov od prodaje. AČR so v letu 2023 znašale 20 tisoč EUR, kar bo imelo v letu 2024 pozitiven vpliv na prosti denarni tok celotnemu kapitalu. Gre za vnaprej plačane stroške, za katere sem predvidel, da se bodo v prihodnosti postopoma znižali in v letu 2028 tudi izničili.

Kratkoročne poslovne obveznosti napovedujem v skladu s pričakovanim številom dni vezave poslovnih obveznosti. V preteklosti je podjetje v povprečju beležilo 61 dni vezave poslovnih obveznosti, kar projiciram tudi na obdobje napovedi, saj gre za ustaljeno družbo, z dogovorjenimi roki dobave. Glede na konkurente, podjetje dosega nižje število dni vezave poslovnih obveznosti (povprečje mediane konkurentov: 72 dni). Posledično kratkoročne poslovne obveznosti napovedujem v povprečni višini 12,8 % prihodkov od prodaje (13,2 % povprečje preteklega obdobja).

Izven let zaznamovanih s covid-19, družba prikazuje nivo denarnih sredstev v povprečni višini 1,4 % prihodkov od prodaje oz. 4 tisoč EUR. Ocenil sem, da zadosten nivo denarnih sredstev predstavlja vsaj višino, ki pokrije stroške blaga, materiala, storitev in dela za 2 tedna, kar predstavlja 1,9 % prihodkov od prodaje. Konkurenčna podjetja prikazujejo precej višji delež denarnih sredstev (povprečje mediane 8,9 % prihodkov od prodaje), vendar na podlagi preteklih rezultatov ocenjujem, da poslovni model družbi omogoča nižji nivo denarnih sredstev.

Nivo neto obratnega kapitala družbe je ocenjen na povprečni ravni 8,8 % prihodkov od prodaje, kar je nižje glede na pretekle trende in se bo znižal na račun nižje vrednosti kratkoročnih poslovnih terjatev in AČR. Neto obratni kapital brez denarja bo v povprečju predstavljal 11,3 % prodajnih prihodkov, kar je primerljivo mediani konkurenčnih podjetij (9,7 %). Napoved neto obratnega kapitala je predstavljena v spodnji tabeli.

Tabela 31: Napoved neto obratnega kapitala (EUR in %)

OBRATNI KAPITAL	2024	2025	2026	2027	2028
Zaloge	0	0	0	0	0
% prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kratk. poslovne terjatve	35.788	36.727	37.236	37.649	38.037
% prihodkov od prodaje	20,8%	20,3%	19,7%	19,2%	18,6%
AČR	15.804	11.904	7.904	3.904	0
% prihodkov od prodaje	9,3%	6,6%	4,2%	2,0%	0,0%
Kratoročne poslovne obveznosti	22.368	23.284	23.944	24.902	25.898
% prihodkov od prodaje	13,0%	12,9%	12,7%	12,7%	12,7%
PČR	0	0	0	0	0
% prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Denarna sredstva	3.263	3.421	3.541	3.671	3.806
% prihodkov od prodaje	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Neto obratni kapital (z denarjem)	32.587	28.769	24.736	20.322	15.944
% čistih prih. od prodaje	19,0%	15,9%	13,1%	10,4%	7,8%
Neto obratni kapital (brez denarja)	29.324	25.347	21.195	16.651	12.138
% čistih prih. od prodaje	17,1%	14,0%	11,2%	8,5%	5,9%

Vir: lastni izračuni in napovedi

6.2.3. Izračun diskontne stopnje (WACC)

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. Izračunamo ga s pomočjo naslednje enačbe:

$R = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta + \text{pribitek za deželno tveganje} + \text{pribitek za posebna tveganja}$

Pri čemer je:

R = zahtevana stopnje donosa (strošek lastniškega kapitala)
 r_f = mera donosa netvegane vrednostnega papirja na dan ocenjevanja vrednosti
 r_m = zahtevana mera donosa tržnega portfelja
 β = beta, mera posebnega tveganja

Postopek izračuna poteka po naslednjem zaporedju:

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

Netvegana mera donosa

Za referenčno obrestno mero sem upošteval donosnost dolgoročne (10-letne) nemške obveznice, ki je na datum ocenjevanja vrednosti 31.12.2023, znašala 2,03 %. Razlog za izbor dolgoročne nemške obveznice za referenčno netvegano obrestno mero je, da dolgoročna obveznica ustreza dolgoročnejšemu značaju naložb v lastniški kapital in da so obrestne mere dolgoročnih obveznic podvržene manjšim nihanjem kot obrestne mere kratkoročnih vrednostnih papirjev. Pri izračunu rezidualne vrednosti sem uporabil dolgoročno netvegano mero donosnosti v višini 2,0 %, ki po mojem mnenju ustrežneje odraža nominalno donosnost netvegane naložbe skozi daljše časovno obdobje.

