



POROČILO
o oceni vrednosti 33,33 % deleža podjetja
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.
na dan 31. 12. 2018

Ljubljana, december 2019

KAZALO VSEBINE

1. POVZETEK VREDNOTENJA	4
2. IZHODIŠČA VREDNOTENJA	5
2.1. Identifikacija naročnika in uporabnikov	5
2.2. Identifikacija podjetja (sredstev), ki se ocenjuje	5
2.3. Datum ocenjevanja vrednosti	5
2.4. Namen ocenjevanja vrednosti	5
2.5. Značilnosti lastništva oz. vidik obvladovanja	5
2.6. Podlaga ocenjevanja vrednosti (angl. basis of value)	6
2.7. Omejitve pri vrednotenju	7
2.8. Obseg projekta	8
2.9. Hierarhija standardov ocenjevanja vrednosti	8
3. PREDSTAVITEV PODJETJA	9
3.1. Dolgoročni razvoj in strategija podjetja	9
3.2. Zaposleni	9
3.3. Geografska analiza prodaje	10
3.4. Geografska analiza nabave	10
3.5. Investicije	10
4. PREGLED MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA IN PANOG	11
4.1. Mednarodno okolje	11
4.2. Slovenija	11
4.3. Ključne ugotovitve analize makroekonomskega okolja	17
4.4. Analiza panoge	18
4.5. Finančna analiza panoge in primerljivih podjetij	19
5. FINANČNA ANALIZA POSLOVANJA PODJETJA AZGARD NANO TEHNOLOGIJE d.o.o.	26
5.1. Bilanca stanja	26
5.2. Analiza izkaza poslovnega izida	33
5.3. Analiza kazalnikov	38
5.4. Zaključek finančne analize za potrebe vrednotenja	41
6. METODOLOGIJA OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA	43
6.1. Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti	44
6.2. Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti	44
6.3. Nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti	46
6.4. Izbrani načini, metode in postopki ocenjevanja vrednosti	47
6.5. Odbitki in pribitki	47
7. OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA	52
7.1. Ocenjevanje po metodi prilagojenih knjigovodskih vrednosti	52
8. SKLEPNE UGOTOVITVE OCENJEVANJA VREDNOSTI	57
9. UPORABLJENI VIRI IN LITERATURA	59
10. PRILOGE	60
Priloga – model vrednotenja družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o. na dan 31. 12. 2018.....	60
Pribitek za tveganje majhnega podjetja	61
Vprašalnik za oceno vrednosti podjetja	62

KAZALO TABEL IN SLIK

Tabela 1:	Lastniška struktura podjetja Azgard Nano Tehnologije na dan 31. 12. 2018 (v %)	6
Tabela 2:	Predpostavke napovedi glede gospodarske rasti v najpomembnejših trgovinskih partnericah (v %)	11
Tabela 3:	Pomembnejši makroekonomski kazalniki Slovenije za obdobje 2015–2020	12
Tabela 4:	Rast v % bruto plač na zaposlenega v javnem in zasebnem sektorju	15
Tabela 5:	Izbrani podatki o poslovanju dejavnosti N 82.990 Druge nerazvrščene spremljajoče dejavnosti za poslovanje, 2015–2018	19
Tabela 6:	Opis primerljivih podjetij v Sloveniji	20
Tabela 7:	Izbrani kazalniki poslovanja v primerjavi s primerljivimi podjetji v letu 2018 (v % in količnikih)	20
Tabela 8:	Čisti prihodki od prodaje v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (EUR)	21
Tabela 9:	Sprememba prihodkov v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)	21
Tabela 10:	EBIT v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (EUR)	21
Tabela 11:	EBIT marža v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)	22
Tabela 12:	EBITDA podjetja v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (EUR)	22
Tabela 13:	EBITDA marža podjetja v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)	23
Tabela 14:	Delež stroškov blaga, materiala in storitev v ČPP v obdobju 2015–2018 (v %)	24
Tabela 15:	Čisti poslovni rezultat v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (EUR)	24
Tabela 16:	Neto marža v prihodkih v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)	24
Tabela 17:	Bilanca stanja podjetja Azgard Nano Tehnologije od 31. 12. 2015 do 31. 12. 2018	27
Tabela 18:	Gibanje obrata kratkoročnih poslovnih terjatev v obdobju od 2015 do 2018 glede na prodajne prihodke	29
Tabela 19:	Gibanje obrata kratkoročnih poslovnih obveznosti v obdobju od 2015 do 2018 glede na prodajne prihodke	31
Tabela 20:	Gibanje neto obratnega kapitala (NWC) po letih v obdobju od 2015 do 2018 (v dnevih oz. v %)	32
Tabela 21:	Prikaz likvidnosti sredstev v obdobju od 2015 do 2018	32
Tabela 22:	Izkaz poslovnega izida podjetja Azgard Nano Tehnologije od 2015 do 2018	33
Tabela 23:	Gibanje EBIT, EBITDA in obeh marž v obdobju od 2015 do 2018	36
Tabela 24:	Prilagoditev EBIT in EBITDA marže Podjetja v obdobju od 2015 do 2018	37
Tabela 25:	Finančni kazalniki poslovanja za obdobje od 2015 do 2018	39
Tabela 26:	Metoda prilagojene knjigovodske vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije Podjetja na dan 31. 12. 2018	54
Slika 1:	Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij 2006–2. četrtletje 2018 (v mrd EUR in v %)	15
Slika 2:	Obrestne mere z EUROBIJ-jem za nove posle (dolgoročna posojila) ter obrestne mere za posojila podjetjem nad 1 mio EUR 2011–2018 (v %)	16
Slika 1:	EBIT marža v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)	22
Slika 2:	EBITDA marža podjetja v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018	23
Slika 3:	Neto marža v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018	25
Slika 4:	Struktura bilance stanja podjetja Azgard Nano Tehnologije na dan 31. 12. 2018	26
Slika 5:	Sprememba celotnih sredstev na dan 31. 12. 2018 glede na 31. 12. 2017, v EUR in %	30
Slika 6:	Sprememba obveznosti do virov sredstev na dan 31. 12. 2018 glede na 31. 12. 2017, v EUR in %	31
Slika 7:	Struktura poslovnega izida in čistega poslovnega izida Podjetja za leto 2018	34
Slika 8:	Gibanje poslovnih odhodkov v obdobju od 2015 do 2018	35
Slika 9:	Sprememba poslovnega izida v letu 2018 glede na leto 2017	36
Slika 10:	Sprememba čistega poslovnega izida v letu 2018 glede na leto 2017	38
Slika 11:	Sprememba marže iz poslovanja in neto marže v letu 2018 glede na leto 2017	38
Slika 12:	Kazalniki dobičkonosnosti za obdobje od 2015 do 2018	40
Slika 13:	Aktivnostni kazalniki za obdobje od 2015 do 2018	40
Slika 14:	Kazalniki finančnega stanja podjetja za obdobje od 2015 do 2018	41
Slika 15:	Izbrani finančni podatki podjetja za obdobje od 2015 do 2018	42

1. POVZETEK VREDNOTENJA

Skladno z namenom ocenjevanja, značilnostmi ocenjevanega podjetja ter predpostavkami in omejitvami, predstavljenimi v tem poročilu, smo pri oceni vrednosti 33,33-odstotnega deleža v lastniškem kapitalu družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o., na dan 31. 12. 2018 upoštevali rezultat, dobljen z uporabo metode seštevanja, zasnovane na nabavnovrednostnem načinu.

Namen poročila je podati oceno tržne vrednosti **33,33-odstotnega lastniškega kapitala družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o.**, Pristaniška ul. 8, 6000 Koper, z vidika manjšinskega lastnika na netržljivi osnovi na dan 31. 12. 2018 za namen sodnega postopka opr. št. 0237 I 47/2019, ki se vodi pri Okrožnem sodišče v Kopru.

Naloge smo se lotili skrbno in temeljito ter proučili vse pomembne faktorje in dokumentacijo, ki vplivajo na vrednost družbe. Vrednost je določena na osnovi rezultata, dobljenega z metodo diskontiranih denarnih tokov, predstavljenega v poročilu.

Na podlagi dosedanje analize in vseh predstavljenih predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov ocenjujemo, da **33,33 % lastniškega kapitala družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o. na dan 31. 12. 2018 na netržljivi osnovi znaša 0 EUR.**

Uporaba poročila o oceni vrednosti je dovoljena le za namen, definiran v uvodnem delu. Poročilo je sestavljeno skladno z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti in s slovenskimi poslovno finančnimi standardi ter kodeksom poklicne etike ocenjevalcev vrednosti, na osnovi podatkov, ki jih je posredovalo vodstvo ocenjevane družbe.

Ta ocena predstavlja naše nepristransko mnenje o vrednosti kapitala ocenjevane družbe. Izvajalec izjavlja, da nima nobenih interesov na lastnini ali vodenju, kar potrjuje z izjavo v tem poročilu. Poročilo predstavlja poslovno skrivnost in zahteva temu primerno ravnanje.

Zgoraj navedeno mnenje o ocenjeni vrednosti je zgolj razumna ocena, po kateri premoženje preide iz rok prodajalca v roke kupca. Dejansko plačana cena v poslovnem dogodku, ki se nanaša na predmetno premoženje, se lahko razlikuje od ocenjene vrednosti zaradi različnih vzrokov, kot so na primer motivacija pogodbenih strank, pogajalske sposobnosti strank, strukture poslovnega dogodka (npr. struktura financiranja) ali zaradi drugih dejavnikov, ki so lastni samo temu poslovnemu dogodku.

2. IZHODIŠČA VREDNOTENJA

2.1. Identifikacija naročnika in uporabnikov

Ime in sedež podjetja:

Firma: AZGARD NANO TEHNOLOGIJE, razvoj, proizvodnja, trgovina, storitve, d.o.o.
Kratko ime: AZGARD NANO TEHNOLOGIJE, d.o.o.
Sedež: Pristaniška ulica 8, 6000 Koper-Capodistria

Pravna oblika:

Azgard Nano Tehnologije d.o.o. (v nadaljevanju tudi: Podjetje oz. ocenjevano podjetje oz. proučevano podjetje) je organizirana kot družba z omejeno odgovornostjo. Vpisana je v sodni/poslovni register (AJPES PORTAL), matična številka 6912877000.

Naročnik in uporabnik Poročila je gospa sodnica Alenka Gerk Ljubič z Okrajnega sodišča v Kopru.

Izvajalec ocenjevanja je mag. Črtomir Časar, sodni cenilec ekonomske stroke.

2.2. Identifikacija podjetja (sredstev), ki se ocenjuje

Predmet ocenjevanja je 33,33-odstotni delež v lastniškem kapitalu družbe Azgard Nano Tehnologije, d.o.o. na dan 31. 12. 2018.

2.3. Datum ocenjevanja vrednosti

Datum ocenjevanja vrednosti, to je datum, za katerega velja Poročilo o oceni vrednosti, je na dan 31. 12. 2018. Ocenjevanje vrednosti je potekalo decembra 2019.

2.4. Namen ocenjevanja vrednosti

Vrednotenje je izdelano za namen določitve tržne vrednosti 33,33-odstotnega lastniškega deleža družbe Azgard Nano Tehnologije, d.o.o. na dan 31. 12. 2018 v okviru sodnega postopka opr. št. 0237 I 47/2019, ki se vodi pri Okrožnem sodišče v Kopru.

2.5. Značilnosti lastništva oz. vidik obvladovanja

Osnovni kapital družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o. je znašal na dan 31. 12. 2018 11.700,00 EUR in je bil enak registriranemu.

Tabela 1: Lastniška struktura podjetja Azgard Nano Tehnologije na dan 31. 12. 2018 (v %)

Ime družbenika	Lastniški delež
Milan Susman	33,33%
Ruslan Karsey	33,33%
ANTANT d.o.o.	33,33%
Skupaj	100,00 %

Vir: AJPEŠ.

Na podlagi zgornje tabele je razvidno, da so imeli na datum vrednotenja vsi družbeniki enak lastniški delež v podjetju.

