

(nadaljevanje)

## Pregled primerljivih podjetij po petih kriterijih (2019)

Matična št.	Naziv podjetja	Sredstva	Kapital	Čisti prihodki	Čisti posl. izid	Povpr. štev. zap.
5686229	AKUPROM storitve d.o.o.	176.944	67.133	621.318	12.700	3,73
6045901	AKVAKUL, trgovina in storitve d.o.o.	271.143	111.905	833.038	14.399	14,46
6548954	ALROSA EKO, proizvodno, trgovsko in storitveno podjetje d.o.o.	224.092	50.355	534.891	18.589	5,06
5480809	CENTROS storitveno podjetje d.o.o. Senovo	207.606	96.390	831.284	23.856	4,9
7106653	CK INSTALACIJE, instalacije in inženiring d.o.o.	307.410	81.773	1.184.734	15.743	29,14
6741479	COSSMOS AG inštalacije medicinske tehnike d.o.o.	494.955	111.161	578.891	55.530	5,44
2197405	DE FERRER, optika, gradbeništvo, posredništvo, trgovina, najem in druge storitve d.o.o.	220.451	58.130	632.462	17.253	15,31
3598870	DELTA VOD - inženiring, trgovina, storitve, d.o.o.	355.640	69.756	519.349	2.771	3,95
8281807	DRAL, INSTALACIJE, strojne in elektro instalacije, d.o.o.	151.143	79.228	943.064	68.564	21,79
7125046	DULC ROFLEKS proizvodnja in storitve d.o.o.	266.952	102.688	713.182	14.541	6,72
3979792	FNE, storitveno podjetje, d.o.o.	164.760	54.243	447.378	20.141	7,13
3489671	Gantar inštalacije d.o.o.	237.344	86.685	440.777	11.372	4
6131999	GEN KLIMA, energetika in klimatizacija, d.o.o.	303.999	101.924	516.182	6.877	1,08
8268240	GOLDING-BLISK, inštalacijske, gradbene in druge storitve, d.o.o.	329.430	131.007	584.188	20.496	6,13
6534198	H2O INSTAL, Inštaliranje vodovodnih, plinskih in ogrevalnih napeljav in naprav, d.o.o.	182.610	98.132	419.217	39.420	2,95
6178022	HVAC MONTAŽA, instalacije, gradbeništvo, trgovina, posredništvo, gostinstvo in inženiring, d.o.o.	261.583	93.049	827.274	5.112	8,68
6187269	IGC PROJEKT, instalacije, inženiring in trgovina d.o.o.	281.301	131.209	585.614	34.481	6,08
3872220	IMP ENERGETIKA, celovite energetske rešitve, d.o.o.	360.620	117.861	930.490	2.232	7,26
8302014	INSTALACIJE ABRAM, strojne in elektro instalacije d.o.o.	276.009	132.271	792.612	105.905	4,98
5832012	INŠTALACIJE GRUM, storitve in zastopništvo d.o.o.	178.256	74.729	640.463	11.105	5,82

(nadaljevanje)

6594514	<u>J-B ZAVERNIK, vodovod, ogrevanje, gradbeništvo d.o.o.</u>	286.606	120.770	1.087.874	40.844	23,8
1561669	<u>KEK d.o.o. montaža strojnih instalacij, svetovanje in inženiring</u>	288.443	127.934	446.745	25.882	4,06
3520323	<u>KLIMKO INŠTALACIJE, posredovanje in storitve, d.o.o.</u>	423.941	146.749	1.058.088	32.675	11,88
3417646	<u>KND, trgovina, posredništvo in inštalacije, d.o.o.</u>	279.828	137.031	594.114	19.854	8,16
5621631	<u>KNUT podjetje za proizvodnjo, inženiring, trgovino in storitve, d.o.o.</u>	399.986	100.997	1.209.143	25.427	5,21
2143674	<u>KOCMAN INŽENIRING, inštalacije, d.o.o.</u>	186.474	137.033	614.412	13.940	3,44
8035008	<u>KRAŠČEK, strojne inštalacije, d.o.o.</u>	260.863	108.390	512.927	10.306	2,49
5601053	<u>LARINES inženiring, montaža, trgovina in storitve d.o.o.</u>	401.892	148.908	538.476	59.162	10
3927300	<u>LORBER, strojne inštalacije, trgovina in posredništvo, d.o.o.</u>	414.352	80.330	634.924	12.082	3,34
6813321	<u>MD DOLINAR, strojne inštalacije, d.o.o.</u>	306.900	84.341	716.335	12.138	8,57
3378209	<u>MONTAŽA VRBNJAK d.o.o.</u>	167.300	110.308	461.145	18.051	6,9
5779669	<u>RAJBI inštalacije d.o.o.</u>	375.414	85.937	527.680	8.046	8,22
6343775	<u>SIHMONT, montaža cevovodov, d.o.o.</u>	161.181	124.022	721.690	6.475	18,22
2168766	<u>SITRON, strojne inštalacije, d.o.o., Grosuplje</u>	187.940	148.330	460.434	34.666	3,25
5518571	<u>ŠKRATEK, storitveno trgovsko podjetje, d.o.o.</u>	210.416	57.629	542.999	11.818	7,5
6367615	<u>THL TERMO, strojne inštalacije in varjenje, d.o.o.</u>	497.982	72.538	471.140	10.298	2,82
2033631	<u>TRGOVINA CEV MONTAŽA podjetje za trgovino in storitve d.o.o.</u>	252.655	108.116	473.986	2.600	4,28
5909228	<u>VOLAVŠEK, Trgovina in montaža vodovodne inštalacije d.o.o.</u>	190.718	101.620	854.706	1.739	5
8032432	<u>ZPM, svetovanje in gradbeništvo, d.o.o.</u>	182.440	85.140	888.049	45.507	15,52

(nadaljevanje)

## Metodologija in način ocenjevanja vrednosti

### Teorija ocenjevanja vrednosti

#### Načini ocenjevanja vrednosti

Na splošno 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 ustrežno 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 ocenjevanja vrednosti podjetij. Ocenjevalci vrednosti podjetij običajno uporabljamo več različnih načinov ocenjevanja vrednosti, metod ocenjevanja vrednosti in postopkov ocenjevanja vrednosti, da bi na ta način čimbolj vsestransko podprli svoj dokončen cenitveni sklep.

Metode se na splošno uvrščajo v enega od naslednjih načinov:

- na sredstvih zasnovan način,
- na donosu zasnovan način, ter
- način tržnih primerjav.

### Na sredstvih zasnovan način

To je eden od precej uporabljenih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij, lastniških deležev ali vrednostnih papirjev, ki uporablja eno ali več metod, ki temeljijo na vrednosti sredstev, očiščenih obveznosti. Način je analogen nabavnovrednostnemu načinu ocenjevanja vrednosti, ki ga uporabljajo ocenjevalci vrednosti sredstev (opreme in strojev).

Ta način ocenjevanja vrednosti se pretežno uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značaj holdingov ali za podjetja, kjer je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja podjetja in ocenjujemo obvladujoč delež v njegovem lastniškem kapitalu.

Kadar ocenjujemo vrednost (dobro) poslujočega proizvodnega ali storitvenega podjetja, tega načina običajno ne uporabljamo, praviloma nikoli pa, kadar ocenjujemo manjšinski delež v lastniškem kapitalu takega podjetja.

#### Uporabljena metoda

V primeru ocenjevanja vrednosti lastniškega kapitala družbe CK Instalacije d.o.o. smo ta način uporabili (v smislu ocene po metodi seštevanja oz. metodi čiste vrednosti sredstev ob upoštevanju predpostavke going concern (=poslujoče podjetje) ter ob posebni predpostavki likvidacije družbe (=likvidacijska vrednost), saj gre za vprašljivo poslujoče podjetje, ki mu grozi insolvenca ali nevarnost likvidacije.

## (nadaljevanje)

## Na donosu zasnovan način

To je splošen način določanja vrednosti podjetja, lastniškega deleža ali vrednostnega papirja, ki uporablja eno ali več metod, s katerimi pretvorimo pričakovan donos v vrednost. Običajno se uporabljata dve metodi:

- metoda uglavničenja (kapitalizacije) donosov in
- metoda diskontiranega denarnega toka.

Pri metodi kapitalizacije donosov normaliziran donos delimo ali pomnožimo z ustreznim faktorjem kapitalizacije, s katerim pretvorimo donos v vrednost. Po metodi diskontiranega denarnega toka donose ocenimo za vsako od prihodnjih časovnih obdobj. Tako opredeljene donose (običajno izražene s čistim denarnim tokom) pretvorimo v vrednost z uporabo ustrezne diskontne mere in uporabo postopka izračunavanja sedanje vrednosti.

Pretvorba donosov v vrednost se zagotovi z uporabo faktorja kapitalizacije ali diskontne mere. Pri določanju le-te mora ocenjevalec vrednosti upoštevati dejavnike, kot so raven obrestnih mer, pričakovane mere donosa naložbenikov v alternativne naložbe in posebna tveganja, povezana s predmetom ocenjevanja vrednosti.

Pri metodi diskontiranega denarnega toka je pričakovana rast vključena v napoved čistih denarnih tokov, pri metodi kapitalizacije donosov (CNI) pa je pričakovana rast vključena v faktor kapitalizacije.

Faktorji kapitalizacije oziroma diskontne mere morajo biti prilagojeni vrsti pričakovanih donosov, to je, če gre za donos na celotni kapital ali za donos na lastniški kapital.

Uporabljena metoda

V primeru ocenjevanja vrednosti družbe CK INSTALACIJE d.o.o. smo to metodo (CNI) uporabili, saj je bilo za to metodo na voljo dovolj podatkov, poleg tega pa je na dan 31.12.2019 podjetje veljalo za going concern (poslujoče podjetje).

## Način tržnih primerjav

Način sloni na tržnih podatkih in je namenjen določanju vrednosti podjetja na osnovi primerjave podjetja s:

1. primerljivimi podjetji, uvrščenimi na organiziranem trgu kapitala (metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij) in/ali s
2. primerljivimi podjetji, ki so bila kupljena ali prodana pred relativno kratkim obdobjem (metoda primerljivih kupoprodaj podjetij).

V obeh metodah se najprej izbere vzorec primerljivih podjetij. Idealna primerljiva podjetja so tista, ki so iz iste panoge kot ocenjevano podjetje, s primerljivimi značilnostmi v smislu trga, proizvodov, diverzifikacije, ekonomskih vplivov, velikosti in drugih faktorjev.