Koeficient beta

Za izračun koeficienta beta brez zadolženosti (*ang. unlevered beta*) sem izbral beto brez zadolženosti panoge Apparel v Evropi (Damodaran, januar 2024). Beta brez zadolženosti znaša 0,91. Izbrano beto brez zadolženosti sem prilagodil za delež dolga v strukturi kapitala v panoge, in sicer v višini 12,4 %.

$$\beta_l = \beta_u [1 + (1 - t)(W_d / W_u)]$$

Kjer je:

β_l = beta, ki jo iščemo za naš namen
 β_u = beta brez zadolženosti (*unlevered beta*) za izbrana podjetja (0,91)
 t = efektivna davčna stopnja (19,0 %)
 W_d = odstotek neto dolga v sestavi celotnega kapitala (12,4 %)
 W_u = odstotek lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala (87,6 %).

Z opisanimi izračuni dobimo beto z zadolženostjo (*levered beta*) za ocenjevano podjetje v višini 1,01.

Pribitek za kapitalno tveganje

Pribitek je dinamična kategorija in je cikličnega značaja, odvisno od gibanja znotraj gospodarskega cikla. V normalnih razmerah in v fazi gospodarske rasti je običajen pribitek za pričakovano kapitalno tveganje med okoli 3,5 % in 6 %, v fazi recesije pa je pribitek bliže gornji meji razpona. Zaradi rezultata makroekonomske analize v Evropi sem upošteval 5,0 % pribitek za kapitalno tveganje (KPMG, Q4 2023).

Prilagoditev diskontne mere za deželne specifične dejavnike

Dodatna premija za deželno tveganje je upoštevana v višini 1,75 %, ki odraža trenutno deželno tveganje za kapitalne naložbe za Slovenijo (Damodaran, januar 2024). Dodatna premija za deželno tveganje je po obdobju napovedi upoštevana v višini 1,29 % in se sklicuje na deželno tveganje na trgih Zahodne Evrope (Damodaran, januar 2024). Predpostavljamo, da bo premija za deželno tveganje Slovenije, dolgoročno konvergirala k omenjeni vrednosti

Dodatni elementi tveganja

Upošteval sem tudi dodatno premijo za majhnost družbe, saj ocenjevano podjetje v primerjavi s tujimi družbami, katerih delnice kotirajo na organiziranih trgih, spada v kategorijo mikro-cap družb. 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. Dodaten prihodek za majhnost sem uporabil v višini 4,83 % (CRSP Deciles Study 31.12.2016, Micro Cap 10, Decil). Enak prihodek sem uporabil tudi za izračun dolgoročne zahtevane stopnje donosa.

Dodatno specifično tveganje v višini 3,0 % se nanaša na odvisnost družbe od trenutnega vodstva in hkrati edine zaposlene osebe.

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala

Na ta način sem določil nominalno zahtevano mero donosa (diskontno mero) podjetja v višini 16,7 % v letih 2024 do 2028, ter dolgoročno nominalno zahtevano stopnjo podjetja v višini 16,2 %.

Strošek dolgovanegega kapitala

Za potrebe izračuna stroška dolžniškega kapitala ocenjevane družbe sem izhajal iz stroškov dolžniškega kapitala na podlagi obrestnih mer Banke Slovenije in na podlagi lastnih izračunov oziroma zadolženosti ocenjevane družbe. V obdobju eksplicitnega napovedovanja sem uporabil strošek dolga dolgovanega kapitala v višini 6,0 %. Po tem obdobju sem predvidel, da bo strošek dolga znašal 5,0 %.

Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)

Na podlagi zgornjih predpostavk znaša tehtano povprečje stroškov kapitala podjetja med 15,2 % v letih 2024 do 2028.

Pri izračunu dolgoročnega WACC, ki sem ga uporabil za diskontiranje rezidualne vrednosti, sem upošteval netvegano stopnjo donosa v višini 2,0 %.

nižji strošek dolga pred obdavčitvijo ter nižjo premijo za deželno prilagoditev. Dolgoročni WACC sem tako ocenil v višini 14,7 %.