Vidik tržljivosti

Na tržljivost ocenjevanja vrednosti vplivajo naslednji parametri:

- Podjetje je organizirano kot družba z omejeno odgovornostjo. Z lastniškimi deleži družbe se ne trguje na organiziranem trgu kapitala, na katerem bi bilo možno takoj in brez dodatnih stroškov prodajati oziroma kupovati lastniške deleže.
- Z vidika zgoraj opredeljenih parametrov tržljivosti je unovčevanje lastniškega deleža v preučevani družbi povezano z znatno večjim tveganjem, kot to velja za proste lastniške deleže (delnice), ki kotirajo na borzi. Posledično je takšen lastniški delež manj zanimiv za potencialne vlagatelje in tudi manj vreden.

2.6. Podlaga ocenjevanja vrednosti (angl. basis of value)

Tržna vrednost je v skladu z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti (MSOV) opredeljena kot ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala premoženje na datum ocenjevanja vrednosti v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri kateri sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile (MSOV, 2017, str. 18).

Ključne značilnosti tržne vrednosti so:

- ocenjeni znesek se nanaša na ceno, izraženo v denarju, kar pomeni najverjetnejšo ceno, ki jo je za neko premoženje mogoče doseči na trgu na določen dan vrednotenja;
- gre za pogojno ceno, doseženo le ob uresničitvi pogojev in predpostavk, na katerih smo utemeljili oceno vrednosti;
- velja za določen dan ocenjevanja vrednosti in je lahko popolnoma neustrezna za kakšen drug dan, saj se razmere na trgu nenehno in hitro spreminjajo;
- voljan kupec je motiviran za nakup, ne pa prisiljen;
- voljan prodajalec je motiviran za prodajo, ne pa prisiljen;
- posel med nepovezanima in neodvisnima strankama (angl. »arm's length transaction«);
- opravljen je bil ustrezen postopek trženja; stranki sta dobro obveščeni in delujeta razumno;
- pri katerem sta stranki delovali seznanjeno, preudarno predpostavlja, da sta voljni kupec in voljni prodajalec primerno seznanjena z naravo in značilnostmi sredstva, z njegovo dejansko in morebitno uporabo in razmerami na trgu na datum ocenjevanja vrednosti (MSOV, 2017, str. 18-19).

2.7. Omejitve pri vrednotenju

V nadaljevanju bomo predstavili glavne metodološke predpostavke ocenjevanja vrednosti in omejitve ocenjevanja vrednosti, ki so vplivale na ocenjevanje vrednosti ciljne družbe:

- Ocena vrednosti predmeta vrednotenja se lahko uporablja le za v cenitvenem poročilu določen namen in datum vrednotenja.
- Ocenjevanje vrednosti je bilo izvedeno ob predpostavki nedelujočega podjetja.
- Ocenjevanje vrednosti preučevanega podjetja je bilo opravljeno izključno za namen sodnega postopka opr. št. 0237 I 47/2019.
- Poročilo je pripravljeno v vlogi sodnega cenilca.
- Ocenjevanje vrednosti je potekalo novembra in decembra 2019.
- Ocene vrednosti, prikazane v tem poročilu, se nanašajo samo na to vrednotenje in za to vrednotenje določen namen ter ne smejo biti uporabljene izven tega konteksta brez soglasja izvajalca.
- Ocena vrednosti je izdelana na dan 31. 12. 2018, pri čemer so upoštevane razmere in stanje na ta dan.
- Naše poročilo služi izključno naročniku poročila ter namenu, predstavljenemu v uvodnem delu. Poročilo se ne sme uporabiti za drug namen ali razpečevati drugim strankam brez našega predhodnega pisnega soglasja.
- V času izvajanja ocenjevanja vrednosti so nam bili zagotovljeni v tem poročilu uporabljeni podatki, tako poslovni kot projekcijski. Pri analizi smo se zanašali na dane podatke brez neodvisne preveritve le-teh. Prav tako ne izdajamo nobenega mnenja ali druge oblike zagotovitve pravilnosti glede podatkov.
- Vrednotenje je bilo poleg ostalega izdelano na podatkih in informacijah, posredovanih s strani takrat odgovornih oseb v družbi.
- Izvajalec v zvezi s tem vrednotenjem in njeno vsebino ni dolžan pričati pred sodiščem ali drugimi državnimi organi, v kolikor se o tem dodatno ne dogovori.
- Poročilo o oceni vrednosti predstavlja poslovno skrivnost in zahteva temu primerno ravnanje.
- Ocena vrednosti se nanaša na dan ocenjevanja in se bo oziroma bi se razlikovala od ocene vrednosti, opravljene na drug dan.
- Mnenje ni izdelano v skladu z MSOV.

Pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala v obravnavani družbi smo izhajali iz virov, opisanih v točki 9 tega poročila. Pri pripravi tega poročila smo med drugim uporabljali tudi podatke in informacije, ki so nam bile posredovane s strani predstavnika podjetja in jih sami nismo dodatno preverjali, zato ne odgovarjamo za napačne analize oziroma zaključke, če bi le-ti izhajali iz podatkov ali informacij, ki so nam bili posredovani s strani ocenjevanega podjetja, ali če bi predstavnik podjetja namenoma ali iz malomarnosti zamolčal podatke, pomembne in potrebne za izvedbo ocenjevanja vrednosti.

Opravljeno ocenjevanje vrednosti Podjetja temelji na številnih predpostavkah, vrednosti posameznih predpostavk pa so opredeljene glede na preteklo poslovanje Podjetja, kritično presojo prejetih strateških napovedi, analizo panoge, v katero sodi proučevano podjetje, in predvidene gospodarske razmere. Morebitne drugačne realizirane stopnje rasti prihodkov, dosežene EBITDA marže in investicijska politika bi lahko pomembno vplivale na ocenjeno vrednost lastniškega kapitala podjetja.

2.8. Obseg projekta

Pri izvedbi ocenjevanja vrednosti smo pregledali naslednje dokumente in izvedli naslednje aktivnosti:

- Pregledali smo informacije v zvezi s preteklim delovanjem Podjetja, informacije v zvezi s panogo in konkurenco v panogi, v kateri deluje Podjetje.
- Pregledali smo podatke o poslovanju Podjetja v obdobju 31. 12. 2015 – 31. 12. 2018.
- Pregledali in analizirali smo računovodske izkaze Podjetja v obdobju 31. 12. 2015 – 31. 12. 2018.
- Pregledali in analizirali smo finančne informacije in tržne informacije za primerljiva podjetja v Sloveniji.
- S strani ocenjevane družbe smo prejeli podatke o poslovanju družbe v preteklem obdobju in predstavitev družbe, zato je večina analiz (panožna, trendi v panogi) temeljila na javno dostopnih podatkih.
- Dne 12. 9. 2019 smo na sedež podjetja poslali prošnjo za pridobitev ključnih dokumentov za potrebe ocenjevanja vrednosti podjetja (Priloga 11.3), vendar odgovora do danes nismo prejeli, enako nisem opravil intervjuja ali prejel informacij o prihodnjem poslovanju Podjetja.

2.9. Hierarhija standardov ocenjevanja vrednosti

Mnenje o ocenjevanju vrednosti je izdelano v skladu s stroko.

3. PREDSTAVITEV PODJETJA

Naziv:	AZGARD NANO TEHNOLOGIJE, razvoj, proizvodnja, trgovina, storitve, d.o.o.
Skrajšan naziv:	AZGARD NANO TEHNOLOGIJE, d.o.o.
Sedež družbe:	Pristaniška ulica 8, 6000 Koper-Capodistria
Matična številka:	6912877000
Davčna številka:	SI 26649144
Šifra dejavnosti:	82.990 D.n. spremljajoče dejavnosti za poslovanje
Pravno organizacijska oblika:	Družba z omejeno odgovornostjo d.o.o.
Velikost podjetja:	Majhno
Osnovni kapital:	11.700,00 EUR
Organi družbe:	poslovodstvo
Število zaposlenih na dan 31. 12. 2018	1

Podjetje Azgard Nano tehnologije je bilo ustanovljeno za prenos znanja o fulerenih v proizvodnjo industrijskega obsega, ki omogoča proizvodnjo velikih količin fulerenov in njihovo uporabo v različnih naprednih aplikacijah.¹ Njihova patentirana tehnologija proizvodnje fulerena v visokofrekvenčni plazmi predstavlja novo obdobje v proizvodnji in uporabi fulerenov, saj omogoča proizvodnjo 2 kg fulerenov dnevno z eno napravo. V podjetju Azgard so razvili tehnologijo za suho in istočasno ločevanje fulerenov, kar omogoča pridobivanje kemično in fizično čiste fulerene, in sicer brez uporabe tekočin in kemikalij.

Glavne prednosti, ki jih podjetje ima v proizvodnji fulerenov so:

- proizvodnja industrijskih količin;
- hkratno ločevanje fulerenov,
- neprekinjen cikel proizvodnje,
- kemično čisti fulereni, razredov C60, C70, C84 in višje,
- zaprt in suh tehnološki postopek, ki je okolju prijazen (brez odpadkov in brez onesnaževanja),
- hitra vračilo investicije (1–2 leti).

3.1. Dolgoročni razvoj in strategija podjetja

Dolgoročni razvoj in strategija podjetja je v celoti usmerjena v proizvodnjo fulerenov.

3.2. Zaposleni

Podjetje ima na datum vrednotenja enega zaposlenega.

¹ Fluren je policiklični aromatski ogljikovodik. Oblikuje bele kristale; ki imajo značilen, aromatičen vonj, podoben vonju naftalena. Je gorljiv. Ima vijolično flurescenco, od tod tudi njegovo ime. Za komercialne namene se pridobiva iz premogovega katrana. Fluren je netopen v vodi in topen v številnih organskih topilih. Fluren je predhodnik drugih flurenskih spojin; matična vrsta ima malo aplikacij.

Fulerenske aplikacije se lahko uporabljajo na številnih področjih industrije npr. v proizvodnji baterij (shranjevanje energije), fotovoltaičnih celic, pri vodnih filterih, v metalurgiji in v oljni industriji (za maziva).

3.3. Geografska analiza prodaje

Podjetje vse svoje izdelke in storitve proda na slovenskem trgu.

3.4. Geografska analiza nabave

Podjetje ves material in vse storitve nabavi na domačem, slovenskem trgu.

3.5. Investicije

Glavna investicija je bila v letu 2016 nakup stroja za obrabo grafita v višini 174 tisoč EUR. V tem letu je podjetje kupilo še stroj za sejanje z zračnim curkom, odsesavalo napravo in izolator s komoro v skupni vrednosti 16,9 tisoč EUR.

4. PREGLED MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA IN PANOGE

4.1. Mednarodno okolje

Gospodarska rast v evrskem območju naj bi se na podlagi napovedi mednarodnih institucij v obdobju 2018–2020 gibala med 1,6 % in 2,1 %. Podpirala jo bosta domača in tuja potrošnja. Naj bi temeljila predvsem na rasti zasebne potrošnje ob nadaljnjem izboljšanju razmer na trgu dela. Nadaljevalo naj bi se tudi okrevanje investicij. Skladno s pričakovano postopno krepitvijo rasti svetovnega gospodarstva naj bi se vnovič začela krepiti tudi rast izvoza.

Za obdobje 2018–2020 je predvidena nadaljnja zmerna rast kreditov podjetjem in razmeroma visoka rast kreditov gospodinjstvom. Ob ugodnih gibanjih na trgu dela in nadaljevanju (letos še nekoliko višje) rasti potrošnje gospodinjstev se bo nadaljevala visoka rast stanovanjskih in potrošniških kreditov gospodinjstvom.

Med našimi pomembnejšimi trgovinskimi partnericami izven evrskega območja naj bi se ugodna gospodarska rast nadaljevala na območju Zahodnega Balkana (vključno s Hrvaško) z manjšo upočasnitvijo. V Rusiji naj bi se nadaljevalo gospodarsko okrevanje ob predpostavljenih višjih cenah nafte.