Ta način je posebej primeren za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki delujejo v kapitalsko razvitih okoljih, kjer je na razpolago zadostno število primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi ali ki so bila



(nadaljevanje)

udeležena v kupoprodajah podjetij. Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij je v takšnih okoljih posebej primerna za oceno tržne vrednosti manjšinskih deležev, medtem ko je metoda primerljivih kupoprodaj podjetij primernejša za ocenjevanje vrednosti za naložbenika, ko imamo opraviti z obvladujočim deležem. Način pa ni primeren za ocenjevanje vrednosti podjetja, ki izkazuje negativni izid iz poslovanja, in katerega nadaljnje poslovanje je resno ogroženo.

Uporabljena metoda

V primeru ocenjevanja vrednosti družbe CK INSTALACIJE d.o.o. te metode nismo uporabili, saj ni bilo možno najti ustrezna primerljiva na borze uvrščena podjetja na trgu.

## Pribitki in odbitki

Pomembno kategorijo ocenjevanja vrednosti, kadar imamo opraviti s standardom (vrsto vrednosti) tržna vrednost, predstavljajo posebni pribitki oziroma odbitki, s katerimi korigiramo vrednost, dobljeno na osnovi uporabe prej omenjenih načinov ocenjevanja vrednosti.

### Vrste pribitkov in odbitkov

Pribitke in odbitke razvrščamo v dve krovni skupini, in sicer:

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

Pribitki in odbitki iz prve skupine se nanašajo na podjetje kot celoto in ne odražajo značilnosti posameznih lastnikov. Veljajo za vse lastnike enako, ne glede na njihov delež in upravljalvske pristojnosti. Ocenjevalci jih običajno uporabimo pred pribitki in odbitki iz druge skupine, tako da jih vgradimo že v elemente uporabljenih metod ocenjevanja. Ti pribitki in odbitki se predvsem nanašajo na nekatera specifična dodatna tveganja, ki jih ocenjevalec pripisuje podjetju, ki ga ocenjuje, kot so:

- odbitek zaradi ključne osebe,
- odbitek zaradi nerešenih ekoloških problemov,
- odbitek zaradi grozečih sodnih sporov,
- odbitek zaradi specifičnih tržnih tveganj ipd.

Pri uporabi teh pribitkov oziroma odbitkov je ocenjevalec prepuščen izključno svoji presoji tveganj, ki jim je podjetje zaradi svojih posebnosti dodatno podvrženo.

**Druga skupina pribitkov in odbitkov zajema tiste, ki jih ocenjevalec pripisuje značilnostim lastništva v podjetju. Te značilnosti se odražajo bodisi skozi vpliv lastnika na upravljanje podjetja bodisi skozi možnost lastnika, da unovči svoj lastniški delež v podjetju. S tega vidika obstajata predvsem dve skupini pribitkov oziroma odbitkov:**

- pribitek za obvladovanje oziroma odbitek za neobvladljivost (tudi odbitek za manjšinski delež); ter
- odbitek za pomanjkanje tržljivosti (tudi odbitek za neunovčljivost).

(nadaljevanje)

Pribitek za  
obvladovanje /  
odbitek za  
neobvladovanje

DLOC - Discount for  
the lack of control)

Raven obvladovanja v podjetju v veliki meri določa tudi raven tržljivosti oziroma unovčljivosti lastniškega deleža v podjetju, zato je pri ocenjevanju vrednosti podjetij vedno najprej potrebno analizirati vidik obvladovanja in s tem povezana pribitek oziroma odbitek, preden se lotimo analiziranja tržljivosti oziroma unovčljivosti.

Vrednost lastniškega deleža v kapitalu lastniško zaprtega podjetja je le redko enaka njegovemu proporcionalnemu delu celotnega lastniškega kapitala podjetja. Jasno je, da je manjšinski delež manj vreden od obvladujočega. Koliko manj je vreden, je odvisno od tega, v koliki meri lahko lastnik deleža uveljavlja svoje upravljaljske pravice.

Le 100% lastnik popolno obvladuje podjetje, tako da le v tem primeru lahko enačimo vrednost deleža z vrednostjo podjetja (njegovega lastniškega kapitala). V vseh drugih primerih obstajajo razlogi za razmislek o uporabi odbitka za neobvladljivost, če to zahteva dobljena osnovna vrednost.

Uporabljen odbitek za neobvladovanje

V primeru ocenjevanja vrednosti kapitala družbe CK INSTALACIJE smo glede na značilnosti podjetja, namen ocenjevanja vrednosti, uporabljeno vrsto vrednosti in predmet ocenjevanja vrednosti upoštevali metodo kapitalizacije normaliziranih donosov ter metodo seštevanja.

Na podlagi elementov iz Tabele 9 v prilogi pri ocenjevanju vrednosti 100% deleža lastniškega kapitala Podjetja ne uporabimo odbitka za neobvladovanje (kar je razumljivo glede na to, da ocenjujemo 100% lastniški delež v družbi za potrebe izvršilnega postopka).

Mnenja smo, da odbitka za pomanjkanje kontrole v tem primeru v praksi ni potrebno uporabiti.

Odbitek za  
pomanjkanje  
tržljivosti

DLOM - Discount for  
the lack of  
marketability)

Dejstvo, da za lastniške deleže v lastniško zaprtih družbah ni trga, kjer bi jih bilo možno takoj in brez dodatnih stroškov prodajati in kupovati, znatno poveča tveganje pri unovčevanju takšnih deležev v primerjavi s prosto tržnimi lastniškimi deleži. S tega vidika je lastniški delež v lastniško zaprti družbi bistveno manj atraktiven od delnice, uvrščene na borzi, in zaradi tega tudi manj vreden. To upošteva bi lahko tržljivost definirali kot zmožnost takojšnje pretvorbe lastniškega deleža v denar z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in z veliko verjetnostjo, da bomo denar od prodaje v najkrajšem času pridobili.

Ko se opredeljujemo za konkreten odbitek za pomanjkanje tržljivosti pri ocenjevanju manjšinskih deležev v lastniško zaprtih družbah, moramo poleg statističnih osnov upoštevati še naslednje dejavnike:

- pravica prodaje pod vnaprej znanimi pogoji (t.i. put rights); kolikor ima lastnik manjšinskega deleža takšno pravico, bo njegov delež mnogo bolj tržen kot »normalen« manjšinski delež v lastniško zaprti družbi;
- zgodovina izplačila dividend; delnice, za katere lastniki v preteklosti niso dobivali dividend, bo bistveno težje prodati kot

(nadaljevanje)

delnice z redno izplačanimi dividendami;

- potencialni kupci; realen obstoj več potencialnih kupcev zmanjšuje tveganje prodaje in s tem tudi potreben odbitek za pomanjkanje tržljivosti;
- velikost deleža; empirične raziskave kažejo, da je večje svežnje manjšinskih deležev težje prodati kot manjše, saj je težje najti ustrezne kupce večjih svežnjev, razen tega je tudi financiranje nakupa večjih svežnjev bolj zahtevno;
- možnosti za borzno kotacijo; v tem primeru bo odbitek za pomanjkanje tržljivosti manjši kot v primerih, kjer na dolgi rok ni nobenih možnosti, da bi se delnice podjetja uvrstile na borzo;
- dostopnost do informacij in njihova zanesljivost; čim večja je dostopnost do informacij za manjšinskega lastnika in čim večja je zanesljivost teh informacije, tem manjši bo odbitek za pomanjkanje tržljivosti;
- statutarne ali zakonske določila, ki omejujejo prenosljivost delnic, bodo zahtevala višji odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Za razliko od imetnika delnice, uvrščene na borzi, lastnik obvladujočega deleža v lastniško zaprti družbi svoj delež proda težje, v daljšem časovnem obdobju, z večjimi stroški in z bolj nepredvidljivim izkupičkom. To velja tudi za 100-odstotnega lastnika.

Uporabljen odbitek za pomanjkanje tržljivosti

V primeru ocenjevanja vrednosti podjetja CK INSTALACIJE d.o.o. smo odbitek za pomanjkanje tržljivosti upoštevali in sicer v ocenjeni višini 14% za obe uporabljeni metodi. Transakcija (prodaja deleža v okviru izvršilnega postopka) je v tem primeru podvržena običajnemu diskontu (ki je lahko med 10 in tudi 30% in več). Več v Tabeli 8 v Prilogi.

(nadaljevanje)

## Ocenjevanje vrednosti podjetja - metoda CNI

Ocenjevanje po metodi kapitalizacije normaliziranega donosa CNI (Capitalization of Normalized Income)

Gre za metodo, ki je ena od na donosu zasnovanih načinov ocenjevanja vrednosti. Temelji na tako zasnovanem načinu ocenjevanja in je zelo podobna DCF metodi (metodi diskontiranih bodočih donosov). V nadaljevanju predstavljamo le na kratko poglobitve značilnosti ter rezultate ocene.

Pri metodi uglavničenja (kapitalizacije) donosov normaliziran donos delimo ali pomnožimo z ustreznim faktorjem kapitalizacije, s katerim pretvorimo donos v vrednost. Pretvorba donosov v vrednost se zagotovi z uporabo faktorja uglavničenja.

Faktorji uglavničenja oziroma diskontne mere morajo biti prilagojeni vrsti pričakovanih donosov, to je, če gre za donos na celotni kapital ali za donos na lastniški kapital.

### Ocena normaliziranega donosa

V primeru Podjetja smo v prvi fazi upoštevali kot **normalizirani denarni tok** oz. donos letnega, ki je opredeljen kot tisti, dosežen povprečno v letih 2016-2019, ob predpostavki, da bo prišlo do nadaljnje ničelne rasti donosov. Gre za **EBIT**, ki smo ga upoštevali po obdavčitvi, dodali smo amortizacijo ter prilagodili za investicije v stalna sredstva (zneskovno v višini obračunane amortizacije, kar je v skladu z materialno-finančnim položajem družbe). Dodali smo še primanjkljaj obratnih sredstev. Prosti letni denarni tok pred financiranjem v normalizirani obliki je tako **NDT<sub>0</sub>** v višini **28.109 €** (glej Tabelo 6 v prilogi). Model seveda predpostavlja tudi vnovčenje finančnih naložb in všteta v vrednost obstoječa denarna sredstva na računu, upošteva pa tudi kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti družbe. Donos se obdavči brez upoštevanja olajšav po efektivni stopnji 19,0% (to je zakonska stopnja, ki pa je hkrati tudi povprečna efektivna stopnja za podjetje v obdobju 2016-2019).