Tabela 32: Izračun diskontne stopnje WACC

	2024	2025	2026	2027	2028	LT	
Izračun koeficienta beta							
Beta brez zadolženosti	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	Damodaran Online, jan 2024, Evropa, Apparel
% dolga	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	Optimalna struktura dolga (povprečje panoge)
% lastniškega kapitala	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	100% - % dolga
Davčna stopnja - Podjetje	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	19,0%	Efektivna davčna stopnja Podjetje, napoved podjetja
Beta z zadolženostjo - Podjetje	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	
Ocena zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala							
Podjetja po modelu CAPM	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,00%	Nom. donos do dospelja 10-letne nemške drž. obv. na dan 31.12.2023
Netvegana stopnja donosa	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	Izračun
Beta z zadolženostjo - Podjetje	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	KPMG, ERP Q4 2023
Kapitalski pribitek za tveganje	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,29%	Glede na strukturo prihodkov (Damodaran Online, januar 2024), dolgoročno Z. Evropa
Deželne prilagoditve	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%	Sirtus, CRSP Declines Study 31.12.2022
Pribitek za tveganje mednjega podjetja	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	Odkvisnost družbe od trenutnega vodstva, ki je hkrati edina zaposlena oseba
Dodatna specifična tveganja	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,2%	
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala							
Izračun povprečnega tehtanega stroška kapitala							
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,2%	Izračun po modelu CAPM
Strošek dolga pred obdavčitvijo	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	Bilten Banke Slovenije, lastni izračuni
% dolga	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	Delež dolga v strukturi kapitala (podjetje)
% lastniškega kapitala po tržni vrednosti	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	87,6%	100% - % dolga
Davčna stopnja - Podjetje	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	19,0%	Efektivna davčna stopnja
Povprečni tehtani strošek kapitala	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	14,7%	

Vir: lastni izračuni; Damodaran Online; Bilten Banke Slovenije; CRSP Declines Study in ostalo

6.2.4. Ocena vrednosti

Na podlagi zgoraj navedenih analiz, sklepov in predpostavk poslovanja in investiranja podjetja sem izdelal napoved čistega denarnega toka. To upoštevajoč sem napoved čistega denarnega toka, ki je razpoložljiv za delitev lastnikom in dolžniškim investitorjem, opredelil v okviru dobička iz poslovanja, povečanega za amortizacijo in zmanjšane za potrebe investiranja v obratni kapital in v osnovna sredstva. Oceno vrednosti podjetja sem pripravil z vidika večinskega lastnika na omejeno tržljivi osnovi. Izhajal sem iz ocene vrednosti celotnega kapitala na podlagi prikazanih izhodišč poslovanja podjetja in ocenjenega tehtanega povprečja stroškov kapitala. Pri izračunu sedanje vrednosti sem uporabil diskontiranje v sredini leta, kjer sem predpostavil, da je denarni tok razpoložljiv lastnikom tekom celotnega leta. Formula za izračun sedanje vrednosti z diskontiranjem v sredini leta je naslednja:

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)^{0.5}} + \frac{NDT_2}{(1+d)^{1.5}} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^{n-0.5}} + \frac{NDT_n \cdot (1+g)}{d-d \cdot (1+d)^{n-0.5}}$$

Pri diskontiranju denarnih tokov sem uporabil predpostavko 'mid-year convention'. Ker ocenjujem vrednost podjetja na dan 31.12.2023, sem prvi denarni tok predpostavil na sredini leta 2024, zato časovni faktor za prvi denarni tok znaša 0,5. Naslednji denarni tok je predviden na sredini naslednjega leta, zato časovni faktor za ta denarni tok znaša 1,5 (in za kasnejše denarne tokove +1, +2, itd.). Tako sem na podlagi formule in prilagoditve časovnega faktorja izračunal sedanjo vrednost denarnih tokov v obdobju natančnih napovedi ter rezidualno vrednost.