Tabela 2: Predpostavke napovedi glede gospodarske rasti v najpomembnejših trgovinskih partnericah (v %)

	2017	E2018	E2019	E2020
EU	2,4	2,1	1,9	1,6
Evrsko območje	2,4	2,1	1,9	1,6
Nemčija	2,2	1,9	1,9	1,7
Italija	1,5	1,3	1,1	1,0
Avstrija	3,0	2,8	2,1	1,7
Francija	2,2	2,0	1,7	1,6
Hrvaška	2,9	2,6	2,6	2,5
Rusija	1,8	1,8	1,7	1,7

Vir: UMAR, jesenska napoved, september 2018.

Evrске cene nafte se bodo v povprečju leta 2018 povišale več kot 26 odstotkov, v prihodnjih letih pa se bo cena znižala. Tako naj bi bila v letu 2018 povprečna cena soda nafte brent v višini 71,6 USD/sodček. Predpostavka glede gibanja dolarskih cen neenergetskih surovin za leto 2018 predvideva 7-odstotni upad evrskih cen, v prihodnjih dveh letih pa ohranjanje na podobni ravni.

4.2. Slovenija

UMAR-jeva jesenska napoved za leto 2018 predvideva gospodarsko rast v višini 4,4 %, nadaljevanje konjunktura se pričakuje tudi v prihodnjih dveh letih (3,7 % in 3,4 %). Pri pripravi napovedi so izhajali iz zelo ugodnih gospodarskih razmer v domačem okolju ter nadaljevanja visokih pričakovanj podjetij in

potrošnikov. Ključni razlogi letošnje nadaljnje visoke rasti bodo še naprej visoke rasti izvoza in investicij, ob višji rasti razpoložljivega dohodka se bo rast zasebne potrošnje še pospešila. V prihodnjih letih bodo na nekoliko nižjo gospodarsko rast vplivali predvsem postopno upočasnjevanje rasti tujega povpraševanja in demografski dejavniki, ki se bodo odrazili predvsem v nižji rasti zaposlenosti in trošenja gospodinjstev.

Tabela 3: Pomembnejši makroekonomski kazalniki Slovenije za obdobje 2015–2020

Realne stopnje rasti v %, razen kjer ni drugače navedeno

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
				napoved	napoved	napoved
BRUTO DOMAČI PROIZVOD	2,3	3,1	4,9	4,4	3,7	3,4
BDP v mio EUR* (tekoče cene)	38.863	40.357	43.000	45.742	48.529	51.445
BDP na prebivalca v EUR (tekoče cene in tekoči tečaj)	18.836	19.547	20.815	22.154	23.511	24.936
BDP na prebivalca v USD (tekoče cene in tekoči tečaj)	20.898	21.636	23.515	26.186	27.038	28.677
BDP na prebivalca po kupni moči (PP)	23.800	24.100	25.400			
BDP na prebivalca po kupni moči (PPS EU28=100)	82	83	85			
ZAPOSLENOST IN PRODUKTIVNOST						
Zaposlenost po nacionalnih računih	1,3	1,8	2,9	2,8	1,5	0,8
Število registriranih brezposelnih (povprečje leta v tisoč)	112,7	103,2	88,6	78,5	73,9	69,3
Stopnja registrirane brezposelnosti v %	12,3	11,2	9,5	8,2	7,7	7,2
Stopnja brezposelnosti po anketi o delovni sili v %	9,0	8,0	6,6	5,5	4,9	4,4
Produktivnost dela (BDP na zaposlenega)	1,0	1,3	1,9	1,5	2,1	2,6
PLAČE						
Bruto plače na zaposlenega - nominalna rast v %	1,0	1,8	2,7	3,5	4,9	5,0
Zasebni sektor	0,5	1,7	2,9	4,2	4,8	5,4
Javni sektor	2,0	2,3	2,9	3,1	5,1	4,2
Bruto plače na zaposlenega - realna rast v %	1,5	2,0	1,3	1,7	2,8	2,6
Zasebni sektor	1,0	1,8	1,5	2,3	2,6	3,0
Javni sektor	2,6	2,4	1,5	1,3	2,9	1,8
MENJAVA S TUJINO						
Izvoz proizvodov in storitev	5,0	6,4	10,7	8,2	6,6	7,1
Izvoz proizvodov	5,3	6,2	11,0	8,3	6,8	7,5
Izvoz storitev	3,7	7,6	9,9	7,8	5,5	5,1
Uvoz proizvodov in storitev	4,7	6,6	10,3	8,0	7,1	7,3
Uvoz proizvodov	5,1	7,0	11,1	8,5	7,4	7,7
Uvoz storitev	2,3	4,2	5,9	5,0	5,1	4,5
PLAČILNA BILANCA - plačilno bilančna statistika						
Saldo tekočega rač. plačilne bil. v mio EUR	1.760	2.224	3.077	3.119	3.127	3.429
- delež v primerjavi z BDP v %	4,5	5,5	7,2	6,8	6,4	6,7
Saldo menjave s tujino v mio EUR	3.406	3.787	4.280	4.582	4.727	5.094
- delež v primerjavi z BDP v %	8,8	9,4	10,0	10,0	9,7	9,9

Nadaljevanje tabele na naslednji strani

Nadaljevanje tabele	2015	2016	2017	2018	2019	2020
				napoved	napoved	napoved
DOMAČE POVPRŠEVANJE						
Končna potrošnja	2,3	3,6	1,5	2,7	2,5	2,0
Delež v BDP v %	72,1	72,1	70,1	69,3	68,7	67,7
v tem:						
Zasebna potrošnja	2,3	3,9	1,9	2,7	2,6	2,2
Delež v BDP v %	53,6	53,3	51,9	51,3	50,8	50,0
Državna potrošnja	2,4	2,7	0,5	2,7	2,0	1,5
Delež v BDP v %	18,5	18,8	18,2	18,0	17,9	17,7
Investicije v osnovna sredstva	-1,6	-3,7	10,7	9,0	8,5	7,5
Delež v BDP v %	18,8	17,5	18,5	19,4	20,4	21,3
TEČAJ IN CENE						
Razmerje USD za 1 EUR	1,110	1,107	1,129	1,182	1,150	1,150
Realni efektivni tečaj - deflator CPI	4,1	0,3	0,4	0,8	0,1	0,4
Inflacija (konec leta)	-0,4	0,5	1,7	2,1	2,3	2,4
Inflacija (povprečje leta)	-0,5	-0,1	1,4	1,8	2,1	2,3
Cena nafte Brent v USD / sodček	52,4	44,8	54,3	71,6	72,2	69,3

Vir: UMAR, jesenska napoved, september 2018

Pospešeno rast **izvoza** poleg okrepljene rasti tujega povpraševanja spodbuja tudi izboljševanje izvozne učinkovitosti, ki je bila v letu 2017 še posebno intenzivna. Leta 2017 se je rast tujega povpraševanja občutno okrepila ob izboljšanju gospodarskih razmer v večini glavnih trgovinskih partneric. Hkrati se je občutno izboljšala tudi izvozna učinkovitost, ki se sicer povečuje že od leta 2011. Rast izvoza se bo v letu 2018 začela umirjati, vendar bo ostala visoka, kar bo posledica umirjanja rasti uvoza v trgovinskih partnericah, pritiskov rastočih stroškov dela na konkurenčnost. Realna rast izvoza bo še naprej prehitela rast uvoza trgovinskih partneric, vendar se bo razlika med njima zmanjševala.

Domača potrošnja bo tudi v obdobju 2018–2020 ostala pomemben dejavnik rasti. Trošenje gospodinjstev bo še naprej spodbujeno z rastjo razpoložljivega dohodka ob ugodnih razmerah na trgu dela, kar ugodno vpliva na zaupanje potrošnikov. V letih 2018 in 2019 se bo rast zasebne potrošnje sicer postopoma upočasnila, predvsem zaradi pričakovane nižje rasti zaposlenosti. Pričakuje se tudi nadaljevanje rasti investicij. Rast državne potrošnje se bo v letih 2019 in 2020 upočasnila.

Rast povpraševanja in ugodni pogoji za **investiranje** (visoki dobički, nizke obrestne mere) bodo podpirali rast investicij v opremo in stroje, ob oživljanju trga nepremičnin se pričakuje tudi rast stanovanjskih investicij. V vseh treh letih se bo nadaljevala tudi sicer skromna rast državne potrošnje.

Rast **zaposlenosti** bo letos še precej visoka, v prihodnjih letih pa se bo ob nižji rasti gospodarske aktivnosti in predvsem pod vplivom demografskih sprememb postopoma umirila. V celotnem obdobju pričakujemo nadaljnjo rast zaposlenosti v večini dejavnosti. Predvsem zaradi zmanjševanja obsega razpoložljive delovne sile pa se bo rast zaposlenosti postopoma umirila, kljub rahlo višji stopnji aktivnosti in zaposlovanju tujih državljanov. Število registriranih brezposelnih se bo še naprej zmanjševalo.

Rast plač se bo v obdobju 2018–2020 krepila in ne bo zaostajala za rastjo produktivnosti. Nominalna rast plač v zasebnem sektorju bo izhajala iz nadaljnega povečanja gospodarske aktivnosti, rasti produktivnosti in zniževanja brezposelnosti. S slednjim pa so povezane tudi omejitve podjetij pri iskanju usposobljenih delavcev, kar bo predstavljajo pritisk na rast plač. Vendar se pričakuje, da bo težnja po ohranjanju konkurenčnega položaja še naprej pomembno vplivala na oblikovanje plač v zasebnem sektorju (zlasti menjalnem), tako da njihova rast ne bo zaostajala za produktivnostjo. V sektorju država bo glede na dogovore rast plač letos in prihodnje leto ostala visoka.

Inflacija se bo v naslednjih letih gibala okoli 2 %. Po obdobju nizke rasti cen oz. deflacije bo rast domačega in tujega povpraševanja okrepila predvsem rast cen storitev in višje rasti plač. Rast cen energentov in neenergetskega blaga pa bo, ob odsotnosti surovinskih šokov iz tujine, ostala zmerna.

Presežek tekočega računa plačilne bilance se bo v obdobju 2018–2020 ohranjal na zelo visoki ravni (okoli 6-7 % BDP). Ob obsežnem razdolževanju in nato postopnem izboljševanju poslovnih rezultatov v preteklih letih to odraža predvsem krepitev varčevanja ob ohranjanju razmeroma nizke ravni investicij. Na presežek vpliva tudi gibanje cen surovin, ki so že nekaj let na relativno nizki ravni. Umirjanje rasti tujega povpraševanja v prihodnjih letih bo vplivalo na zmernejšo rast izvoza, kar bo dinamično povečevanje storitvenega presežka upočasnilo. Presežek v blagovni menjavi se bo po večletni rasti nekoliko znižal. V prihodnjih letih se bo nadalje zniževal, saj bo rast izvoza nižja od rasti uvoza, ki jo bo podpirala močnejša rast domače potrošnje.

V letu 2017 se je začelo povečevati **kreditiranje podjetij**, rast obsega kreditov gospodinjstvom pa se je še okrepila. Ugodne gospodarske razmere vplivajo na večje povpraševanje po posojilih, hkrati se krepi tudi posojilna sposobnost posojilojemalcev. V prvi polovici leta 2018 so k rasti obsega kreditov največ prispevala gospodinjstva. Ocenjuje se, da so se podjetja začela v večji meri zadolževati za investiranje in financiranje tekočega poslovanja, refinanciranja obstoječih obveznosti je manj kot v preteklih letih. V obdobju napovedi se pričakuje zmerne rasti bančnih kreditov tako gospodinjstvom kot podjetjem. Podjetja bodo ob ugodnih gospodarskih rezultatih še naprej izkazovala nižjo raven zadolženosti kot pred leti.