Obenem smo upoštevali, da je na dolgi rok rast donosov na ravni **0%** nominalno, kar je sicer ocena stopnje rasti glede na materialno-finančni položaj družbe. Glede na predvideno stopnjo inflacije gre torej za celo negativno realno rast. Zahtevana stopnja donosa kapitala za podjetje (strošek kapitala po CAPM modelu) kot WACC (Weighted Average Cost of Capital) je ocenjen na ravni **14,60 %** (glej Tabelo 7 v prilogi).

Izračun sam je predstavljen v nadaljevanju.

(nadaljevanje)

## Ocena diskontne mere

Splošno

**Druga** faza metode diskontiranega denarnega toka je določitev ustrezne diskontne mere. Diskontna mera je mera donosa, s katero spremenimo prihodnji denarni znesek v sedanjo vrednost. Teoretično gledano je diskontna mera oportunitetni strošek, ki je enak pričakovanemu donosu na alternativne naložbe s približno enako stopnjo tveganja kot obravnavana naložba. Tveganje naložbe pomeni stopnjo negotovosti v zvezi z uresničitvijo prihodnjih donosov. Da bi se odločil za naložbo z višjim tveganjem, zahteva naložbenik ustrezno višji donos. Iz tega izhaja konceptualna razčlemba zahtevane mere donosa na dva dela, in sicer na netvegano mero donosa, ki je običajno enaka donosu državnih vrednostnih papirjev kot najbolj varne naložbene možnosti in predstavlja skupaj s pričakovano inflacijo tako imenovano časovno vrednost denarja, ter pribitka za tveganje.

Kot je bilo že omenjeno, se mora uporabljena definicija diskontne mere ujemati z izbrano definicijo čistega denarnega toka:

Denarni tok	Diskontna mera
Čisti denarni tok celotnega kapitala	WACC
Čisti denarni tok lastniškega kapitala	Zahtevana mera donosa lastniškega kapitala

Pri oceni vrednosti lastniškega kapitala Podjetja bomo uporabili denarni tok celotnega kapitala. Zato bomo za diskontno mero uporabil WACC (Weighted Average Cost of Capital). Glede na to, da so projekcije denarnih tokov izdelane v tekočih cenah, upoštevajoč načrtovano inflacijo, je tudi WACC oziroma strošek lastniškega kapitala izražen nominalno, s predvidenimi učinki inflacije.

Za zahtevano mero donosa lastniškega kapitala smo uporabili metodo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

CAPM je najpogostejše uporabljen model za določanje stroška lastniškega kapitala.

CAPM temelji na izhodišču, da investitor zahteva tem višji donos naložbe v lastniški kapital, čim višje je tveganje naložbe v primerjavi z netvegano naložbo, kot je na primer državna obveznica. CAPM meri zahtevano mero donosa na podlagi treh elementov: netvegane mere donosa, koeficienta beta in pribitka za kapitalsko tveganje.

$$R = R_f + \beta \cdot (R_t - R_f)$$

R = zahtevana mera donosa lastniškega kapitala posameznega podjetja

$R_f$  = netvegana mera donosa

$\beta$  = beta

$R_t$  = mera donosa lastniškega kapitala povprečnega podjetja (trga)

## Netvegana mera donosa

Netvegana mera donosa običajno temelji na meri donosa dolgoročnih državnih obveznic. Ti vrednostni papirji se uporabljajo zato, ker imajo zelo nizko tveganje izostanka plačil, so visoko unovčljivi in vključujejo pribitek za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Dolgoročne državne

## (nadaljevanje)

obveznice kot osnova za določanje netvegane mere donosa se uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v okviru katerega investitorji 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.

## Mera tveganja - koeficient "B" (beta)

Teorija kapitalskega trga deli pribitek za tveganje na dva dela, splošno in posebno tveganje. Splošno tveganje je negotovost realizacije prihodnjih donosov, ki izhaja iz dejavnikov, ki učinkujejo na vsa podjetja v gospodarstvu enako (ukrepi makroekonomske politike, ciklično gibanje gospodarstva, zunanji šoki itd.). Posamezen investitor se temu tveganju ne more izogniti z razpršitvijo svojih naložb oz. portfelja. Posebno tveganje pa določajo dejavniki, specifični za posamezno podjetje oz. panogo (možnosti stavk, tveganost nabavnih in prodajnih trgov, diverzificiranost proizvodnje, sposobnost vodstva itd.), ki se mu lahko investitor izogne tako, da razprši svoj portfelj naložb (delnic). Na tej ugotovitvi temelji CAPM, ki pokaže, da je ob določenih predpostavkah pribitek za kapitalsko tveganje funkcija splošnega tveganja, medtem ko posebno tveganje ni relevantno prav zato, ker se mu je mogoče izogniti z razpršitvijo portfelja posameznega investitorja.

Mera splošnega tveganja v CAPM modelu je koeficient beta ( $\beta$ ). Če je njena vrednost večja od 1, je naložba v lastniški kapital določenega podjetja bolj tvegana kot v povprečno podjetje, in obratno, če je beta manjša od 1. Podjetje z beto v višini 1,2 na primer, lahko pričakuje, da se bo cena delnice povečala za 20% hitreje kot cena delnic celotnega trga, vendar bo tudi padla za 20% hitreje ko bodo tržne cene delnic v upadanju.

## Pribitek za kapitalsko tveganje

Izraz ( $R_t - R_f$ ) pomeni pribitek za kapitalsko tveganje, ki ga zahtevajo investitorji za vlaganje v lastniški kapital. Pribitek za kapitalsko tveganje se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med mero donosa določene standardne košare navadnih delnic ter netvegane mere donosa. Pri tem je treba upoštevati tudi dejstvo, da se pribitek za kapitalsko tveganje nanaša na manjšinske lastniške deleže (lastnik navadne delnice nima vpliva na poslovno politiko podjetja) in da je delnico, uvrščeno na borzi, v normalnih razmerah mogoče takoj prodati. Trg priznava določen pribitek za unovčljivost oziroma zahteva odbitek za pomanjkanje tržljivosti lastniških deležev v zaprtih podjetjih v primerjavi z delnicami podjetij, uvrščenih na borzi.

Izračun diskontne mere za lastniški kapital Podjetja

Najlažje je mogoče pridobiti kvalitetne podatke o pribitku za kapitalsko tveganje, o beti primerljivih podjetjih in o drugih relevantnih podatkih za izračun diskontne mere, v bazah podatkov z razvitih kapitalskih trgov.

Takšen pristop zahteva naslednje korake:

- določiti netvegano mero donosa



(nadaljevanje)

- določiti faktor beta
- določiti pribitek za kapitalsko tveganje
- izračunati temeljno diskontno mero na osnovi CAPM
- prilagoditi temeljno diskontno mero za deželne specifične dejavnike
- prišteti ali odšteti kakršnekoli dodatne elemente tveganja.

## 1 - Netvegana mera donosa

Netvegana mera donosa običajno temelji na srednjeročnih (5 let) ali dolgoročnih (10 do 30 let) donosih do dospelja državnih obveznic. Običajno se uporabijo dolgoročni papirji, ker se skladajo z dolgoročnim značajem investicij v lastniški kapital in ker so podvrženi manjšim nihanjem kot kratkoročni vrednostni papirji. Zato smo izbrali povprečno netvegano nominalno donosnost na osnovi donosa 10-letnih državnih obveznic v Nemčiji, ki je na dan 31.12.2019 znašala 1,72% (glej Tabelo 7 v Prilogi).

## 2 - Koeficient beta

Za koeficient beta brez zadolženosti smo vzeli povprečno beto v panogi »Engineering/Construction«, ki so povzete po bazi Salvidio & Partners ter Aswath Damodaran, veljavnih na 31.12.2019. V tej panogi so zajete in predstavljene tudi velike multinacionalke, pa tudi manjša, po velikosti primerljivejša podjetja. To povprečje je znašalo 0,79<sup>2</sup>. Izračun bete Podjetja je podan v Tabeli 7. Izbrano beto brez zadolženosti smo prilagodili za stopnjo zadolženosti podjetja, tako da smo upoštevali sestavo celotnega kapitala, upoštevajoč tržne vrednosti njegovih sestavin na dan 31.12.2019. Z uporabo naslednje formule:

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

kjer je:

$\beta_l$	=	beta (levered), ki jo iščemo za naš namen
$\beta_u$	=	beta brez zadolženosti (unlevered) za izbrana podjetja
$t$	=	ciljna efektivna davčna stopnja, ki je v našem primeru 17%
$W_d$	=	odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja, upoštevajoč obstoječo sestavo kapitala, kot izhaja iz tržnih elementov, ter ciljno stopnjo, to je 46%.
$W_e$	=	odstotek lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja, upoštevajoč obstoječo sestavo kapitala, kot izhaja celotnega kapitala, iz tržnih elementov, ter ciljno stopnjo, to je 54%.

dobimo beto z zadolženostjo za Podjetje v višini 1,34.

## 3 - Pribitek za kapitalsko tveganje

Najobičajnejši način določanja pribitka za kapitalsko tveganje je na osnovi zgodovinskih podatkov. Pribitki po CAPM se izračunajo na zgodovinskih podatkih o razlikah med poprečnim donosom delnic S&P 500 in poprečnim donosom netveganih vrednostnih papirjev. Relevantne podatke lahko najdemo v publikaciji *Ibbotson Associates*:

<sup>2</sup> Investor Reuters ([www.reuters.com](http://www.reuters.com))



(nadaljevanje)

*Stocks, Bonds, Bills and Inflation, Valuation Edition, 2010 Yearbook*<sup>3</sup>. V konkretnem primeru pa smo uporabili tržno premijo za tveganje v višini 4,72%, ki jo povzemamo po bazi prof. Aswatha Damodarana (Equity Risk Premium, januar 2020).

#### 4 - Izračun temeljne diskontne mere na osnovi CAPM

Podatke, ki smo jih opredelili v prejšnjih korakih, vnesemo v obrazec CAPM in dobimo temeljno diskontno mero v višini:

$$R = 1,72\% + 1,34 * 4,72\% = 8,04\%$$

#### 5 - Prilagoditev temeljne diskontne mere za deželne specifične dejavnike

Na ameriških podatkih temelječa diskontna mera zahteva prilagoditve s specifičnimi dejavniki, ki veljajo za Slovenijo (deželno tveganje). Za določitev deželnega tveganja smo uporabili podatke A. Damodarana (Country Default Spread, 2019) ter TradingEconomics bazo iz l. 2019<sup>4</sup>.