Tabela 33: Projekcija denarnih tokov – metoda FCF.F (v EUR)

	2024	2025	2026	2027	2028	Normaliziran
doseženo	doseženo	napoved	napoved	napoved	napoved	napoved
Čisti prihodki od prodaje (ČPP)	163.806	164.159	171.874	181.156	188.764	204.167
EBITDA	14.585	15.257	15.249	16.933	18.809	21.481
Prilagojen dobiček iz poslovanja (EBIT)	6.286	6.577	6.392	7.634	9.065	10.837
efekt na davčna stopnja	18,3%	9,6%	18,0%	19,0%	19,0%	19,0%
PRILAGOJENI POSL. IZID IZ POSLOVANJA po davkih (NOPAT)	4.328	3.598	4.986	5.955	7.070	8.453
Amortizacija	9.305	9.740	8.857	9.289	9.745	10.644
Investicije v opredm. OS in neopredmetena DS	2.837	726	10.312	10.869	11.326	12.250
Investicije v obratni kapital	(23.831)	3.910	-4.152	-3.818	-4.033	-4.378
Prosti denarni tok celotnemu kapitalu	1.491	6.703	7.682	8.203	9.522	11.225
Časovni faktor (mid-year convention)	-	-	0,50	1,50	2,50	3,50
Diskontna stopnja	-	-	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Diskontni faktor	-	-	0,93	0,81	0,70	0,61
SV prostega denarnega toka celotnemu kapitalu	-	-	7.159	6.636	6.689	6.444
Vir: lastni izračuni in napovedi	-	-	-	-	-	-

Napoved preostale vrednosti

Oceno preostale vrednosti sem izračunal na podlagi Gordonovega enostopenjskega modela neskončne rasti ob navedeni letni stopnji rasti ter ob upoštevanju normaliziranega denarnega toka v zadnjem letu napovedi in zahtevani stopnji donosa.

$$\text{Rezidualna vrednost} = \frac{(\text{normaliziran } DT \cdot (1 + \text{nominalna stopnja rasti}))}{(\text{dolgoročna diskontna stopnja} - \text{nom. stopnja rasti})}$$

Preostala vrednost predstavlja vrednost pričakovanega denarnega toka po diskretnem obdobju napovedi, v primeru tega vrednotenja po letu 2028. Ta vrednost se lahko opredeli s pomočjo različnih metod in formul, temelječ na poenostavljenih predpostavkah nadaljnjih razvojnih možnosti podjetja. Na tej predpostavki sem opredelil preostalo vrednost na normaliziranem čistem denarnem toku, kot ga bo podjetje doseglo v zadnjem letu napovedi, to je v letu 2028.

Upoštevaljoč analizo makroekonomskih in mikroekonomskih pogojev sem izhajal iz predpostavke, da bo družba lahko povečevala normaliziran čisti nominalni denarni tok po letu 2028 po letni stopnji rasti 2,0 % kar je enako nivoju pričakovane inflacije.

Tabela 34: Izračun rezidualne vrednosti

Izračun REZIDUALNE vrednosti	
stopnja rasti (nominalno)	2,0%
normaliziran denarni tok	7.716
LT WACC	14,7%
Rezidualna vrednost	52855
Diskontni faktor	0,53
SV rezidualne vrednosti	28055

Vir: lastni izračuni

Ocena vrednosti

Ocenjena vrednost celotnega kapitala iz poslovanja po metodi diskontiranih denarnih tokov znaša 66 tisoč EUR.

Od te vrednosti sem odštel kratkoročne in dolgoročne poslovne obveznosti v skupni višini 8 tisoč EUR, ki sem jih upošteval kot finančni dolg.

Vrednosti sem prištel dolgoročne poslovne terjatve v višini 70 tisoč EUR, ki sem jih prav tako upošteval kot finančni dolg, ki ga je ocenjevana družba posodila drugi družbi. Pri tem izpostavljam, da sem privzel predpostavko, da so te terjatve v celoti izterljive.

Izvedel sem prilagoditev za netržnost v višini -7,3 %.

Tabela 35: Ocena vrednosti na podlagi metode diskontiranih denarnih tokov (EUR)

Ocenjena vrednost	v EUR
SV PDT v obdobju	32.872
SV rezidualne vrednosti	32.855
Ocenjena vrednost CELOTNEGA kapitala iz poslovanja	65.727
kratkoročne finančne obveznosti	2.200
dolgoročne finančne obveznosti	5.618
dolgoročne poslovne terjatve	70.050
Ocen. vr. 100% LASTNIŠKEGA kapitala pred pribitki/odbitki	127.959
prilagoditev za obvladovanje (brez presežnih sredstev)	0,0%
prilagoditev za netržnost	-7,3%
Ocen. vr. 100% LASTNIŠKEGA kapitala po pribitkih/odbitkih	118.617
Ocenjevan delež	100,0%
Ocen. vr. 100 % LASTNIŠKEGA kapitala po pribitkih/odbitkih	118.617

Vir: lastni izračuni

Na podlagi v poročilu predstavljenih predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti, z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov, ocenjujem vrednost 100,0 % deleža lastniškega kapitala družbe BMA podjetje za proizvodnjo, trgovino in storitve d.o.o., Litiija, z vidika večinskega lastnika na omejeno tržjivi osnovi, na dan 31.12.2023 na 119 tisoč EUR.