Razmere v **bančnem sistemu** ostajajo stabilne. Kapitalska ustreznost bančnega sistema se ob povečevanju kreditne aktivnosti bank postopoma znižuje, a še ostaja razmeroma visoka. Z rastjo kreditov se je upočasnilo zmanjševanje neto obrestnih prihodkov, čeprav so obrestne mere še naprej nizke. Delež nedonosnih terjatev v celotni izpostavljenosti se nadalje zmanjšuje in je padel pod 3 %, k čemer so prispevale tudi ugodne gospodarske razmere in večja plačilna sposobnost podjetij. Struktura bančnih virov financiranja se je precej spremenila, saj obveznosti do tujih bank še vedno padajo. Znatno pa se je povečal delež vlog nebančnih sektorjev, ki predstavlja več kot 70 odstotkov. Njihova ročnostna struktura pa je neugodna, saj prevladujejo vloge čez noč, kar je po oceni UMAR-ja predvsem posledica nizkih obrestnih mer.

Napovedi za mednarodno okolje so pretežno pozitivne. Nadaljnje izboljšanje razpoloženja predstavlja dodatno spodbudo cikličnemu zagonu gospodarske rasti v EU. Posledično bi bila lahko rast še višja od predpostavljene. Negotovost v domačem okolju je povezana predvsem z dinamiko zasebnih investicij, ki bi lahko bile ob pospešitvi bančnega kreditiranja še višje. Nasprotno bi lahko bile investicije države nižje od predvidenih, predvsem v primeru nižjega črpanja evropskih sredstev. Negotovost glede dinamike končne porabe je povezana z ugodnimi gibanji na trgu dela, kar bi lahko vplivalo na višjo rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev in posledično zasebne potrošnje. V daljšem obdobju pa je največja negotovost povezana z načinom soočanja z demografskimi spremembami, od katerega bo odvisna tudi dinamika gospodarske rasti in učinki na blaginjo prebivalcev.

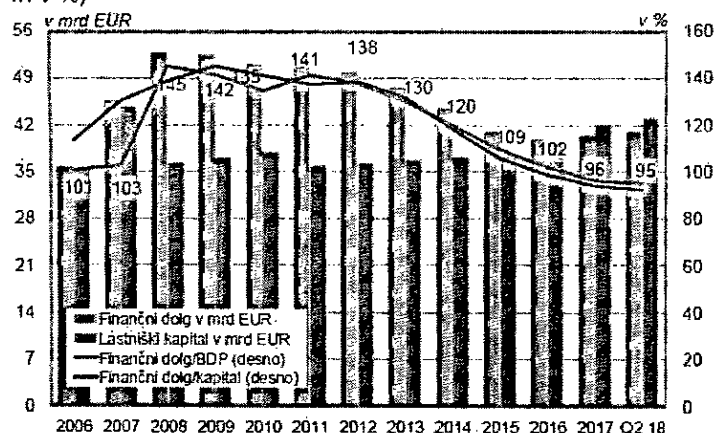
Tabela 4: Rast v % bruto plač na zaposlenega v javnem in zasebnem sektorju

	2017	Napoved 2018	Napoved 2019	Napoved 2020
Bruto plača na zaposlenega - nominalno	2,7	3,5	4,9	5,0
- zasebni sektor	2,9	4,2	4,8	5,4
- javni sektor	2,9	3,1	5,1	4,2
Bruto plača na zaposlenega - realno	1,3	1,7	2,8	2,6
- zasebni sektor	1,5	2,3	2,6	3,0
- javni sektor	1,5	1,3	2,9	1,8

Vir: SURS, UMAR.

Podjetja so v letu 2018 nadaljevala z zniževanjem zadolženosti. Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem se je znižalo s 102 % v letu 2016 na 95 % v drugem četrtletju leta 2018. Od vrha v letu 2008 se je zadolženost znižala za 50 odstotnih točk. Zniževanje razmerja med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij je v večji meri temeljilo na znižanju obveznosti in na povečanju kapitala. Finančni vzvod slovenskih podjetij dosega mediano evro območja, delež finančnega dolga je bil s 102 % BDP-ja za 36 odstotnih točk nižji od povprečja Evroobmočja. Sposobnost odplačevanja dolgov in finančni vzvod slovenskih podjetij sta sedaj v boljšem položaju kot na ravneh iz časa pred letom 2005.

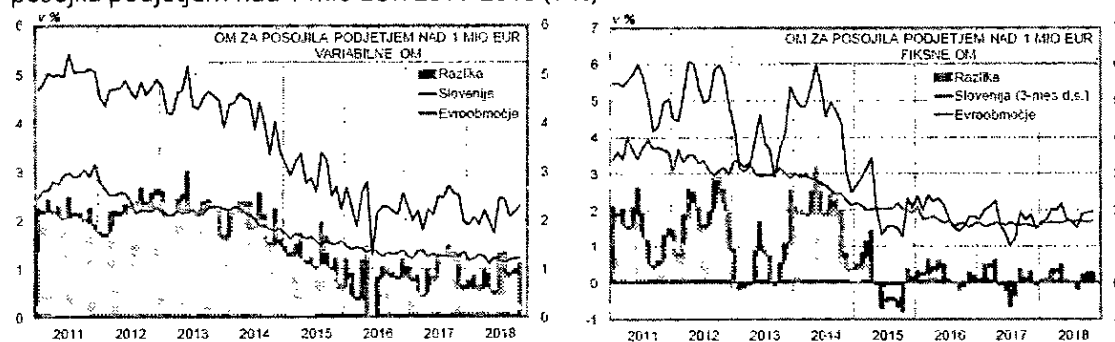
Slika 1: Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij 2006-2. četrtletje 2018 (v mrd EUR in v %)



Vir: Banka Slovenije

V prvi polovici leta 2018 se je nadaljeval trend zniževanja pribitka nad EURIBOR-jem za nova dolgoročna posojila. V drugi polovici leta pa se je trend obrnil ter je v novembru leta 2018 končal nad pribitkom iz konca leta 2017. Prav tako so se do novembra leta 2018 dvignile obrestne mere za nova posojila podjetjem nad 1 mio EUR in presegle ravni obrestnih mer Evroobmočja. V mesecu juliju so se obrestne mere v Sloveniji celo spustile pod obrestne mere Evroobmočja, vendar v povprečju leta ostale 15 bazičnih točk nad Evroobmočjem.

Slika 2: Obrestne mere z EUROBIR-jem za nove posle (dolgoročna posojila) ter obrestne mere za posojila podjetjem nad 1 mio EUR 2011-2018 (v %)



Vir: Banka Slovenije

4.3. Ključne ugotovitve analize makroekonomskega okolja

Makroekonomski kazalniki kažejo, da se bo rast svetovnega gospodarskega okolja v prihodnje umirila. Globalno okrevanje sicer poteka počasneje, kot je bilo predvideno, hkrati pa nastajajo občutnejše razlike v okrevanju glede na posamezne države. Velik vpliv imajo tudi geopolitična trenja, ki zavirajo rast posameznih držav ali celih regij. Konsenz analitikov je, da bodo v prihodnje potrebne nadaljnje spremembe, ki bodo omogočale predvsem srednjeročno in dolgoročno rast gospodarstva.

Rast slovenskega bruto domačega proizvoda (BDP) je v letu 2017 znašala 4,9 %, razpoložljivi kazalniki aktivnosti in razpoloženja kažejo, da je Slovenija v območju pozitivne proizvodne vrzeli, in se bo v obdobju 2018–2020 še okrepila. Napovedi UMAR-ja kažejo na umirjanje rasti gospodarstva in nadaljevanje upadanje brezposelnosti, tako v Sloveniji kot v Evropi.

Ključne ugotovitve makroekonomske analize so:

- Makroekonomsko okolje bo pozitivno vplivalo na poslovanje podjetij.
- Projekcije kažejo na umirjanje rasti BDP-ja v prihodnjih letih za EU, EMU, Slovenijo in druge evropske države.
- Rast slovenskega BDP bo po UMAR-jevih podatkih v letu 2018 znašala 4,4 % ter v letu 2019 3,7 %.
- Stopnja inflacije naj bi tudi v prihodnjem srednjeročnem obdobju ostala nizka oz. v ciljnih okvirih ECB-ja, t. j. okoli 2,0 %. V prvih sedmih mesecih leta 2018 je inflacija znašala 1,6 %, do konca leta 2018 in v letu 2019 pa je predvidena 2,1 % oz. 2,3 %.
- Stopnja registrirane brezposelnosti je po zadnjih UMAR-jevih podatkih v letu 2017 znašala 9,5 %, v letu 2018 je predvideno zmanjšanje na 8,2 % ter v letu 2019 na 7,7 %.
- Obeti za leti 2018 in 2019 v Sloveniji so stabilni in pozitivni. Če se proračunska politika ne bo spremenila, se proračunski primanjkljaj ne bo povečeval in s tem tudi ne državni dolg.
- Presežek na tekočem računu plačilne bilance Slovenije se bo v prihodnje nekoliko znižal, a bo ostal visok, kar kaže na to, da bo izvozni sektor še naprej zelo dobro deloval.
- Finančna izpostavljenost Slovenije so bo počasi zmanjševala, kar kaže na večjo stabilnost države in večjo odpornost na zunanje šoke.
- Glede na staranje prebivalstva bo potrebno nadaljevati prilagoditev pokojninskega sistema in izvedbo zdravstvene reforme, saj sta obe pomembni z vidika stabilnosti javnih financ.

Napovedi makroekonomskih agregatov za Slovenijo ostajajo ugodne. Ocenjujemo in predvidevamo, da bo ekonomsko okolje v splošnem pozitivno vplivalo na poslovanje podjetij in s tem v veliki meri na možnosti uresničitve planiranih prihodkov.

4.4. Analiza panoge

Nanotehnologija je hitro rastoča tehnologija s potencialnimi aplikacijami v številnih sektorjih gospodarstva, med drugim v zdravstvu, kozmetiki, energetiki in kmetijstvu. Svetovni trg nanotehnologije naj bi v obdobju 2018–2024 zaradi široke palete uporabe zrasel za približno 17 % na leto in presegel 125 milijard USD. Tako obstaja velika priložnost, da udeleženci v tej panogi izkoristijo hitro rastoči trg, ki bo prinesel ogromne prihodke iz naslova komercializacije te tehnologije. V najnovejši raziskovalni študiji "Global Nanotechnology Market Outlook 2024" so analitiki izvedli segmentirano raziskavo o nanotehnološki industriji in razložili ključne tržne trende in razvoj, ki jasno poudarjajo področja, ki industriji ponujajo obetavne možnosti za povečanje njihove rasti. Leta 2017 je svetovni trg nanotehnologije pokazal izjemno rast zaradi dejavnikov, kot so povečanje sredstev javnega in zasebnega sektorja za raziskave in razvoj, partnerstva in strateška zaveznitva med državami ter večje povpraševanje po manjših in močnejših napravah po dostopnih cenah. Trenutno je zdravstvena industrija eden največjih sektorjev, kjer je nanotehnologija dosegla velik napredek s svojo uporabo za diagnostiko in zdravljenje kroničnih bolezni, kot so rak, srčne težave itd. Nadalje se znaten napredek dogaja tudi v drugih sektorjih, kot je elektronika, kmetijstvo in energetika.

Napovedi za svetovni trg nanotehnologije po komponentah do leta 2024 so:

- nanomateriali so po komponentah zavzeli najvišji delež na svetovnem trgu nanotehnologije;
- nanodelci imajo več kot 85-odstotni delež na svetovnem trgu nanomaterialov;
- nanoorodja predstavlja drugi najvišji delež nanotehnološkega trga;
- nanolitografska orodja prevladujejo na svetovnem trgu nanoorodij;
- segment nanonaprav zavzema najmanjši delež svetovnega trga nanotehnologije.

Napovedi za svetovni trg nanotehnologije po aplikacijah do leta 2024 so:

- najboljše tri aplikacije nanotehnologije so in bodo ostale elektronika, energija in biomedicina, saj imajo skupaj več kot 70-odstotni delež na svetovnem trgu nanotehnologije;
- največja uporaba nanotehnologije je v elektroniki;
- drugi najvišji delež nanotehnološkega trga zajema poraba energije, ki mu sledi uporaba v biomedicini;
- kozmetična industrija je eden najbolj navdušenih zgodnjih uporabnikov nanotehnologije;
- globalni trg obrambnih aplikacij za nanotehnologije je bil v letu 2017 ocenjen na skoraj 3 milijarde USD;
- Uporaba nanotehnologije v avtomobilski industriji je zajela skoraj 5-odstotni delež na svetovnem trgu nanotehnologije.