Ratingi deželnega tveganja po Institutional Investor temeljijo na informacijah, ki jih zagotavljajo ekonomski znanstveniki in analitiki tveganja vodilnih globalnih bank in finančni managerji finančnih ustanov, ki se ukvarjajo z vrednostnimi papirji. Vsako državo ovrednotijo z lestvico od 0 do 100, pri čemer država z ratingom 100 predstavlja tisto z najmanjšo možnostjo neizpolnitve obveznosti. Imena analitikov so zaupna, njihovi odgovori pa se usklajujejo na osnovi posebne formule, ki jo je razvil Institutional Investor, in ki daje večjo težo odgovorom bolj izpostavljenim institucijam s kompleksnejšim sistemom analiziranja držav.

Dodatne odstotne točke k temeljni diskontni meri določimo na osnovi naslednje formule<sup>5</sup>:

$$RP_d = \left( \frac{R_{US}}{R_{SI}} \times RP \right) - RP$$

Z uporabo zgoraj opredeljene formule smo določili pribitek za deželno tveganje za Slovenijo konec l. 2019 v višini 1,18%.

Na ta način smo določili nominalno zahtevano mero donosa (diskontno mero) lastniškega kapitala, prilagojeno z deželnim tveganjem, v višini 9,22%.

#### 6 - Dodatni elementi tveganja

Glede na to, da je Podjetje v primerjavi s tistimi, ki so uvrščena na ameriških borzah, izredno majhno, smo kot dodatne elemente tveganja upoštevali tudi **pribitek za majhnost** (Size premium) kot razliko med donosom delnic majhnih podjetij in donosom, predvidenim s CAPM, ki po študiji Torchino-Surana znaša 9,36%<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> <http://www.ibbotson.com/> in [www.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/)

<sup>4</sup> <http://www.institutionalinvestor.com>

<sup>5</sup> Glej Praznik, Bojan: Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij, Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo, 3. zvezek, 2004, stran 66

<sup>6</sup> Pribitek za majhnost podjetja izhaja iz spoznanj raziskav, ki dokazujejo, da stopnja tveganja in temu ustrezen strošek kapitala naraščata z zmanjševanjem velikosti podjetja. Podatke o pribitkih za

(nadaljevanje)

	<p>Dodali smo še specifično tveganje za izgubo ključne osebe v višini <b>5,00%</b>. Na ta način smo določili <b>nominalno zahtevano mero donosa</b> (diskontno mero) lastniškega kapitala v višini <b>23,58%</b> (glej Tabelo 7 v Prilogi).</p>
Strošek dolgovanega kapitala	<p>Na dan ocenjevanja vrednosti je Podjetje poslovalo v okolju, ki je imelo dolgoročni in kratkoročni finančni dolg, ki se je obrestoval v ponderiranem poprečju po 5,0% nominalni obrestni meri, zato smo takšno mero upoštevali pri vrednotenju.</p> <p>Tako ocenjujemo dolgoročni strošek dolga realno v višini <b>4,05%</b>, po upoštevanju davčnega štita.</p>
Razmerje dolg/kapital	<p>Glede na to, da uporabljamo čisti denarni tok celotnega kapitala, moramo za izračun povprečnega tehtanega stroška kapitala določiti sestavo celotnega kapitala ocenjevanega podjetja. Za potrebe ocenjevanja vrednosti podjetja smo, upoštevajoč ocenjevanje vrednosti obvladujočega deleža, opredelili optimalno ciljno stopnjo zadolženosti, in sicer tako, da smo upoštevali višino trenutnega dolga.</p> <p>Na podlagi zgoraj opisanega postopka, smo upoštevali optimalno dolgoročno stopnjo zadolženosti, pri kateri bi bil celotni kapital Podjetja sestavljen iz <b>46%</b> dolga in <b>54%</b> lastniškega kapitala.</p>
Tehtano poprečje stroškov kapitala WACC	<p>Obrestno mero najprej popravimo za učinek davčnega štita tako, da jo pomnožimo z izrazom <math>(1 - \text{davčna stopnja})</math>. Glede na to, da je ciljna (in aktualna, efektivna) davčna stopnja na dobiček Podjetja 17%, je strošek dolgovanega kapitala pri izračunu tehtanega poprečja stroškov kapitala enak <b>4,05%</b>. Tehtano poprečje stroškov kapitala je izračunano na podlagi <b>46%</b> deleža dolga in <b>54%</b> deleža lastniškega kapitala v celotnem kapitalu Podjetja. Tako dobimo tehtano poprečje stroškov kapitala WACC v višini <b>14,60%</b> (glej Tabelo 7 v Prilogi).</p>

**Tretja faza** izvedbe te metode ocenjevanja pa je sam izračun (ki je predstavljen v Tabeli 6 v prilogi).

majhnost podjetja prav tako najdemo v Ibbotson Associates. Za potrebe izračuna stroška lastniškega kapitala s CAPM moramo uporabiti podatek o pribitku za majhnost podjetij, izračunan s prilagoditvijo za faktor beta. Obstajajo tudi izračuni brez takšne prilagoditve, vendar odsevajo tudi različne stopnje splošnega tveganja, tako da uporaba takšnih pribitkov utegne preceniti strošek kapitala, poleg tega podatek, prilagojen s faktorjem beta, resnično odraža le tisti pribitek, ki ga je mogoče pripisati izključno velikosti podjetja in ne skriva morebitnih različnih splošnih tveganj. Podatki, izračunani za obdobje 1926-2012, kažejo, da so pribitki za podjetja od 0% za zelo velika do cca 11,15% za zadni decil v velikostni lestvici podjetij (vir: Frank Torchino & Sunita Surana: Effect of liquidity on Size Premium, 2013). Uporabili smo pribitke od 0%, pa 1,02% in 1,81%, pri manjših primerljivih podjetjih 4,01%, pri izračunu WACC za Podjetje pa smo uporabili srednjo vrednost petega decila (= 9,36%).

(nadaljevanje)

---

**Zaključek:**

Na podlagi zgoraj opredeljenih izhodišč smo z uporabo metode kapitalizacije normaliziranega donosa ocenili kot najustreznejšo srednjo vrednost 100% omejeno tržljivega kontrolnega deleža lastniškega kapitala Podjetja na dan 31.12.2019 na

**=63.203,00 €**

(pri čemer je sprejemljiv rang vrednosti med  
**60.043 € in 66.363 €**).

(glej Tabelo 0 ter 6 v Prilogi)

Knjigovodska vrednost kapitala je bila na ta dan 81.772,00 €.

---

(nadaljevanje)

## Ocenjevanje vrednosti podjetja - metoda seštevavanja (metoda neto aktive)

### Splošno

Metoda neto aktive (imenovana tudi metoda čiste vrednosti sredstev oz. po novejšem poimenovanju metoda seštevavanja) je primerna predvsem za ocenjevanje vrednosti podjetij, kjer imajo opredmetena osnovna sredstva ali finančne naložbe ključen pomen za poslovanje podjetja (kot npr. nepremičninska podjetja, finančni holdingi ipd.). Metoda je primerna tudi za podjetja, ki nimajo zgodovine poslovanja, ali so v preteklosti izkazovala izrazito nestanovitni denarni tok, na osnovi katerega ni mogoče realno opredeliti napovedi bodočih donosov. Prav tako je metoda primerna za podjetja, katerih nadaljnje poslovanje je zaradi težkega finančnega stanja ali drugih razlogov vprašljivo.

Metoda temelji na predpostavki, da bo vrednost podjetja realizirana s hipotetično prodajo njegovih sredstev ob pogoju njegovega nadaljevanja aktivnosti ali ob njegovi likvidaciji (prostovoljni ali prisilni).

Podjetje izpolnjuje zgoraj opredeljene pogoje za uporabo metode čistih sredstev kot ene od metod za oceno vrednosti njegovega lastniškega kapitala. Ker je za podjetje trenutno tudi vprašljiv nadaljnji obstoj, je potrebno to metodo izvesti tudi pod posebno predpostavko likvidacije.

### Postopek vrednotenja

Kot osnovo za izdelavo ocene vrednosti smo vzeli nerevidirano bilanco stanja na dan 31. december 2019.

Na tej osnovi smo z oceno tržnih vrednosti sredstev in obveznosti Podjetja opredelili osnovno vrednost 100% lastniškega kapitala Podjetja.

Nato smo ocenili omejeno tržljiv lastniški delež, upošteva tudi slabšo iztržljivost posameznih skupin sredstev.

Na koncu je bilo potrebno upoštevati še diskont za netržljivost, ki se aplicira na celotno ocenjeno vrednost sredstev. Gre za 14% diskont (glej Prilogo, Tabelo 8).

V nadaljevanju smo ocenili še likvidacijsko vrednost, ki upošteva dodatne stroške ob ukinitvi družbe.

Ocena vrednosti je prikazana v tabeli v prilogi (glej Tabelo 10). V nadaljevanju prikazujemo komentarje k izračunom ter končne rezultate.

Likvidacijska vrednost pa je predstavljena v Tabeli 11.

(nadaljevanje)

**Obrazložitev:****1. Spremembe so zlasti naslednje:****1.1. Povzetek Pojasnil k računovodskim izkazom za leto 2019*****1. Osnovna sredstva***

Podjetje je imelo za 57.686 € opredmetenih sredstev (oprema). V prejšnjih letih je podjetje imelo ta sredstva v podobni, nekoliko višji vrednosti, ki pa so se z amortizacijo zmanjševale (z 80.077 €).

***2. Naložbe v druga podjetja (družbe)***

Podjetje v letu 2018 nima izkazanih naložb v druga podjetja. Tudi v prejšnjih letih podjetje ni izkazovalo naložb v druga podjetja.

***3. Zaloge***

Podjetje ni imelo na dan 31.12.2019 nobenih zalog (ne repromateriala ne trgovskega blaga). Prejšnja leta Podjetje tudi ni imelo zalog.

***4. Kratkoročna posojila (poslovnim bankam, podjetjem in lastnikom)***

Podjetje je imelo na dan 31.12.2019 za 23.097 € danih kratkoročnih posojil, kar je precej nad ravniyo v prejšnjih letih. Dolgoročnih posojil podjetje ni dajalo.

***5. Terjatve do kupcev***

Podjetje je konec leta 2019 izkazovalo terjatve do kupcev v višini 224.973 €. Terjatve do kupcev v letu 2018 so znašale 228.443 €. Podobna vrednost je bila tudi v l.2017 (196.455 €), medtem ko v l.2016 je bilo terjatev bistveno manj.

***6. Obveznosti do dobaviteljev***

Obveznosti do dobaviteljev je imelo podjetje konec leta 2019 za 84.109 €, konec leta 2018 pa 89.748 €.