7 SKLEPNE UGOTOVITVE

Predstavitev rezultatov

Ob upoštevanju namena in predmeta ocenjevanja vrednosti ter izbrane vrste vrednosti, sem kot najustreznejši pristop k ocenjevanju vrednosti izbral naslednje načine, metode oziroma postopke ocenjevanja vrednosti:

Pristop k ocenjevanju vrednosti:

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

Pri določanju ocene vrednosti lastniškega kapitala družbe sem uporabil na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti. Le-ta vsebuje vse elemente pričakovanj in tveganj, ki so značilni za ocenjevano podjetje in so ključni dejavniki določanja vrednosti lastniškega kapitala družbe. Glavna pomanjkljivost te metode je negotovost glede napovedi bodočega poslovanja in element subjektivnosti pri izdelavi napovedi.

Na podlagi analize občutljivosti in v poročilu predstavljenih predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti, z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov, ocenjujem vrednost 100,0 % deleža lastniškega kapitala družbe BMA podjetje za proizvodnjo, trgovino in storitve d.o.o., Litijska, z vidika večinskega lastnika na omejeno tržljivo osnovi, na dan 31.12.2023 na 119 tisoč EUR. Ocenjeni razpon vrednosti znaša od 116 tisoč EUR do 125 tisoč EUR.

Rezultate ocenjevanja vrednosti je potrebno brati skupaj s predpostavkami in omejitvami, predstavljenimi v poročilu.

Matija Filipič,

Sodni izvedenec za ekonomijo, podpodročje rednoten podjetij

Podpis:



8 IZJAVA IZVEDENCA

Matija Filipič, sodni izvedenec za ekonomijo, podpodročje vrednotenje podjetij in podpisnik tega poročila, pri najboljšem poznavanju in prepričanju izjavljam, da:

- imam kot ocenjevalec vrednosti podjetij potrebno znanje in izkušnje za izvedbo projekta ocene vrednosti lastniškega kapitala družbe;
- je ocenjevanje vrednosti izvedeno objektivno in nepristransko;
- da sem o predmetu ocenjevanja pridobil vse informacije, ki bistveno vplivajo na ocenjeno vrednost;
- so informacije in podatki preverjeni v skladu z možnostmi in prikazani v dobri veri, pri čemer verjamem in zaupam v njihovo točnost;
- so prikazane analize, mnenja in sklepi omejeni samo s predpostavkami in omejitvenimi pogoji, navedenimi v tem poročilu;
- nimam sedanjih in prihodnjih interesov glede družbe, ki je predmet tega poročila in nimam osebnih interesov ali pristranskosti glede fizičnih in pravnih oseb, ki jih ocena vrednosti zadeva;
- nisem sam oziroma z mano povezane osebe v obdobju zadnjih treh let opravljal storitve ali transakcije s sredstvi oz. premoženjem, ki so predmet te ocene vrednosti;
- plačilo za storitve v zvezi z oceno vrednosti 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;

- mi pri izdelovanju analiz in ocenjevanju vrednosti nihče ni dal pomembne strokovne pomoči;

Matija Filipič,

Sodni izvedenec za ekonomijo, podpodročje vrednotenje podjetij

Podpis:



KONTAKT

MATIJA FILIPLIČ, CFA

Sodni izvedenec za ekonomijo, podpodročje vrednotenje podjetij

G: + 386 (0)31 340 650

E: matija@naisignifica.com

9 PRILOGE

Priloga 1: Bilanca stanja podjetja za obdobje od 31.12.2019 do 31.12.2023 (v EUR)