Vse napovedi trga nanotehnologije kažejo na hitro rast trga in s tem dobre poslovne priložnosti za podjetja s področja te tehnologije.

4.5. Finančna analiza panoge in primerljivih podjetij

Za analizo poslovanja Podjetja v primerjavi s panogo smo uporabili dejavnost N 82.990 Drugje nerazvrščene spremljajoče dejavnosti za poslovanje, v katero je podjetje uvrščeno, in ki temelji na podatkih podatkovne baze GVIN do leta 2018.

V to dejavnost je bilo v letu 2018 vključenih 56 gospodarskih družb, večinoma manjših, kot je ocenjevano Podjetje. Dejavnost se je v obdobju 2015–2018 soočila z naraščanjem prodajnih prihodkov. V letu 2018 so bili prihodki sicer za 19 % višji od prihodkov v letu 2017, a je povprečna letna stopnja rasti (CAGR) prihodkov od prodaje v analiziranem obdobju znašala 28,3 %. EBITDA in EBITDA marža sta zabeležili v obdobju 2015–2018 (ob rasti prodajnih prihodkov) rahel trend rasti. EBITDA marža je v letu 2018 padla glede na predhodno leto za 0,3-odstotne točke in je znašala 7,5 %. Najvišja je bila leta 2015, ko je znašala 13,7 %. Poslovni izid (EBIT) je bil v letu 2018 največji od vseh v opazovanem obdobju. Visoki finančni prihodki (predvsem iz naslova naložb v druga podjetja) so vplivali na krepko povečanje poslovnega izida. Dejavnost je na koncu leta 2018 poslovala s čistim dobičkom v višini 3,7 milijonov EUR, kar je največ v opazovanem obdobju. Kapitalska ustreznost ter zadolženost panoge sta se v opazovanem obdobju poslabšala oz. povečala. Podjetja v panogi so kljub temu v povprečju še vedno nizko zadolžena in imajo visoko kapitalsko moč, saj so večino investicij financirala z lastniškim kapitalom. Izbrane podatke poslovanja dejavnosti prikazujemo v naslednji tabeli.

Tabela 5: Izbrani podatki o poslovanju dejavnosti N 82.990 Drugje nerazvrščene spremljajoče dejavnosti za poslovanje, 2015–2018

	2015	2016	2017	2018
Čisti prihodki od prodaje	12.633.789	19.977.034	25.876.971	30.795.785
Sredstva	63.081.011	65.065.102	60.189.117	69.710.164
Amortizacija	705.058	727.529	665.802	859.213
EBIT	1.023.861	338.217	1.354.403	1.461.503
EBIT marža	8,1%	1,7%	5,2%	4,7%
EBITDA	1.728.919	1.065.746	2.020.205	2.320.716
EBITDA marža	13,7%	5,3%	7,8%	7,5%
NOK	4.203.052	6.816.083	10.491.805	5.842.947
NOK v % glede na ČPP	33,3%	34,1%	40,5%	19,0%
Kapitalska ustreznost	82,3%	83,0%	80,2%	70,6%
Dolg / Kapital	0,2	0,2	0,2	0,4
Neto dolg / EBITDA	-21,2	-40,6	-17,9	-16,0
Krat. sredstva / Krat. obveznosti	3,9	3,6	4,1	3,3
Dolg / EBITDA	4,5	4,9	3,0	5,8

Vir: Ajpes, GVIN.

V izbrani panogi smo izbrali štiri primerljiva podjetja, katerih poslovanje smo prav tako primerjali z ocenjevanim Podjetjem. Primerljiva podjetja so bila izbrana na podlagi obsega sredstev posameznega podjetja. Izbrana podjetja so Doro d.o.o., Protenex d.o.o., Congruus d.o.o. in Glosa d.o.o., saj nam poslovodstvo ocenjevanega podjetja ni znalo povedati, kdo so njihovi neposredni konkurenti.²

² Pravega opisa teh podjetij zaradi omejenosti dosegljivih informacij o njih ne moremo podati. Nobeno podjetje, razen podjetja Protenex nima svoje spletne strani, na kateri bi bilo mogoče dobiti osnovne podatke, s kakšnimi storitvami se ta podjetja ukvarjajo.

Podrobnejša primerjava poslovanja podjetja v primerjavi s primerljivimi podjetji in dejavnostjo je predstavljena v tabelah v nadaljevanju.

Tabela 6: Opis primerljivih podjetij v Sloveniji

Družba	Opis
DORO d.o.o.	Doro je storitveno podjetje, ki je bilo ustanovljeno v letu 2012. Podjetje je v letu 2018 zaposlovalo 11 delavcev.
Protenex d.o.o.	Protenex je podjetje, ki je bilo ustanovljeno leta 1990. Glavne dejavnosti podjetja so trgovina na debelo in drobno, zunanja trgovina, poslovne storitve, raziskovalno in razvojno delo, marketing, gostinstvo, turizem in rekreacija. Podjetje tudi upravlja športni park v Šenčurju pri Kranju. V letu 2018 je imelo enega zaposlenega.
Congruus d.o.o.	Congruus je trgovsko in storitveno podjetje, ki je bilo ustanovljeno leta 2008. Podjetje v letu 2018 in tudi prej ni zaposlovalo nobenega delavca.
GLOSA d.o.o.	Glosa je podjetje, ki nudi storitve svetovanja. Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1990 in je v letu 2018 zaposlovalo enega delavca.

Tabela 7: Izbrani kazalniki poslovanja v primerjavi s primerljivimi podjetji v letu 2018 (v % in količnikih)

Podjetje	Azgard Nano Tehnologije d.o.o.	DORO d.o.o.	Protenex d.o.o.	CONGRUUS d.o.o.	GLOSA d.o.o.	Povprečje konkurentov	Panoga
Čisti prihodki od prodaje	1.827	1.040.283	187.050	104.805	70.488	350.657	30.795.785
EBIT	-99.365	42.436	1.072	-5.124	-17.103	5.320	1.461.503
EBIT marža	-5438,70%	4,08%	0,57%	-4,89%	-24,26%	-6,13%	4,75%
EBITDA	-98.074	99.513	22.378	56.036	-4.616	43.328	2.320.716
EBITDA marža	-5368,0%	9,6%	12,0%	53,5%	-6,5%	17,1%	7,5%
Neto marža	-5438,5%	2,9%	0,5%	-5,2%	-18,9%	-5,2%	11,9%
Finančni vzvod (finančni dolg / kapital)	-2,34	2,08	0,00	0,00	0,02	0,52	0,28
Kapitalska ustreznost	-73,9%	21,5%	75,3%	94,2%	83,1%	68,5%	70,6%
Donosnost sredstev	-4,7%	1,8%	0,1%	-0,1%	-0,4%	0,3%	1,4%
Donosnost kapitala	8,2%	7,9%	0,1%	-0,1%	-0,5%	1,8%	1,9%
Neto obratni kapital / prihodki	6725,2%	13,2%	7,9%	94,1%	500,7%	154,0%	19,0%
Finančni dolg / EBITDA	-8,4	2,3	0,0	0,0	-2,4	0,0	5,8
Neto finančni dolg / EBITDA	-6,9	1,1	-13,1	-1,5	83,2	17,4	-16,0
Krat. sredstva / Krat. obveznosti	61,3	1,6	4,2	2,1	4,5	3,1	3,3

Vir: GVIN, lastni izračuni

Primerjava izbranih finančnih kazalnikov poslovanja ocenjevanega podjetja s primerljivimi podjetji in panoga kaže, da je bilo poslovanje proučevanega podjetja po izbranih kazalnikih krepko slabše. Ocenjevano podjetje je imelo višjo finančno zadolženost kot panoga in primerljiva podjetja. Kapitalska ustreznost ocenjevanega podjetja je bila dejansko neustrezna, medtem ko so imela primerljiva podjetja panoga visok kapitalsko ustreznost. Podjetje je doseglo negativno donosnost sredstev in kapitala, primerljiva podjetja in panoga pa pozitivno. Ocenjevano podjetje je imelo visok delež neto obratnega kapitala v prihodkih, ker so slednji bili tako nizki. Finančni vzvod ocenjevanega podjetja (kazalnika dolg/EBITA in neto dolg/EBITDA) je bil negativen, kar pomeni, da je bilo ocenjevano podjetje izpostavljeno večjemu kreditnemu tveganju, kot dejavnost in primerljiva podjetja.

Tabela 8: Čisti prihodki od prodaje v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (EUR)

Podjetje	2015	2016	2017	2018
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.	0	0	2.160	1.827
Konkurenti				
DORO d.o.o.	458.242	742.461	814.935	1.040.283
Protenex d.o.o.	140.167	130.015	149.572	187.050
CONGRUUS d.o.o.	31.604	103.832	104.460	104.805
GLOSA d.o.o.	32.175	49.566	58.514	70.488
Povprečje konkurentov	165.547	256.469	281.870	350.657
Panoga	12.633.789	19.977.034	25.876.971	30.795.785

Vir: GVIN, lastni izračuni

Tabela 9: Sprememba prihodkov v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)

Podjetje	2015	2016	2017	2018
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.				-15,4%
Konkurenti				
DORO d.o.o.	32,4%	62,0%	9,8%	27,7%
Protenex d.o.o.	-0,5%	-7,2%	15,0%	25,1%
CONGRUUS d.o.o.	-	228,5%	0,6%	0,3%
GLOSA d.o.o.	-16,8%	54,1%	18,1%	20,5%
Povprečje konkurentov	26,0%	54,9%	9,9%	24,4%
Panoga	6,5%	58,1%	29,5%	19,0%

Vir: GVIN, lastni izračuni

Zgornja tabela prikazuje, da je ocenjevano podjetje imelo zelo nizek obseg prodajnih prihodkov v primerjavi s primerljivimi podjetji. Dejansko sploh ne moremo prikazati kakšen trend gibanja prodajnih prihodkov je ocenjevano podjetje imelo v obdobju 2015–2018 in ta trend potem primerjati s trendom, ki so ga imela primerljiva podjetja in panoga. Dejavnost in primerljiva podjetja so imela a analiziranem obdobju pozitiven trend gibanja prodajnih prihodkov. Povprečna stopnja rasti prodajnih prihodkov je na ravni panoge znašala 34,6 %, primerljivih podjetij pa 28,4 % (povprečje vseh štirih izbranih podjetij).