***7. Obveznosti iz financiranja***

Obveznosti iz financiranja je imelo podjetje konec leta 2019 za 101.559 € (kratkoročne finančne obveznosti) ter 39.968 € (dolgoročne finančne obveznosti). Razvidno je torej, da podjetje ob zadostnem kapitalu financira razliko med terjatvami do kupcev in obveznostmi do dobaviteljev z dokaj visokimi finančnimi obveznostmi (presežek finančnih obveznosti nad finančnimi naložbami je 118.430 €)

***8. Čisti dobiček***

Podjetje je v letu 2019 imelo za 19.435 € dobička pred obdavčitvijo. Davek na dobiček je znašal 3.693 €. Čisti dobiček podjetja za leto 2019 je po poračunanih davkih tako znašal 15.742 €. Čisti dobiček iz poslovanja leta 2018 je znašal 24.089 €.

(nadaljevanje)

---

## 9. Kapital

Osnovni kapital je konec leta 2019 znašal 7.500 €, celotni kapital družbe pa 81.772 €. Bilančni dobiček v letu 2019 je znašal 74.272 € (preneseni dobiček 58.530 € in tekoči dobiček 15.742 €)!

## 10. Rezerve

Podjetje v vseh letih ni oblikovalo nobenih rezerv, ne kapitalskih ne iz dobička.

### 1.2. Prilagoditve

Knjigovodsko stanje dolgoročnih sredstev v višini 57.686 € (od česar je cel znesek sestavljen iz vrednosti opreme) smo zmanjšali za korekcije v zvezi s tržno vrednostjo opreme in strojev na 49.033 € (ali na 85% - torej v celoti za 15% manj od knjigovodske vrednosti). Prilagoditve so pojasnjene v Tabeli 10.

#### 1.2.2. Kratkoročna sredstva (gibljiva)

Gibljiva (kratkoročna) sredstva po knjigovodski vrednosti znašajo skupaj 249.724 € in so sestavljene iz vrednosti kratkoročnih terjatev iz poslovanja (224.973 €), denarja (1.654 €) ter kratkoročnih danih posojil (23.097 €). Po ustreznih prilagoditvah in upoštevanju diskontov je skupna ocenjena iztržljiva vrednost gibljivih sredstev 224.917 € ali 90,1% od knjigovodske vrednosti. Prilagoditve so pojasnjene v Tabeli 10.

#### 1.2.3. Kratkoročne in dolgoročne obveznosti

Družba ima kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev v višini 84.109 €. Poleg teh nima družba še kratkoročne finančne obveznosti (101.559 €) ter dolgoročne finančne obveznosti (39.969 €). Ocenjujem, da je potrebno te obveznosti nekoliko korigirati in sicer obveznosti do dobaviteljev, medtem ko finančne obveznosti po načelu previdnosti ne korigiramo. Tako so skupaj obveznosti družbe skupaj 217.226 € ali na 196,3% od celotne knjigovodske vrednosti. Prilagoditve so pojasnjene v Tabeli 10.

#### 1.2.4. Diskont za pomanjkanje tržljivosti poslovnega deleža

Kot pri ocenjevanju po metodi kapitalizacije donosov je potrebno pri tej metod na končno ocenjeno vrednost sredstev upoštevati diskont za pomanjkanje tržljivosti (14%). Diskonta za pomanjkanje kontrole ni potrebno upoštevati (gre za 100% delež).

(nadaljevanje)

## 2. Rezultat

Rezultat navedenih prilagoditev je, da je dejansko knjigovodsko prikazana vrednost kapitala v skupni višini 81.773 € ocenjena po tej metodi na tržno vrednost 48.783 € za 100% delež.

Za 100% delež je srednja ocenjena vrednost po tej metodi:

= 48.783,00 €

pri čemer je po pesimistični varianti ocenjena vrednost na 43.904 €, optimistična pa na 53.661 €.

(glej Tabelo O ter 10 v Prilogi)

## 3. Ocenjena likvidacijska vrednost

Ker gre za veliko verjetnost, da bo družba v insolvenčnem postopku, je potrebno oceniti tudi likvidacijsko vrednost družbe. Pri tej vrednosti je potrebno v okviru metode seštevanja odšteti tudi stroške likvidacijskega postopka ter stroške odpravnin zaposlenih.

Rezultat navedenih prilagoditev je, da je likvidacijska vrednost kapitala ocenjena kot vrednost pod posebno predpostavko za 100% delež kot srednja ocenjena vrednost:

= 18.750,00 €

pri čemer je po pesimistični varianti ocenjena vrednost na 16.875 €, optimistična pa na 20.625 €.

(glej Tabelo O ter 11 v Prilogi)



(nadaljevanje)

## Sklepne ugotovitve

### Povzetek

Pri ocenjevanju vrednosti Podjetja smo uporabili metodi, ki najbolj ustrezata namenu in predmetu ocenjevanja vrednosti ter uporabljenemu standardu vrednosti, to je metodo kapitalizacije normaliziranih donosov CNI ter metodo seštevanja (metodo neto aktive NAV).

V Tabeli 0 so prikazane vse ocenjene vrednosti. Moč jih je uporabiti v označenem rangi, čeprav je verjetno najbolj ustrezno, da se uporabi srednja ocenjena vrednost. Vendar se lahko uporabi katerakoli vrednost v rangi!

Pri končni oceni vrednosti 100% deleža v lastniškem kapitalu CK *Instalacije* d.o.o. smo upoštevali rezultate, dobljene z uporabljenima metodama v obliki povprečja med njima (za primer nadaljnega poslovanja - going concern predpostavka), ter rezultate, dobljene v okviru ocenjevanja likvidacijske vrednosti (za primer likvidacije ali stečaja družbe) in cenitveni sklep nato podali v Tabeli 0 kot rang sprejemljivih vrednosti.

### Sklepne ugotovitve

A. Na podlagi opredeljenih izhodišč smo z uporabo metod CNI in NAV ocenili tržno vrednost omejeno tržljivega 100% deleža kapitala poslujočega Podjetja na dan 31.12.2019 v zaokroženo v višini

**= 56.000,00 €.**

Sicer pa se ocenjena vrednost giblje v še sprejemljivem razponu med zaokroženo:  
53.000 € ter 59.000 €  
za 100% lastniški delež

(glej Tabelo O v Prilogi)

B. Na podlagi opredeljenih izhodišč smo z uporabo metode NAV ocenili tržno vrednost omejeno tržljivega 100% deleža kapitala Podjetja v likvidaciji ali stečaju na dan 31.12.2019 v zaokroženo v višini

**= 19.000,00 €.**

Sicer pa se ocenjena vrednost giblje v še sprejemljivem razponu med zaokroženo:  
18.000 € ter 20.000 €  
za 100% lastniški delež

(glej Tabelo O v Prilogi)

(nadaljevanje)

---

C. Ocenjujemo, da ocenjeni vrednosti lahko veljata tudi na datum 31.12.2020, saj je podjetje v vmesnem času poslovalo z manjšo intenziteto, bonitetni podatki za to leto so se s časom slabšali, vendar pa izkazujejo, da je podjetje kljub zapiranju TRR poslovalo in ni bilo ukinjeno, tako da je v bistvu lahko vnovčevalo sredstva in poravnalo obstoječe obveznosti.

(nadaljevanje)

---

Omejitvena  
določila

Ocena vrednosti Podjetja je bila pripravljena v skladu s Hierarhijo standardov ocenjevanja vrednosti (Uradni list RS št. 106/2010), upoštevajoč naslednje standarde ocenjevanja vrednosti:

- slovenski poslovnofinančni standard 1 (SPS 1) - Ocenjevanje vrednosti podjetij;
- enotne standarde strokovnega ocenjevanja vrednosti.

Pri delu so bila upoštevana tudi določila Mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti MSOV.

Pri ocenjevanju smo zasledovali cilj ocene tržne vrednosti ter vrednosti pod posebno predpostavko (likvidacijska vrednost).

Kot ocenjevalci smo neodvisni od uprave družbe kot tudi od lastnikov. Plačilo za naše storitve ni odvisno od rezultatov našega ocenjevanja vrednosti.

V času izvajanja ocenjevanja vrednosti so nam bili zagotovljeni nerevidirani finančni in poslovni podatki (bilanca stanja ter izkaz poslovnega izida na dan 31.12.2019 ter za l.2016, 2017 in 2018), vsi potrjeni s strani vodstva podjetja. Pri analizi smo se zanašali na dane podatke brez neodvisne preveritve ali potrditve le-teh. Prav tako ne izdajamo nobenega mnjenja ali druge oblike zagotovitve pravilnosti glede teh podatkov. Bilančnih podatkov za l.2020 nismo prejeli.

Poročilo je pripravljeno le za navedeni namen ocenjevanja (potrebe izvršilnega postopka I 3445/2017). Tako se ne more uporabiti za kakšen drug nespecificiran namen.

To poročilo ni namenjeno nadaljnji distribuciji ali izdajanju in prav tako ni namenjeno uporabi, niti v skrajšani verziji, za noben drug namen kot tisti, določen zgoraj, brez pisnega pristanka avtorja. Kot avtor tega poročila ocenjevalec ne prevzema odgovornosti za izgube, povzročene s strani uprave ali lastnikov družbe, ali tretjih oseb, ki bi nastale zaradi kršitve določil tega odstavka.

---

## Predpostavke in omejitvene okoliščine

---

To poročilo je predmet naslednjih predpostavk in omejevalnih okoliščin:

- Informacije, ocene in mnenja, ki jih vsebuje to poročilo, se nanašajo le na zadevno oceno vrednosti in ne smejo biti uporabljene izven tega konteksta.
  - Ta ocena velja za:
    - 100% delež v lastniškem kapitalu družbe CK INSTALACIJE d.o.o. pod predpostavko ustrezne tržljivosti ter predpostavko zasledovanja ocenitve večinskega lastniškega deleža
    - na dan 31.12.2019,
    - ob nespremenjeni organizacijski strukturi družbe (upoštevajo se, da je zagotovljena t.im. going concern predpostavka nadaljnjega poslovanja - gre za formalno poslujoče podjetje),
    - ob nespremenjenem predmetu poslovanja (veljavnem na dan 31.12.2019),
    - ob nespremenjeni lastniški strukturi (takšni, kot je na dan 31.12.2019),
    - za namen, kot je opredeljen v tem poročilu.
  - Računovodski izkazi, na katerih temelji analiza poslovanja, niso bili revidirani s strani pooblaščenega revizorja, so pa potrjeni s strani vodstva družbe. Sami nismo opravili (dodatnega) revidiranja računovodskih izkazov.
  - Posedovanje tega poročila ali njegove kopije ne nosi s seboj pravice javne objave dela ali celote tega poročila, niti ne sme biti uporabljeno za noben namen s strani koga drugega brez pisne privolitve ocenjevalca.
  - Ocenjevalci nismo dolžni pričati pred sodiščem ali sodelovati pri pogajanjih v zvezi z vsebino tega poročila, kolikor se o tem dodatno ne dogovorimo z Naročnikom.
  - Ocenjevalci nismo dolžni spreminjati in aktualizirati tega poročila, če nastopijo drugačni pogoji od tistih, ki so veljali na dan ocenjevanja vrednosti, če se o tem posebej ne dogovorimo z Naročnikom.
-

(nadaljevanje)

---

**Izjava o ocenjevanju vrednosti**

---

Naročniku:

**Okrajno sodišče v Ljubljani**  
**p.p. 564**  
**1001 LJUBLJANA**

Spoštovani!