BMA d.o.o., Litiija	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
	nerevidirano	nerevidirano	nerevidirano	nerevidirano	nerevidirano
SREDSTVA	72.824	73.416	164.704	155.876	157.451
A. DOLGOROČNA SREDSTVA	37.000	27.500	79.778	103.510	100.046
II. Opremenjena osnovna sredstva	0	0	45.478	39.010	29.986
V. Dolgoročne poslovne terjatve	37.000	27.500	34.300	64.500	70.050
B. KRATKOROČNA SREDSTVA	35.824	45.916	84.927	51.375	37.501
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	32.529	40.169	40.791	51.253	34.975
V. Denar in sredstva na banki	3.294	5.747	44.135	123	2.526
C. KRATKOROČNE ACR	0	0	0	991	19.904
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	72.824	73.416	164.704	155.876	157.451
A. KAPITAL	47.998	53.891	123.181	126.875	128.967
I. Vpoklicani kapital	8.763	8.763	8.763	8.763	8.763
VI. Preneseni čisti dobiček	34.300	39.235	45.128	114.417	117.912
VII. Čisti dobiček poslovnega leta	4.935	5.893	69.289	3.494	2.282
B. REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PCR	0	0	0	0	0
C. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	0	0	13.258	9.663	5.618
I. Dolgoročne finančne obveznosti	0	0	13.258	9.663	5.618
Č. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	18.826	19.524	28.266	19.402	22.866
II. Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	2.200
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	18.826	19.524	28.266	19.402	20.666
D. KRATKOROČNE PCR	6.145	0	0	136	0

Priloga 2: Izkaz poslovnega izida podjetja za obdobje od 2019 do 2023 (EUR)

EMA d.o.o., Ljubljana	2019	2020	2021	2022	2023
	nerevidirano	nerevidirano	nerevidirano	nerevidirano	nerevidirano
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	123.649	101.376	132.108	163.906	164.159
DRUGI POSLOVNI PRIHODKI	0	782	0	0	0
Kazmatični donos iz poslovanja	123.649	102.169	132.108	163.906	164.159
POSLOVNI ODHODKI	115.053	93.033	134.113	158.628	158.842
Stroški blaga, materiala in storitev	98.618	68.655	104.960	128.053	126.282
Nabavna vrednost prodanega blaga in stroški materiala	72.118	48.946	77.612	96.412	83.266
1. Nabavna vr. prod. blaga in mat.	n.p.	0	n.p.	n.p.	n.p.
2. Stroški porabljenega materiala	n.p.	48.946	n.p.	n.p.	n.p.
3. Stroški storitev	26.500	19.709	27.347	31.641	43.015
Stroški dela	14.697	17.340	20.614	21.202	21.414
Odpisi vrednosti	0	6.926	8.254	9.371	10.947
Amortizacija	0	373	4.048	9.305	9.740
Previdn. posl. odh. pri obratnih sredstvih	0	6.552	4.206	66	1.206
Drugi poslovni odhodki	1738	112	285	0	0
DOBIČEK IZ POSLOVANJA (EBIT)	8.596	9.136	-2.004	5.280	5.517
Finančni prihodki	0	0	97	3	0
Finančni odhodki	137	295	590	923	1.005
Drugi prihodki	21	26	85.057	99	10
Drugi odhodki	2677	2.029	172	196	320
Celotni poslovni izid	5.804	6.837	82.386	4.263	3.513
Skupaj davki	869	844	13.097	769	1.221
Davek iz dobička	869	944	0	769	1.221
Odloženi davki	0	0	13.097	0	0
ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA OBDOBJA	4.935	5.893	69.289	3.494	2.292

Priloga 3: Projekcija izkaza poslovnega izida za obdobje 2024-2028

BMA d.o.o., Litija	2024	2025	2026	2027	2028
	napoved	napoved	napoved	napoved	napoved
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	171.874	181.156	188.764	196.315	204.167
Drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0
Stroški blaga, materiala in storitev	132.984	138.432	142.359	148.053	153.975
Nabavna vr. prod. blaga in mat. in str. mat.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Stroški porabljenega materiala	98.175	99.638	101.933	106.010	110.250
Stroški storitev	36.809	38.797	40.426	42.043	43.725
Stroški dela	23.842	25.790	27.596	28.148	28.711
Odpisi vrednosti	8.857	9.299	9.745	10.192	10.644
Amortizacija	8.857	9.299	9.745	10.192	10.644
Prevredn. posl. odh. pri NS in OOS	0	0	0	0	0
Prevredn. posl. odh. pri obratnih sredstvih	0	0	0	0	0
Drugi poslovni odhodki	0	0	0	0	0
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	6.392	7.634	9.085	9.922	10.837
EBIT	8.392	7.634	9.065	9.922	10.837
EBITDA	15.249	16.933	18.809	20.114	21.481