Tabela 10: EBIT v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (EUR)

Podjetje	2015	2016	2017	2018
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.	-3.007	-101.467	-163.643	-99.365
Konkurenti				
DORO d.o.o.	7.143	20.939	19.697	42.436
Protenex d.o.o.	-7.884	2.123	18.140	1.072
CONGRUUS d.o.o.	-31.237	14.993	-7.559	-5.124
GLOSA d.o.o.	-115.009	-57.718	-60.597	-17.103
Povprečje konkurentov	-36.747	-4.916	-7.580	5.320
Panoga	1.023.861	338.217	1.354.403	1.461.503

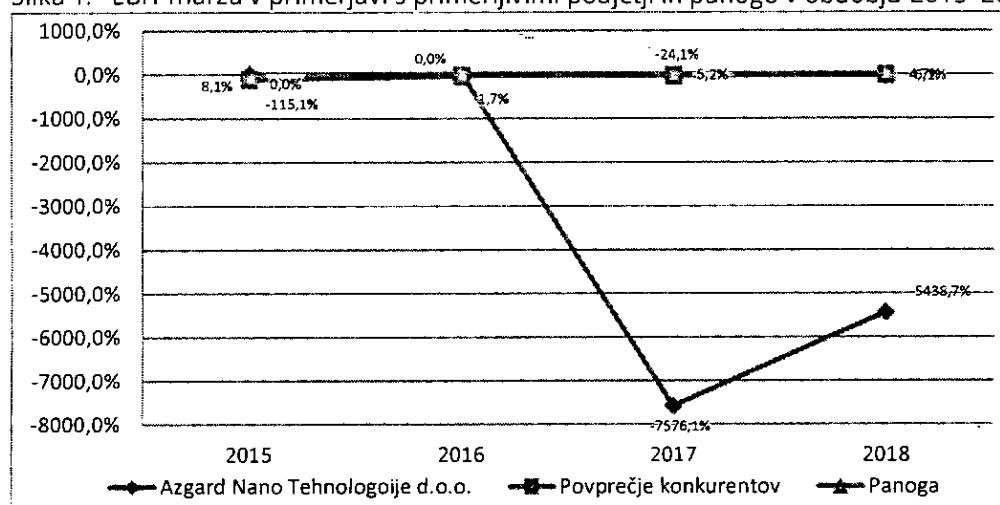
Vir: GVIN, lastni izračuni

Tabela 11: EBIT marža v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)

Podjetje	2015	2016	2017	2018
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.				-5438,7%
Konkurenti				
DORO d.o.o.	1,6%	2,8%	2,4%	4,1%
Protenex d.o.o.	-5,6%	1,6%	12,1%	0,6%
CONGRUUS d.o.o.	-98,8%	14,4%	-7,2%	-4,9%
GLOSA d.o.o.	-357,4%	-116,4%	-103,6%	-24,3%
Povprečje konkurentov	-115,1%	-24,4%	-24,1%	-6,1%
Panoga	8,1%	1,7%	5,2%	4,7%

Vir: GVIN, lastni izračuni

Slika 1: EBIT marža v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)



Vir: GVIN, lastni izračuni

Zgornji graf in tabeli prikazujeta gibanje EBIT marže Podjetja, primerljivih podjetij ter panoge. Za leti 2015 in 2016 marže Podjetja ni mogoče izračunati, ker Podjetje ni imelo nobenih prihodkov, medtem ko so primerljiva podjetja in dejavnost imeli negativno oz. pozitivno maržo. EBIT marža Podjetja za leti 2017 in 2018 je bila krepko nižja od marž, ki so jih v teh dveh letih dosegla primerljiva podjetja in dejavnost. Glede na gibanje oz. doseženo višino EBIT marže lahko zaključimo, da je bilo ocenjevano podjetje po tem kazalniku na koncu obdobja mnogo slabše od primerljivih podjetij in dejavnosti.

Tabela 12: EBITDA podjetja v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (EUR)

Podjetje	2015	2016	2017	2018
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.	-3.007	-101.343	-162.017	-98.074
Konkurenti				
DORO d.o.o.	37.970	71.826	61.516	99.513
Protenex d.o.o.	16.978	26.909	40.979	22.378
CONGRUUS d.o.o.	-17.099	71.544	51.854	56.036
GLOSA d.o.o.	-69.014	-29.204	-47.619	-4.616
Povprečje konkurentov	7.791	35.269	26.683	43.328
Panoga	1.728.919	1.065.746	2.020.205	2.320.716

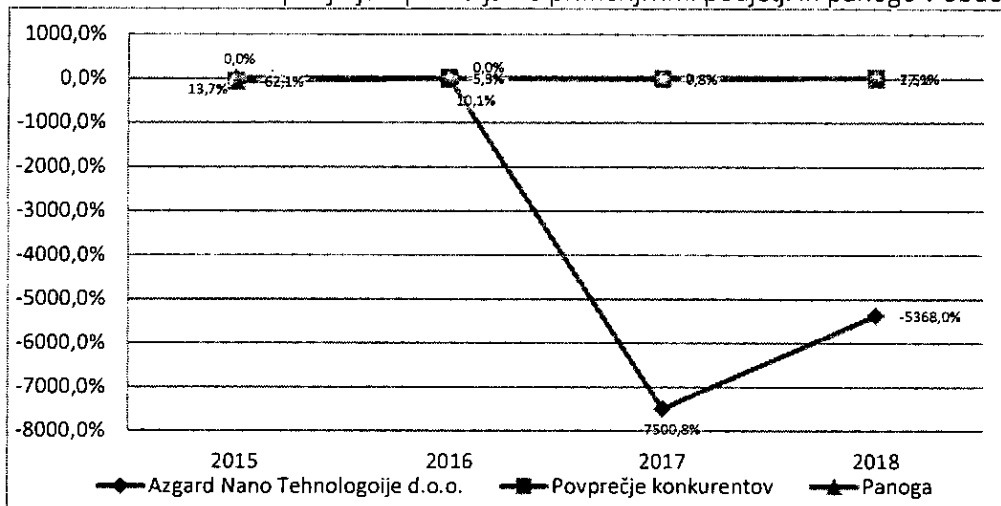
Vir: GVIN, lastni izračuni

Tabela 13: EBITDA marža podjetja v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)

Podjetje	2015	2016	2017	2018
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.	-	-	-7500,8%	-5368,0%
Konkurenti				
DORO d.o.o.	8,3%	9,7%	7,5%	9,6%
Protenex d.o.o.	12,1%	20,7%	27,4%	12,0%
CONGRUUS d.o.o.	-54,1%	68,9%	49,6%	53,5%
GLOSA d.o.o.	-214,5%	-58,9%	-81,4%	-6,5%
Povprečje konkurentov	62,1%	10,1%	0,8%	17,1%
Panoga	13,7%	5,3%	7,8%	7,5%

Vir: GVIN, lastni izračuni

Slika 2: EBITDA marža podjetja v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018



Vir: GVIN, lastni izračun

Za leti 2015 in 2016 EBITDA marže Podjetja prav tako ni mogoče izračunati, ker Podjetje ni imelo nobenih prihodkov, medtem ko so primerljiva podjetja in dejavnost imeli negativno oz. pozitivno maržo. EBITDA marža Podjetja za leti 2017 in 2018 je bila negativna in tako krepko nižja od marž, ki so jih v teh dveh letih dosegla primerljiva podjetja in dejavnost. Njihove EBITDA marže so bile pozitivne. Glede na gibanje oz. doseženo višino EBITDA marže lahko zaključimo, da je bilo ocenjevano podjetje po tem kazalniku na koncu obdobja mnogo slabše od primerljivih podjetij in dejavnosti.

Ocenjevano podjetje je imelo v opazovanem obdobju v povprečju delež stroškov blaga, materiala in storitev v čistih prihodkih od prodaje krepko nad povprečjem panoge in primerljivih podjetij.³ Delež je bil višji, ker so bili prodajni prihodki v letih 2017 in 2018 tako majhni. Stroški blaga, materiala in storitev primerljivih podjetij v prodajnih prihodkih so v teh dveh letih v povprečju znašali 67 % slednjih, na ravni panoge pa 61,5 %.

³ Delež je mogoče izračunati zgolj za leti 2017 in 2018 za leti 2015 in 2016 pa ne, ker ni imelo v teh dveh letih nobenih prodajnih prihodkov.

Tabela 14: Delež stroškov blaga, materiala in storitev v ČPP v obdobju 2015–2018 (v %)

Podjetje	2015	2016	2017	2018
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.			2828,1%	2264,5%
Konkurenti				
DORO d.o.o.	72,5%	73,8%	75,3%	74,4%
Protenex d.o.o.	66,9%	55,6%	51,7%	71,5%
CONGRUUS d.o.o.	154,1%	31,1%	50,4%	46,5%
GLOSA d.o.o.	199,4%	77,0%	108,9%	57,6%
Povprečje konkurentov	123,2%	59,4%	71,6%	62,5%
Panoga	76,5%	62,1%	59,6%	63,4%

Vir: GVIN, lastni izračuni

Dobičkonosnost opazovanega podjetja se je gibala v povezavi z doseženo EBIT in EBITDA. Dobičkonosnost je mogoče izračunati zgolj za leti 2017 in 2018, enako kot je to veljalo za EBIT in EBITDA marži. Podjetje je imelo v teh dveh letih visoko negativno dobičkonosnost, medte ko so primerljiva podjetja in panoga v teh dveh letih dosegli večinoma pozitivno neto maržo.

Tabela 15: Čisti poslovni rezultat v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (EUR)

Podjetje	2015	2016	2017	2018
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.	-3.007	-101.466	-161.717	-99.362
Konkurenti				
DORO d.o.o.	3.495	14.499	20.258	30.080
Protenex d.o.o.	-7.916	1.923	17.342	970
CONGRUUS d.o.o.	-42.568	14.993	-7.717	-5.436
GLOSA d.o.o.	-112.271	-56.026	145.456	-13.355
Povprečje konkurentov	-39.815	-6.153	43.835	3.763
Panoga	3.220.384	3.811.271	4.519.030	3.668.370

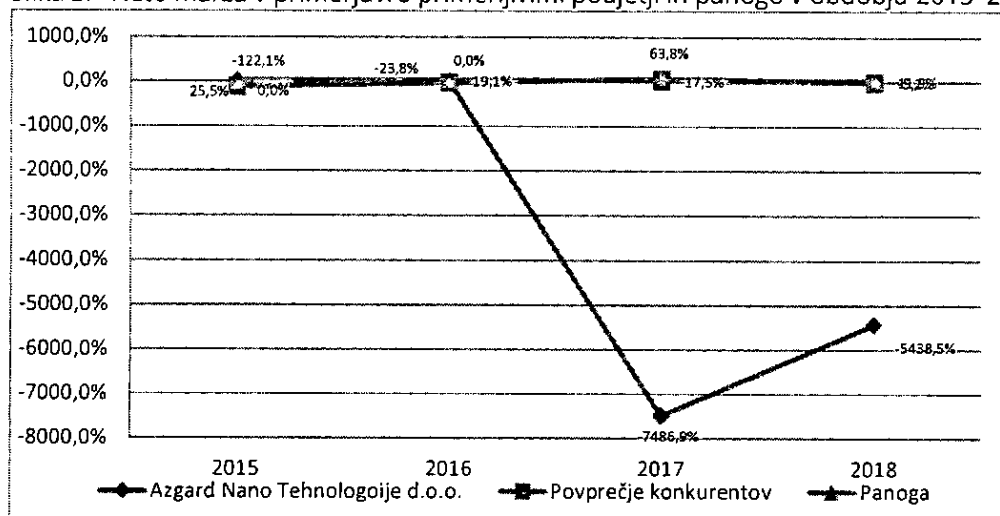
Vir: GVIN, lastni izračuni

Tabela 16: Neto marža v prihodkih v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018 (v %)

Podjetje	2014	2015	2016	2017
Azgard Nano Tehnologije d.o.o.			-7486,9%	-5438,5%
Konkurenti				
DORO d.o.o.	0,8%	2,0%	2,5%	2,9%
Protenex d.o.o.	-5,6%	1,5%	11,6%	0,5%
CONGRUUS d.o.o.	-134,7%	14,4%	-7,4%	-5,2%
GLOSA d.o.o.	-348,9%	-113,0%	248,6%	-18,9%
Povprečje konkurentov	-122,1%	-23,8%	63,8%	-5,2%
Panoga	25,5%	19,1%	17,5%	11,9%

Vir: GVIN, lastni izračuni

Slika 3: Neto marža v primerjavi s primerljivimi podjetji in panogo v obdobju 2015–2018



Vir: GVIN, lastni izračuni

Povzetek analize panoge

Na podlagi primerjave poslovanja Podjetja v obdobju 2015–2018 s poslovanjem dejavnosti in primerljivih podjetij, lahko ugotovimo naslednje:

- proučevano podjetje je imelo v opazovanem obdobju zelo majhen obseg prodajnih prihodkov. V tem času so primerljiva podjetja in panoga dosegli pozitiven trend gibanja prodajnih prihodkov z visokimi povprečnimi stopnjami rasti;
- proučevano podjetje je imelo visoko negativno EBIT in EBITDA maržo, primerljiva podjetja in dejavnost pa pozitivno;
- stroški blaga, materiala in storitev so v čistih prihodkih od prodaje proučevanega Podjetja predstavljali precej višji delež kot v primerljivih podjetjih in pri dejavnosti;
- proučevano podjetje, primerljiva podjetja in dejavnost so zaposlovala malo delavcev;
- proučevano podjetje je imelo negativno neto maržo večina primerljivih podjetij in panoga pa pozitivno;
- delež neto obratnega kapitala v prodajnih prihodkih Podjetja je bil v letu 2018 nadpovprečno visok zaradi nizkih prodajnih prihodkov. Primerljiva podjetja so v tem letu imela v povprečju 154-odstotni delež panoga pa 19-odstotnega;
- proučevano Podjetje je bilo kapitalsko neustrezno, primerljiva podjetja in dejavnost pa so imela visoko kapitalsko ustreznost;
- finančni vzvod, ki nam prikazuje delež dolga v kapitalu proučevanega Podjetja, je bil nižji glede na primerljiva podjetja in od dejavnosti.