Pri svojem najboljšem poznavanju in prepričanju 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 moje osebne analize, mnenja in sklepi, ki so omejeni samo s predpostavkami in omejevalnimi okoliščinami, opisanimi v tem poročilu;
- nimam nikakršnih sedanjih oz. prihodnjih interesov glede imetja, ki je predmet tega poročila, in nimam osebnih interesov ter nisem pristranski glede oseb, ki jih ocena vrednosti zadeva;
- plačilo za mojo storitev v zvezi z ocenitvijo 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;
- osebno sem pregledal dokumentacijo o imetju podjetja, ki je predmet tega ocenjevanja vrednosti;
- mi pri izdelovanju analiz in ocenjevanju vrednosti nihče ni dajal pomembne strokovne pomoči;
- so moje analize izdelane, mnenja in sklepi oblikovani ter to poročilo sestavljeno v skladu s Hierarhijo standardov ocenjevanja vrednosti ter mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti MSOV.

S spoštovanjem,

Sodni zvedenec za ekonomijo - ocenjevanje vrednosti podjetij:

Marjan Pogačnik, univ.dipl.ekon.



## Viri informacij

---

### Dokumentacija o Podjetju

- Zaključni računi za 2016, 2017, 2018 in 2019 (CK INSTALACIJE d.o.o.)
- Podatki iz GVIN (bonitetni podatki, finančna poročila)
- Podatki iz AJPES (JOLP)
- Podatki iz AJPES (EPRS) in izpis iz registra - tekoči in zgodovinski
- Podatki iz UMAR (Ekonomsko ogledalo 2/2020, 3/2020 in 1/2021)
- Podatki iz SURS
- Spletna stran bizi.si
- Analiza panoge (GVIN 2019)
- Spletna stran companywall.si
- Salvidio & Partners: Beta coefficients, june 2019
- A.Damodaran: Equity Risk Premium, 2019
- A.Damodaran: Country Default Spread, jan.2019
- Torchino & Surana: Effect of Liquidity on Size Premiums, 2018
- Podatki iz baze Reuters.com
- Podatki iz baze <https://tradingeconomics.com/forecast/rating>
- 

---

### Literatura

- Jay E. Fishman, Shannon P. Pratt, J. Clifford Griffith, D. Keith Wilson: Guide to Business Valuation, 2011, Practitioners Publishing Company, Fort Worth, Texas (za področje ocenjevanja vrednosti podjetij)
- Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita: Valuing a Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, Fifth Edition, 2008, McGraw-Hill Companies (za področje ocenjevanja vrednosti podjetij)
- McKinsey & Company, Tim Koller, Marc Goedhart, and David Wessels. (2005). Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 4th Edition. John Wiley & Sons, Inc. (za področje ocenjevanja vrednosti podjetij)
- Robert P. Reilly in Robert P. Schweish: The handbook of advanced business valuation
- Dr. Franc Koletnik: Koliko je vredno podjetje (marec 2010), Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije (za področje ocenjevanja vrednosti podjetij)
- S. Pratt in R. Grabowski: Cost of Capital, Fourth Edition, 2010, John Wiley & Sons, Inc (za področje ocenjevanja vrednosti podjetij)
- ASA: Business Valuation Standards. Copyright, 1997, 2001, American Society of Appraisers.
- Copeland, Tom, Tim Koller, Jack Murrin: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2000
- Damodaran, Aswath: Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2002
- Damodaran, Aswath: The Dark Side of Valuation - Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies, Financial Times Prentice Hall, 2001
- Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, J. Clifford Griffith, D. Keith Wilson: Guide to Business Valuation, Thirteenth Edition (January 2003), Practitioners Publishing Company, Fort Worth, Texas
- Pratt, Shannon P., Robert F. Reilly, Robert P. Schweish: Valuing a

(nadaljevanje)

---

Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, Fourth Edition, Mc Graw-Hill, 2000

- Praznik, Bojan: Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij, Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo, 3. zvezek, 2004
  - Reilly, Robert F., Robert P. Schweihs: Handbook of Advanced Business Valuation, McGraw-Hill, 2000.
  - Trugman, Gary R.: Understanding Business Valuation, A Practical Guide to Valuing Small to Medium-Sized Businesses, Second Edition, AICPA, 2002
  - Viher Irena: Ocenjevanje vrednosti podjetij, Ljubljana 2012
-



**CK INSTALACIJE d.o.o.**  
**Tržna vrednost 100% deleža v družbi**  
**na dan 31.december 2019**

**SEZNAM TABEL**

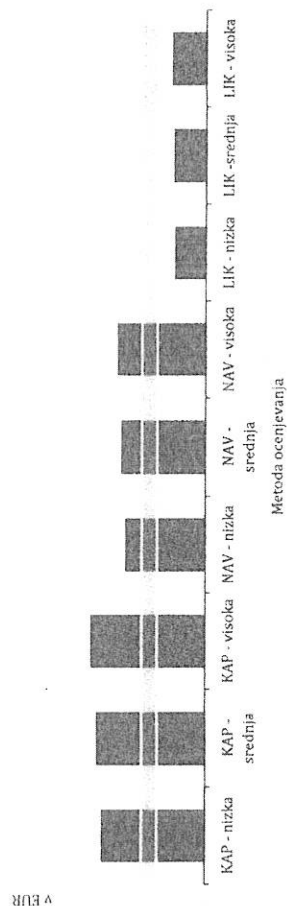
<b>Tabela #</b>	<b>Opis</b>
0	Povzetek
1	Zgodovinske bilance stanja
2	Zgodovinski izkazi poslovnega izida
3	Analiza kazalnikov
4	Obratni kapital - brez finančnih postavk
5	Celoten obratni kapital
6	Metoda kapitalizacije normaliziranih donosov
7	Izračun stroška kapitala po CAPM (WACC)
8	Elementi diskonta za tržljivost
9	Elementi diskonta za kontrolo
10	Metoda seštevanja za poslujoče podjetje
11	Metoda seštevanja - likvidacijska vrednost

## Tabela 0

CK INSTALACIJE d.o.o.  
Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31. decembra 2019

### Povzetek

	v 'EUR			Vir
Razpon vrednosti za 100% delež v lastniškem kapitalu po izbrani metodi	Optimist.	Srednja vred.	Pesimist.	
Na donosu zasnovan način - metoda kapitalizacije normaliziranega donosa	60.043	63.203	66.363	Tabela 7
Na sredstvih zasnovan način - metoda seštevanja (metoda neto aktive)	46.344	48.783	51.222	Tabela 8
Na sredstvih zasnovan način - metoda seštevanja ob predpostavki likvidacije	17.813	18.750	19.688	Tabela 12
Izbrana ocenjena vrednost v primeru nadaljnjega poslovanja	53.193 0	55.993	58.793	Povprečje
Izbrana ocenjena vrednost v primeru likvidacije	17.813	18.750	19.688	Lik.vredn.
<b>Sklep v 'EUR (ZAOKROŽENO) za 100% delež (poslujoče podjetje):</b>	<b>53.000</b>	<b>56.000</b>	<b>59.000</b>	
<b>Sklep v 'EUR (ZAOKROŽENO) za 100% delež (likv.podjetje):</b>	<b>18.000</b>	<b>19.000</b>	<b>20.000</b>	



CK INSTALACIJE d.o.o.  
Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019

Zgodovinske bilance stanja

v EUR	nerevidirano 2016	nerevidirano 2017	nerevidirano 2018	nerevidirano 2019	struktura 2016	struktura 2017	struktura 2018	struktura 2019
<b>Stalna sredstva</b>								
Neopredmetena dolgoročna sredstva	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Opredmetena osnovna sredstva	0	11.885	80.077	57.686	0,0%	5,1%	25,1%	18,8%
Dolgoročne finančne naložbe in posojila	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gibljiva sredstva</b>								
Zaloge - nedok. proizv.	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	52.004	196.455	228.443	224.973	81,3%	84,4%	71,5%	73,2%
Kratkoročne finančne naložbe (posojila)	7.500	14.500	8.700	23.097	11,7%	6,2%	2,7%	7,5%
Denar in sredstva na banki	4.499	9.962	2.103	1.655	7,0%	4,3%	0,7%	0,5%
Aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<b>64.003</b>	<b>220.917</b>	<b>239.246</b>	<b>249.725</b>	<b>100,0%</b>	<b>94,9%</b>	<b>74,9%</b>	<b>81,2%</b>
<b>SREDSTVA SKUPAJ</b>	<b>64.003</b>	<b>232.802</b>	<b>319.323</b>	<b>307.411</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Kratkoročne obveznosti</b>								
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	1.000	51.722	82.993	101.559	1,6%		26,0%	33,0%
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	45.138	139.138	89.748	84.109	70,5%	59,8%	28,1%	27,4%
Pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<b>46.138</b>	<b>190.860</b>	<b>172.741</b>	<b>185.668</b>	<b>72,1%</b>	<b>82,0%</b>	<b>54,1%</b>	<b>60,4%</b>
<b>Dolgoročne obveznosti in rezervacije</b>								
Rezervacije za obveznosti	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	0	0	80.552	39.968	0,0%	0,0%	25,2%	13,0%
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>80.552</b>	<b>39.968</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>25,2%</b>	<b>13,0%</b>
<b>Obveznosti skupaj</b>	<b>46.138</b>	<b>190.860</b>	<b>253.293</b>	<b>225.636</b>	<b>72,1%</b>	<b>82,0%</b>	<b>79,3%</b>	<b>73,4%</b>
<b>Kapital</b>								
Vpoklicani kapital	7.500	7.500	7.500	7.500	11,7%	3,2%	2,3%	2,4%
Kapitalske rezerve	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerve iz dobička	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Preneseni dobiček/izguba	0	10.365	34.442	58.530	0,0%	4,5%	10,8%	19,0%
Dobiček tekočega leta	10.365	24.077	24.088	15.742	16,2%	10,3%	7,5%	5,1%
	<b>17.865</b>	<b>41.942</b>	<b>66.030</b>	<b>81.772</b>	<b>27,9%</b>	<b>18,0%</b>	<b>20,7%</b>	<b>26,6%</b>
<b>OBVEZNOSTI IN KAPITAL SKUPAJ</b>	<b>64.003</b>	<b>232.802</b>	<b>319.323</b>	<b>307.411</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

## Tabela 2

CK INSTALACIJE d.o.o.  
Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31. december 2019

### Zaodovinski izkazi poslovnega izida

v EUR	nerevidirano		nerevidirano		nerevidirano		struktura		struktura		struktura	
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2018	2019
Čisti prihodki od prodaje	142.067	1.230.110	1.287.874	1.184.734	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	99,9%
Sprememba vrednosti zalog	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostali poslovni prihodki	0	0	0	1.400	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
<b>Prihodek skupaj (kosmatni donos)</b>	<b>142.067</b>	<b>1.230.110</b>	<b>1.287.874</b>	<b>1.186.134</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Stroški poslovanja	0	246.575	338.832	50.313	0,0%	20,0%	0,0%	20,0%	0,0%	26,3%	26,3%	4,2%
- stroški prodanega blaga in mater.	118.649	825.088	435.577	457.605	83,5%	67,1%	83,5%	67,1%	83,5%	33,8%	33,8%	38,6%
- stroški storitev	10.908	127.077	383.031	584.656	7,7%	10,3%	7,7%	10,3%	7,7%	29,7%	29,7%	49,3%
- stroški dela	0	512	7.239	18.091	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,6%	1,5%
- amortizacija	0	0	0	4.300	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%
- prevedenot. poslovni odhodki in odpisi Obs	0	2.727	78.289	20.850	0,0%	0,2%	0,0%	0,2%	0,0%	6,1%	6,1%	1,8%
- drugi stroški/prihodki	129.557	1.201.979	1.242.968	1.135.815	91,2%	97,7%	91,2%	97,7%	91,2%	96,5%	96,5%	95,8%
<b>Dobiček iz poslovanja EBIT</b>	<b>12.510</b>	<b>28.131</b>	<b>44.906</b>	<b>50.319</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,2%</b>
Prihodki iz financiranja	0	2	262	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odhodki iz financiranja	0	976	11.173	7.859	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Dobiček pred davki in izrednimi dogodki</b>	<b>12.510</b>	<b>27.157</b>	<b>33.995</b>	<b>42.460</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,6%</b>
Drugi prihodki	6	7.080	2.053	1.555	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%
Drugi odhodki	28	4.513	6.309	24.580	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,5%	0,5%	2,1%
<b>Dobiček pred davki</b>	<b>12.488</b>	<b>29.724</b>	<b>29.739</b>	<b>19.435</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>8,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,6%</b>
Odloženi davki	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Davki iz dobička	2.123	5.648	5.650	3.693	1,5%	0,5%	1,5%	0,5%	1,5%	0,4%	0,4%	0,3%
Poslovni izid manjšinskih lastnikov	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Čisti dobiček</b>	<b>10.365</b>	<b>24.076</b>	<b>24.089</b>	<b>15.742</b>	<b>7,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>7,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>7,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,3%</b>
<b>EBIT</b>	<b>12.510</b>	<b>28.131</b>	<b>44.906</b>	<b>50.319</b>								
<b>EBITDA</b>	<b>12.510</b>	<b>28.643</b>	<b>52.145</b>	<b>68.410</b>								
Davčna stopnja efektivno	17,0%	19,0%	19,0%	19,0%								
Stroški dela/delavca	6.233	16.504	18.145	20.064								

## Tabela 3

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019

### Analiza kazalnikov

v 'EUR	nerevidirano 2016	nerevidirano 2017	nerevidirano 2018	nerevidirano 2019
<b>Likvidnost</b>				
Denar / sredstva	7,0%	4,5%	0,9%	0,7%
Quick Ratio	1,4	1,2	1,4	1,3
Current Ratio	1,4	1,2	1,4	1,3
Obratni kapital / prihodki	4,8%	4,7%	10,8%	11,9%
<b>Zadolženost</b>				
Obveznosti / Sredstva	72,1%	82,0%	79,3%	73,4%
Finančni vzvod	0,05	0,55	0,71	0,63
Kapital / Sredstva	27,9%	18,0%	20,7%	26,6%
<b>Učinkovitost</b>				
Dnevi terjatev	134	58	65	69
Dnevi obveznosti do dobaviteljev	116	183	25	26
Dnevi zalog	0	206	0	0
Prihodki / Stalna sredstva	0,0	4,7	16,1	20,5
Prihodki / Sredstva	2,2	0,4	4,0	3,9
<b>Donosnost</b>				
EBITDA marža	8,8%	2,3%	4,0%	5,8%
EBIT marža	8,8%	2,3%	3,5%	4,2%
EBITDA / Sredstva	19,5%	0,9%	16,3%	22,3%
EBIT / Sredstva	19,5%	0,9%	14,1%	16,4%
<b>DuPont analiza</b>				
Čisti dobiček / Prihodki	7,3%	2,0%	1,9%	1,3%
Prihodki / Sredstva	2,2	0,4	4,0	3,9
Sredstva / Lastniški kapital	3,6	3,4	4,8	3,8
DuPont pokazatelj	58,0%	2,7%	36,5%	19,3%

## Tabela 4

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019

### Obratni kapital - brez finančnih postavk

v 'EUR	nerevidirano 2016	nerevidirano 2017	nerevidirano 2018	nerevidirano 2019
Zaloge	0	0	0	0
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0	0	0
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	52.004	196.455	228.443	224.973
Aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0
	52.004	196.455	228.443	224.973
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	45.138	139.138	89.748	84.109
Pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0
	45.138	139.138	89.748	84.109
<b>Obratni kapital</b>	<b>6.866</b>	<b>57.317</b>	<b>138.695</b>	<b>140.864</b>
kot % prihodkov (na letni osnovi)	4,8%	4,7%	10,8%	11,9%
Ciljna stopnja obratnega kapitala				12,0%
Presežek/primanjkljaj obratnega kapitala				-1.472
<b>Potreben obseg obratnega kapitala</b>				<b>142.336</b>
<b>Potrebne naložbe v obratni kapital</b>				<b>1.472</b>
Prihodek skupaj - kosmati donos	142.067	1.230.110	1.287.874	1.186.134

## Tabela 5

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019

### Celoten obratni kapital

<i>v 'EUR</i>	<i>nerevidirano</i> <b>2016</b>	<i>nerevidirano</i> <b>2017</b>	<i>nerevidirano</i> <b>2018</b>	<i>nerevidirano</i> <b>2019</b>
Zaloge	0	0	0	0
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0	0	0
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	52.004	196.455	228.443	224.973
Kratkoročne finančne naložbe	7.500	0	14.500	8.700
Denar in sredstva na banki	4.499	9.962	2.103	1.655
Aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0
	64.003	206.417	245.046	235.328
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	1.000	51.722	82.993	101.559
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	45.138	139.138	89.748	84.109
Pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0
	46.138	190.860	172.741	185.668
<b>Obratni kapital</b>	<b>17.865</b>	<b>15.557</b>	<b>72.305</b>	<b>49.660</b>
kot % prihodkov (na letni osnovi)	12,6%	1,3%	5,6%	4,2%
Prihodek skupaj - kosmati donos	142.067	1.230.110	1.287.874	1.186.134



## Tabela 6

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža kapitala  
na dan 31.december 2019

### Kapitalizacija normaliziranega denarnega toka

v EUR

Normaliziran  
NDT(0)

EBIT (dobiček iz poslovanja - normaliziran) - štiriletni

36.520

% rast

0,0%

davek na EBIT

19,0% (efektivna stopnja na dobiček)

-6.939

**EBIT po davkih**

**29.581**

Plus: amortizacija

18.091

Bruto denarni tok

47.672

Minus: potrebno povečanje obratnega kapitala v zadnjem letu (primanjkljaj)

-1.472

Manj: izdatki za investicije letno

-18.091

**Prosti denarni tok pred financiranjem**

**28.109**

Ocenjena vrednost investiranega kapitala za  
100% kontrolni delež

192.579

Mera uglavničenja

$(1+g)/(WACC-g)$

6,85

Manj: Obrestovani dolg 31.12.2019

-141.528

Plus: Sredstva na banki - presežna posl.nepotr.sred.

1.654

Plus: Dolg.fin.naložbe in nal.nepr.

0

Plus: Kratkoročne finančne naložbe

20.787

Plus: denarna sredstva

0

Ocenjena vrednost lastniškega kapitala za  
100% netržijski kontrolni delež

73.492

Manj: odbitek za nekontrolno

0,0%

0

Manj: diskont za pomanjkanje tržnosti

14,0%

10.289

Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala za  
100% delež, popravljen za  
pribitek/odbitek za kontrolo

63.203

Pesimistična ocena: 60.043

Srednja ocena: 63.203

Optimistična ocena: 66.363

Lastniški delež, ki je predmet ocenjevanja

100,00%

Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala za  
100% delež, popravljen za

diskont za pomanjkanje tržnosti in kontrole

63.203

## Tabela 7

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019

### Izračun stroška kapitala po CAPM (WACC)

#### Izračun koeficienta beta

Beta z zadolženostjo za Podjetje	=	1,34	Beta brez zadolženosti x (1 + (1 - davčna stopnja) x (dolga/lastniški kapital))
Beta brez zadolženosti - primerljiva podjetja	=	0,79	Beta brez zadolženosti v panogi "Engineering/Construction" po bazi Salvidio & Partners ter A.Damodaran
% dolga	=	46,0%	Ciljni delež dolga v tržni vrednosti kapitala
% lastniškega kapitala po tržni vrednosti	=	54,0%	100% - % dolga
Davčna stopnja - Podjetje	=	19,0%	Ciljna davčna stopnja

#### Ocena zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala Podjetja po modelu CAPM

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	=	23,58%	Netvegana stopnja donosa + (beta x prihodek za kapitalno tveganje) + prihodek za majhno podjetje + prihodek za deželno tveganje
Netvegana mera donosa	=	1,72%	Povprečna netvegana donosnost (na osnovi donosa 10-letnih obveznic v Nemčiji)
Beta z zadolženostjo - Podjetje	=	1,34	Tržna premija za tveganje (A.Damodaran)
Prihodek za kapitalno tveganje	=	4,72%	Deželno tveganje: Country Credit Rankings - TradingEconomics 2019 in A.Damodaran
Deželne prilagoditve	=	1,18%	Donos delnic majhnih podjetij, ki presega donos, ocenjen s CAPM - Micro Cap
Prihodek za majhnost	=	9,36%	Posebna dodatna tveganja (za ključne osebe)
Dodatna posebna tveganja Podjetja	=	5,00%	