Za zaključek primerjave lahko ugotovimo, da je bilo proučevano Podjetje po svojem poslovanju krepko slabše kot primerljiva podjetja in izbrana dejavnost.

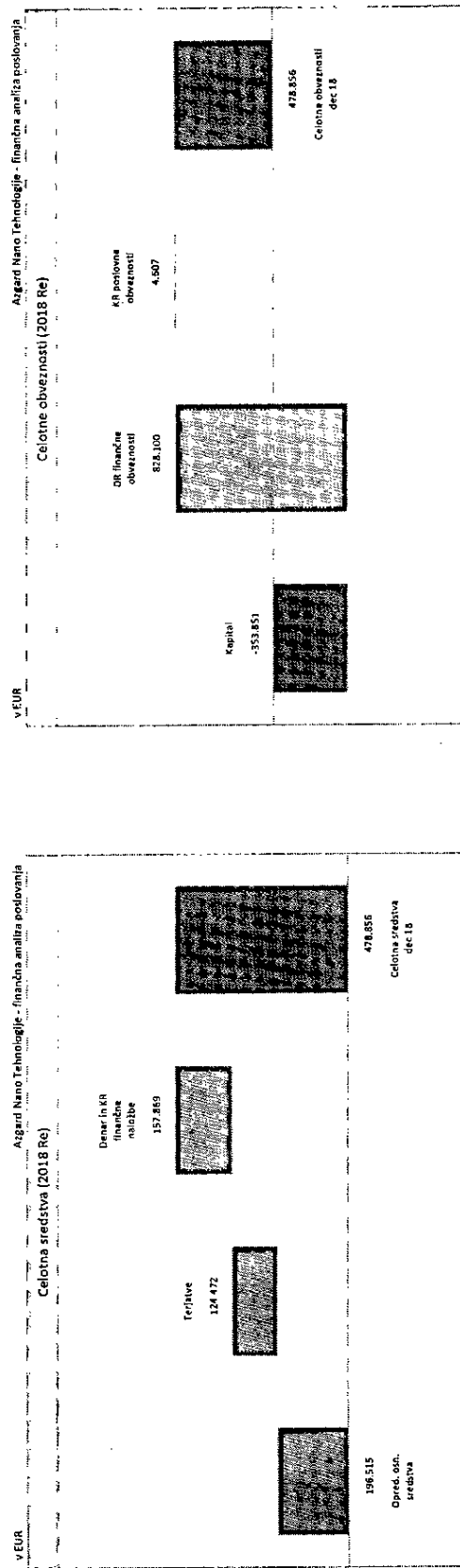
5. FINANČNA ANALIZA POSLOVANJA PODJETJA AZGARD NANO TEHNOLOGIJE d.o.o.

Finančna analiza poslovanja temelji na računovodskih izkazih podjetja Azgard Nano Tehnologije za obdobje 2015–2018. Računovodski izkazi niso revidirani. Analizo smo opravili na podatkih, ki smo jih prejeli od posloводства podjetja, in na javno dostopnih podatkih (AJPEŠ, GVIN baza).

5.1. Bilanca stanja

V naslednji sliki in tabeli je predstavljen povzetek izbranih postavk bilance stanja družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o., dodatna pojasnila pa so objasnjena pod tabelo.

Slika 4: Struktura bilance stanja podjetja Azgard Nano Tehnologije na dan 31. 12. 2018



Vir: Lastni izračun.

Tabela 17: Bilanca stanja podjetja Azgard Nano Tehnologije od 31. 12. 2015 do 31. 12. 2018

Bilanca stanja	v EUR				Strukturalni deleži				Stopnja rasti			
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	2015 / 2014	2016 / 2015	2017 / 2016	2018 / 2017
SREDSTVA												
A. DOLGOROČNA SREDSTVA												
I. Neopredmetna sredstva in dolgoročne AČR	5.124	524.558	584.135	478.855	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	n.r.	10137,3%	11,4%	-18,0%
II. Opredmetna osnovna sredstva	0	193.337	218.108	196.515	0,0%	36,9%	37,3%	41,0%	n.r.	n.r.	12,8%	-9,9%
III. Naložbene nepremičnine	0	186.937	211.708	196.515	0,0%	35,6%	36,2%	41,0%	n.r.	n.r.	13,3%	-7,2%
IV. Dolgoročne finančne naložbe	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
V. Dolgoročne poslovne terjatve	0	6.400	6.400	0	0,0%	1,2%	1,1%	0,0%	n.r.	n.r.	0,0%	-100,0%
VI. Odložene terjatve za davek	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
B. KRATKOROČNA SREDSTVA	5.124	331.221	366.927	282.340	100,0%	63,1%	62,7%	59,0%	n.r.	6364,1%	10,3%	-22,9%
I. Sredstva za prodajo	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
II. Zaloge	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
III. Kratkoročne finančne naložbe	0	111.000	154.863	154.863	0,0%	21,2%	26,5%	32,3%	n.r.	n.r.	39,5%	0,0%
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	0	7.659	126.966	124.471	0,0%	1,5%	21,7%	26,0%	n.r.	n.r.	1557,7%	-2,0%
V. Denar in sredstva na banki	5.124	212.562	84.198	3.006	100,0%	40,5%	14,4%	0,6%	n.r.	4048,4%	60,4%	-96,4%
C. KRATKOROČNE AČR	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
OBEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV												
A. KAPITAL	5.124	524.558	584.135	478.855	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	n.r.	10137,3%	11,4%	-18,0%
I. Vpoklicani kapitali	7.800	-92.774	-254.490	-353.851	93,5%	-17,7%	-43,0%	-73,9%	n.r.	-2035,6%	174,3%	39,0%
II. Kapitalne rezerve	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	50,0%	0,0%	0,0%
III. Rezerve iz dobička	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
IV. Rezerve, nastale zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
V. Preneseni čisti poslovni izid	0	-3.007	-104.473	-266.189	0,0%	-0,6%	-17,9%	-55,6%	n.r.	n.r.	3374,3%	-154,8%
VI. Čisti poslovni izid tekočega leta	-3.007	-101.467	-161.717	-99.362	-58,7%	-19,3%	-27,7%	-20,7%	n.r.	3274,4%	59,4%	-38,6%
B. REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
C. DOLGOROČNE OBEZNOSTI	0	607.100	828.100	828.100	0,0%	115,7%	141,8%	172,9%	n.r.	n.r.	36,4%	0,0%
I. Dolgoročne finančne obveznosti	0	607.100	828.100	828.100	0,0%	115,7%	141,8%	172,9%	n.r.	n.r.	36,4%	0,0%
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
III. Odložene obveznosti za davek	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
Č. KRATKOROČNE OBEZNOSTI	331	10.232	10.525	4.606	6,5%	2,0%	1,8%	1,0%	n.r.	2991,2%	2,9%	-56,2%
I. Obveznosti, vključene v skupine za adititve	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
II. Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	331	10.232	10.525	4.606	6,5%	2,0%	1,8%	1,0%	n.r.	2991,2%	2,9%	-56,2%
D. KRATKOROČNE PČR	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
Finančne obveznosti	331	10.232	10.525	4.606	6,5%	2,0%	1,8%	1,0%	n.r.	2991,2%	2,9%	-56,2%

Vir: AJPE, Podjetje

Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR

Na dan ocenjevanja podjetje ni imelo neopredmetenih sredstev in dolgoročnih AČR, enako velja tudi za celotno analizirano obdobje.

Opredmetena osnovna sredstva

Podjetje je imelo na dan ocenjevanja za 196,5 tisoč EUR različne opreme, ki je bila edina postavka teh sredstev na dan ocenjevanja in v celotnem analiziranem obdobju. Podjetje je vso to opremo prvič kupilo v letu 2016 in še nekaj v letu 2017. V letu 2018 podjetje ni kupilo nobene dodatne opreme, zato se je obseg opreme v tem letu zmanjšal, in sicer za obračunano amortizacijo. Večji del opreme je na dan ocenjevanja predstavljal stroj za obdelavo grafita, obsevalne naprave in izolator s komoro. Njihova stopnja odpisanosti je bila na presečni dan le 0,1-odstotna. Na dan ocenjevanja so ta sredstva predstavljala 41 % celotnih sredstev.

Podjetje vsa svoja osnovna sredstva vrednoti po modelu nabavne vrednosti. Izkazana vrednost teh sredstev v opazovanem obdobju ni presegala njihove nadomestljive vrednosti, zato oslabitev sredstev v posameznem letu opazovanega obdobja ni bila potrebna.

Podjetje za amortizacijo neopredmetenih sredstev uporablja metodo enakomernega časovnega amortiziranja. Amortizacijske stopnje so za posamezno vrsto sredstev izbrane na podlagi predvidene dobe koristnosti sredstev in so bile v celotnem opazovanem obdobju nespremenjene.

Naložbene nepremičnine

Na dan ocenjevanja podjetje ni imelo naložbenih nepremičnin, enako velja tudi za celotno analizirano obdobje.

Dolgoročne finančne naložbe

Na dan ocenjevanja podjetje ni imelo dolgoročnih finančnih naložb, enako velja tudi za celotno analizirano obdobje.

Dolgoročne poslovne terjatve

Podjetje na dan ocenjevanja ni imelo dolgoročnih poslovnih terjatev, v ocenjevanem obdobju pa je imelo nekaj teh terjatev ob koncu leta 2016 in 2017. Njihov znesek je bil nizek, saj so te terjatve predstavljale zgolj dober 1 % celotnih sredstev.

Odložene terjatve za davek

Podjetje v analiziranem obdobju in na dan ocenjevanja ni imelo odloženih terjatev za davek.

Sredstva za prodajo

Podjetje v analiziranem obdobju in na dan ocenjevanja ni imelo nobenih tovrstnih sredstev.

Zaloge

Na dan ocenjevanja podjetje ni imelo zalog, enako velja tudi za celotno analizirano obdobje.

Kratkoročne finančne naložbe

Podjetje je imelo na dan ocenjevanja za 154,9 tisoč EUR kratkoročnih finančnih naložb, ki so se v celoti nanašala na dano kratkoročno posojilo fizični osebi, t.j. družbeniku družbe Ruslanu Karseyevu. Ta posojila je podjetje prvič dalo v letu 2016 (111 TEUR) in nekaj še v naslednjem letu (42,0 TEUR). Preostanek predstavljajo obračunane obresti.

Kratkoročne poslovne terjatve

Kratkoročne poslovne terjatve so v analiziranem obdobju v povprečju so predstavljale 12,3 % celotne aktive, vendar se je njihov delež povečeval iz leta v leto. Na dan ocenjevanja so znašale 124,5 tisoč EUR (26,0 % celotnih sredstev). Večino kratkoročnih poslovnih terjatev so predstavljali dani kratkoročni predujmi podjetju Azgard KTK (124,0 tisoč EUR) in terjatve iz naslova preveč plačanega DDV (preostanek).⁴ Podjetje je predujem plačalo za nakup strojne opreme, ki pa še do dneva ocenjevanja ni bila dobavljena – obstaja velika verjetnost, da tudi ne bo.