#### Povprečni tehtani strošek kapitala

Povprečni tehtani strošek kapitala	=	14,60%	(% lastniškega kapitala x zahtevana stopnja donosa) + (% dolga x (1 - davčna stopnja) x strošek dolga)
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	=	23,58%	Izračun po modelu CAPM
Strošek dolga pred obdavčitvijo	=	5,00%	Nominalna obrestna mera dolga (povprečna) - historična
Strošek dolga po obdavčitvi	=	4,05%	
% dolga	=	46,0%	Ciljni delež dolga v tržni vrednosti kapitala
% lastniškega kapitala po tržni vrednosti	=	54,0%	100% - % dolga
Davčna stopnja - Podjetje	=	19,0%	Ciljna davčna stopnja (izhaja iz povprečne stopnje zadnjih let oz. gre za zakonski predpis)

#### Viri podatkov:

Beta: po bazi A.Damodaran, januar 2019 (0,74) ter podatek iz baze Salvidio & Partners (0,84)

Prihodek za kapitalno tveganje: A.Damodaran, 2019

Prihodek za majhnost: Torchino, Surana: Effect of liquidity on Size Premiums, 2016 (zgornji diskont glede na velikost in likvidnost) v zadnjem decilu

Deželno tveganje: Country Credit Rankings - TradingEconomics 2019 in Country Default Spreads - A.Damodaran, januar 2019

Posebna dodatna tveganja: diskonti za tveganje za izgubo ključnih zaposlenih

## Tabela 8

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019

### Tržljivost - diskont za pomanjkanje tržljivosti

#### A. Študije delnic z omejeno prenosljivostjo

Študija	Obdobje	Povprečen odbitek	
SEC Institutional Investor	1966-1969	25,8%	
SEC Nonreporting OTC Co's	1966-1969	32,6%	
Milton Gelman	1968-1970	33,0%	
Robert Trout	1968-1972	33,5%	
Robert Moroney	1968-1972	35,6%	
Michael Maher	1969-1973	35,4%	
Standard Research Consultants	1978-1982	45,0%	Mediana
Willamette Management Assoc.	1981-1984	31,2%	Mediana
William Silber	1981-1988	33,8%	
FMW Opinions, Inc	1979-1992	23,0%	
Management Planning, Inc	1980-1996	27,1%	
Bruce Johnson	1991-1995	20,0%	
Columbia Financial Advisers	1996-1997	21,0%	
Columbia Financial Advisers	1997-1998	13,0%	
Povprečje		29,3%	
Mediana		31,9%	

#### B. Študije transakcij pred javno prodajo

Robert W. Baird & Company Studies  
(transakcije 5 mesecev pred javno prodajo)

	Poprečen odbitek	Mediana odbitek
1980-81	60,0%	66,0%
1985-86	43,0%	43,0%
1987-89	45,0%	45,0%
1989-90	45,0%	40,0%
1990-92	42,0%	40,0%
1991-93	45,0%	44,0%
1994-1995	45,0%	45,0%
1995-1997	43,0%	42,0%
Mediana	45,0%	43,5%
Poprečje	46,0%	45,6%

#### Faktorji diskonta za pomanjkanje tržljivosti

	Ocena	max	
1 Pravica prodaje	vpliva		46%
2 Izplačila dividend	malo vpliva		23%
3 Potencialni kupci	vpliva		11%
4 Velikost svežnja	malo vpliva		23%
5 Predvidevanja javne prodaje delnic	ne vpliva		11%
6 Dostop do informacij in zanesljivost	vpliva		0%
7 Velikost podjetja	vpliva		23%
8 Restriktivna statutarna določila	ne vpliva		0%
<b>SKLEP:</b>	<b>ODBITEK ZA POMANJKANJE TRŽLJIVOSTI</b>		<b>14%</b>

Vir: Pratt et al., Valuing a Business: The Market pproach to Valuing Businesses (2th Edition, 2005)

Mergerstat Review 2008: Podatki o DLOM v desetletnem obdobju 1999-2008

## Tabela 9

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019

### Kontrola - diskont za pomanjkanje kontrole

Leto	Mediana pribitka za obvladovanje	Odbitek za manjšinski delež	Elementi obvladovanja	
1985	27,7%	21,7%	1 Imenovanje uprave	da
1986	29,9%	23,0%	2 Določanje nadomestil članov uprave in posloводства	da
1987	30,8%	23,5%	3 Določanje poslovne politike in strategije	da
1988	30,9%	23,6%	4 Izbiranje zunanjih partnerjev	da
1989	29,0%	22,5%	5 Dostop do finančnih izkazov	da
1990	32,0%	24,2%	6 Prevzem drugega podjetja, likvidacija, prodaja sredstev	0
1991	29,4%	22,7%	7 Nakup in prodaja lastnih delnic	0
1992	34,7%	25,8%	8 Sprememba družabniške pogodbe	da
1993	33,0%	24,8%	9 Določanje in izplačevanje dividend in drugih izplačil	da
1994	35,0%	25,9%	10 Odločitev za javno ponudbo delnic, dokapitalizacijo	da
1995	29,2%	22,6%	11 Sprememba statuta	da
1996	27,3%	21,4%	12 Zadržanje izvedbe zgoraj navedenih odločitev	da
1997	27,5%	21,6%	13 Število neodvisnih članov nadzornega sveta	0
1998	30,1%	23,1%		
1999	34,6%	25,7%		
2000	41,1%	29,1%		
2001	40,5%	28,8%		
<b>Povprečje</b>	<b>31,9%</b>	<b>24,1%</b>		

0,0% Izbran odbitek za neobvladovanje ON

0,0% Izbran pribitek za obvladovanje PO

Formula:  $ON = 1 - 1/(1+PO)$

Vir: Mergerstat Review Control Premium Study.

**Tabela 10**

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019Metoda čiste vrednosti sredstev pod pogoji "going concern"

v EUR	Stanje 31.12.2019	Indeks ocenjena/ knjižna	Ocenjena vrednost
<b>Stalna sredstva</b>			
Neopredmetena dolgoročna sredstva	0	0,0%	0
Opredmetena osnovna sredstva	57.686	85,0%	49.033
nepremičnine	0	0,0%	0
oprema	57.686	85,0%	49.033
predujmi za pridobitev osn.sredstev/sred.v gradnji	0	0,0%	0
Dolgoročne finančne naložbe in dolg.terjatve	0	0,0%	0
	<b>57.686</b>	<b>85,0%</b>	<b>49.033</b>
<b>Gibljava sredstva</b>			
Zaloge	0	0,0%	0
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0,0%	0
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	224.973	90,0%	202.476
Kratkoročne finančne naložbe	23.097	90,0%	20.787
Denar in sredstva na banki	1.654	100,0%	1.654
Aktivne časovne razmejitve	0	0,0%	0
	<b>249.724</b>	<b>90,1%</b>	<b>224.917</b>
<b>SREDSTVA SKUPAJ</b>	<b>307.410</b>	<b>89,1%</b>	<b>273.950</b>
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	101.559	100,0%	101.559
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	84.109	90,0%	75.698
Dolgoročne obveznosti in rezervacije	39.969	100,0%	39.969
Kratkoročne PČR	0	0,0%	0
<b>Obveznosti skupaj</b>	<b>225.637</b>	<b>96,3%</b>	<b>217.226</b>
<b>Sredstva manj obveznosti (vrednost 100% delež v lastniškem kapitalu Podjetja) = kapital</b>	<b>81.773</b>	<b>69,4%</b>	<b>56.724</b>
Manj: Odbitek za neobvladujoč delež		0,0%	0
Manj: Odbitek za pomanjkanje tržljivosti 14%		14,0%	-7.941
<b>Ocena 100% lastniškega deleža v kapitalu na going concern osnovi</b>			<b>48.783</b>
	<b>Optimist.</b>	<b>Srednja</b>	<b>Pesimist.</b>
	<b>43.904</b>	<b>48.783</b>	<b>53.661</b>

**Tabela 11**

CK INSTALACIJE d.o.o.

Tržna vrednost 100% deleža v družbi  
na dan 31.december 2019Metoda čiste vrednosti sredstev pod pogoji likvidacije

v EUR	Stanje 31.12.2019	Indeks ocenjena/ knjižna	Ocenjena vrednost
<b>Stalna sredstva</b>			
Neopredmetena dolgoročna sredstva	0	0,0%	0
Opredmetena osnovna sredstva	57.686	85,0%	49.033
<i>nepremičnine</i>	0	0,0%	0
<i>oprema</i>	57.686	85,0%	49.033
<i>predujmi za pridobitev OS/sred.v gradnji</i>	0	0,0%	0
Dolgoročne finančne naložbe in dolg.terjatve	0	0,0%	0
	<b>57.686</b>	<b>85,0%</b>	<b>49.033</b>
<b>Gibljava sredstva</b>			
Zaloge	0	0,0%	0
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0,0%	0
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	224.973	90,0%	202.476
Kratkoročne finančne naložbe	23.097	90,0%	20.787
Denar in sredstva na banki	1.654	100,0%	1.654
Aktivne časovne razmejitve	0	0,0%	0
	<b>249.724</b>	<b>90,1%</b>	<b>224.917</b>
<b>SREDSTVA SKUPAJ</b>	<b>307.410</b>	<b>89,1%</b>	<b>273.950</b>
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	101.559	100,0%	101.559
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	84.109	90,0%	75.698
Dolgoročne obveznosti in rezervacije	39.969	100,0%	39.969
Kratkoročne PČR	0	0,0%	0
<b>Obveznosti skupaj</b>	<b>225.637</b>	<b>96,3%</b>	<b>217.226</b>
<b>Sredstva manj obveznosti (vrednost 100% deleža v lastniškem kapitalu Podjetja)</b>	<b>81.773</b>	<b>69,4%</b>	<b>56.724</b>
Manj: Odbitek za neobvladujoč delež		0,0%	0
Manj: Odbitek za pomanjkanje tržljivosti 14%		14,0%	-7.941
Manj: stroški odpravnin za zaposlene			-24.360
Manj: stroški likvidacijskega postopka (10% od ocenjenega kapitla)			-5.672
<b>Ocena 100% lastniškega deleža v kapitalu na likvidacijski osnovi</b>			<b>18.750</b>
	<b>Pesimist.</b>	<b>Srednja</b>	<b>Optim.</b>
	<b>16.875</b>	<b>18.750</b>	<b>20.625</b>