Tabela 18: Gibanje obrata kratkoročnih poslovnih terjatev v obdobju od 2015 do 2018 glede na prodajne prihodke

	2015	2016	2017	2018
Poslovne terjatve	0	7.659	126.966	124.471
% čistih prih. od prodaje	-	-	5878,1%	6816,6% ⁵
% vseh sredstev	0,0%	1,5%	21,7%	26,0%
Dnevi vezave terjatev	-	-	21455	24881 ⁶

Vir: Lastni izračuni

Denarna sredstva

Podjetje je imelo na dan ocenjevanja za 3 tisoč EUR denarnih sredstev oz. so le-ta predstavljala 0,6 % celotne bilančne vsote. Obseg teh sredstev je bil na dan ocenjevanja najnižji in ta sredstva so se po letu 2016, ko jih je bilo največ (212,6 tisoč EUR), močno znižala. V tem letu je družba prejela posojilo, ki pa ga še ni v celoti porabila za nakup opreme oz. za financiranje poslovanja.

Kratkoročne aktivne časovne razmejitve

Na dan ocenjevanja Podjetje ni imelo kratkoročnih odloženih stroškov in odhodkov.

Spremembo posameznih postavk sredstev prikazujemo v spodnji sliki.

⁴ Podjetje Azgard KTK je povezana oseba.

⁵ Delež je visok zaradi nizkih prodajnih prihodkov.

⁶ Dnevi vezave terjatev glede na samo sestavo terjatev ne kaže pravega obrata terjatev.

oz. z danimi predujmi (to je velja za leti 2017 in 2018). Brez teh sredstev bi podjetje imelo negativen obratni kapital in manko likvidnostnih sredstev za poravnavanje poslovnih obveznosti.

Tabela 20: Gibanje neto obratnega kapitala (NWC) po letih v obdobju od 2015 do 2018 (v dnevih oz. v %)

	2015	2016	2017	2018
Neto obratni kapital	4.793	209.989	200.639	122.871
Neto obratni kapital / Prihodki			9288,8%	6729,0%

Vir: AJ PES, lastni izračuni

Glede na analizirano ugotavljamo, da je podjetje na dan ocenjevanja imelo visok delež NOK v prodajnih prihodkih, ker so bili slednji tako majhni. Razmerje med kratkoročnimi sredstvi in obveznostmi kaže visok presežek prvih. Temu je tako zaradi visokih denarnih sredstev (v letih 2016 in 2017) in drugih kratkoročnih poslovnih terjatev (danih predujmov v letih 2017 in 2018). Brez teh sredstev bi podjetje imelo manko likvidnostnih sredstev za poravnavanje poslovnih obveznosti.

Tabela 21: Prikaz likvidnosti sredstev v obdobju od 2015 do 2018

	2015	2016	2017	2018
Kratkoročna sredstva	5.124	331.221	366.027	282.340
Kratkoročne obveznosti	331	10.232	10.525	4.606
Razmerje med kratkoročni sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi	15,48	32,37	34,78	61,30

Vir: AJ PES, lastni izračuni

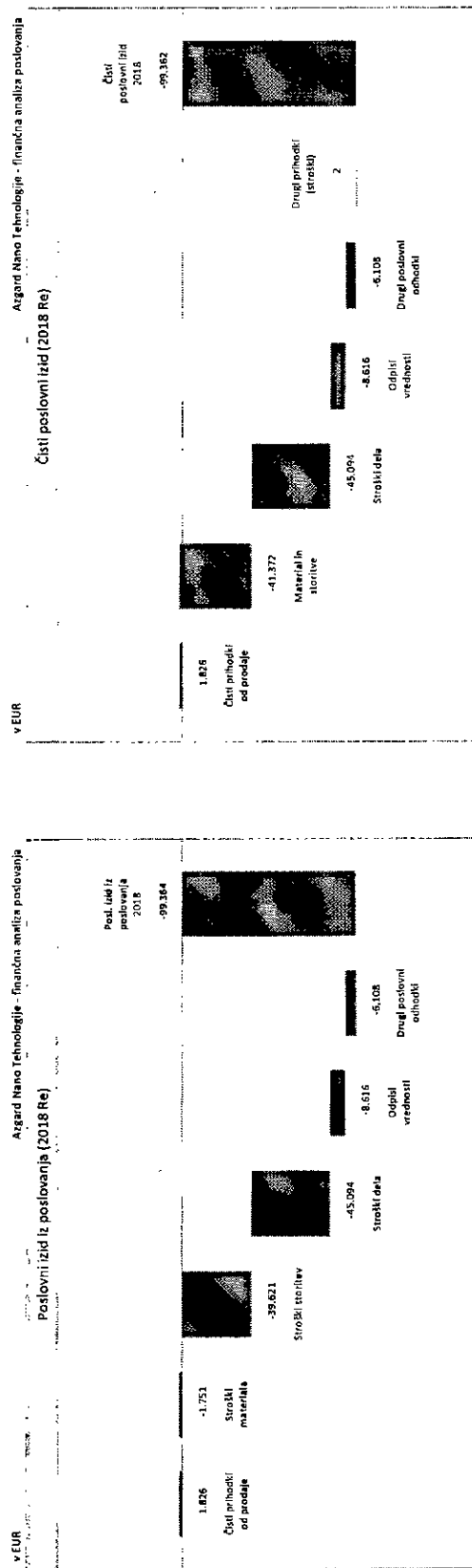
5.2. Analiza izkaza poslovnega izida

Tabela 22: Izkaz poslovnega izida podjetja Azgard Nano Tehnologije od 2015 do 2018

Izkaz poslovnega izida	Vrednosti v EUR				Relativni deleži glede na zliste prihodke od prodaje				Stopnje rasti		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2016 / 2015	2017 / 2016	2018 / 2017
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE											
Usredstveni lastni proizvodi in storitve	0	0	2.160	1.826	n.r.	n.r.	100,0%	100,0%	n.r.	n.r.	-15,5%
Sprememba vrednosti zalog	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Kosmatni donos iz poslovanja	0	0	2.160	1.826	n.r.	n.r.	100,0%	100,0%	n.r.	n.r.	-15,5%
Stroški blaga, materiala in storitev	2.007	51.657	61.087	41.372	n.r.	n.r.	2828,1%	2265,7%	2473,8%	18,3%	-32,3%
Nabavna vr. prod. blaga in mat. ter str. materiala	105	4.133	5.407	1.751	n.r.	n.r.	250,3%	95,9%	3836,2%	30,8%	-67,6%
Stroški storitev	1.902	47.524	55.680	39.621	n.r.	n.r.	2577,8%	2169,8%	2398,6%	17,2%	-28,8%
Stroški dela	0	46.100	93.624	45.094	n.r.	n.r.	4334,4%	2469,6%	n.r.	103,1%	-51,8%
Odpisi vrednosti	0	124	1.626	8.616	n.r.	n.r.	75,3%	471,9%	n.r.	1211,3%	429,9%
Amortizacija	0	124	1.626	1.291	n.r.	n.r.	75,3%	70,7%	n.r.	1211,3%	-20,6%
Previdn. posl. odh. pri NS in OOS	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	401,2%	n.r.	n.r.	n.r.
Previdn. posl. odh. pri obratnih sredstvih	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Drugi poslovni odhodki	1.000	3.586	9.466	6.108	n.r.	n.r.	438,2%	334,5%	258,6%	164,0%	-35,5%
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	-3.007	-101.467	-163.643	-99.364	n.r.	n.r.	-7576,1%	-5441,6%	3274,4%	61,3%	-39,3%
EBITDA	-3.007	-101.343	-162.017	-98.073	n.r.	n.r.	-7500,8%	-5370,9%	3270,2%	59,9%	-39,5%
Prihodki od financiranja	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Odhodki od financiranja	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Drugi prihodki	0	0	1.927	4	n.r.	n.r.	89,2%	0,2%	n.r.	n.r.	-99,8%
Drugi odhodki	0	0	0	1	n.r.	n.r.	0,0%	0,1%	n.r.	n.r.	100,0%
Dobiček pred davki	-3.007	-101.467	-161.717	-99.362	n.r.	n.r.	-7486,9%	-5441,5%	3274,4%	59,4%	-38,6%
Davki	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Manjšinski lastniki	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
ČISTI POSLOVNI IZID OBDOBJA	-3.007	-101.467	-161.717	-99.362	n.r.	n.r.	-7486,9%	-5441,5%	3274,4%	59,4%	-38,6%

Vir: APES, GVIN, Podjetje

Slika 7: Struktura poslovnega izida in čistega poslovnega izida Podjetja za leto 2018



Vir: Lastni izračun.

Čisti prihodki od prodaje

Podjetje v opazovanem obdobju v letih 2015 in 2016 ni imelo nobenih prihodkov iz naslova prodaje v letih 2017 in 2018 pa so bili po obsegu zelo majhni. V letu 2017 so znašali 2,2 tisoč EUR in v letu 1,8 tisoč EUR, in sicer iz naslova najemnin in prodaje storitev.⁹

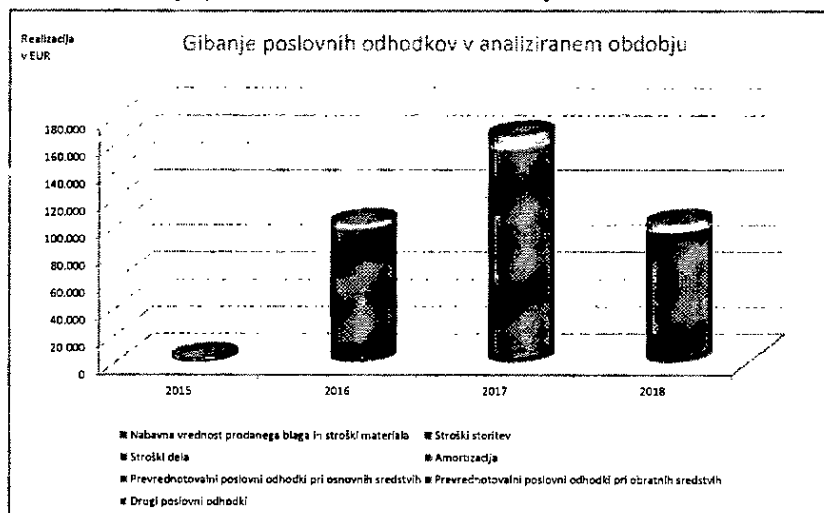
Drugi poslovni prihodki

Podjetje v opazovanem obdobju ni imelo drugih poslovnih prihodkov.

Poslovni odhodki

Gibanje in sestavo poslovnih prihodkov prikazujemo v spodnji sliki. Generalno lahko ugotovimo, da so poslovni odhodki v opazovanem obdobju naraščali do leta 2017 potem pa so se v letu 2018 zmanjšali. Največji postavki poslovnih odhodkov so v analiziranem obdobju predstavljali stroški storitev in stroški dela.¹⁰

Slika 8: Gibanje poslovnih odhodkov v obdobju od 2015 do 2018



Vir: Podjetje, Lastni izračun

Nabavna vrednost blaga in stroški materiala

Podjetje v opazovanem obdobju ni imelo odhodkov iz naslova nabave blaga in materiala. Stroški materiala so bili v celotnem opazovanem obdobju nizka postavka poslovnih odhodkov in so se večinoma nanašali na stroške energije.

Stroški storitev

Stroški storitev so bili v letih 2016 in 2018 največja postavka poslovnih odhodkov. Največjo postavko teh stroškov so predstavljale najemnine in stroški poslovnih storitev.

⁹ Podjetje je s svojim poslovanjem dejansko začelo šele v letu 2016, saj je bilo v letu 2015 šele ustanovljeno.

¹⁰ Delež poslovnih odhodkov glede na prodajne prihodke v nadaljevanju analize ne bomo predstavljali, saj ga za leti 2015 in 2016 ni mogoče izračunati, za leti 2017 in 2018 pa dobimo vrednosti, ki niso ustrezne.

Stroški dela

Stroški dela so bili v letih 2016 in 2018 druga najpomembnejša postavka poslovnih odhodkov v letu 2017 pa najpomembnejša. Gibanje teh stroškov je bilo v celoti povezano s številom zaposlenih delavcev. V letu 2018 je zaposlovalo enega delavca.

Odpisi vrednosti

Odpisi vrednosti so bili v analiziranem obdobju manj pomembna postavka poslovnih odhodkov. V letih 2016 in 2017 so bili sestavljeni zgolj iz amortizacije (med 0,1 in 1,6 tisoč EUR) v letu 2018 pa še iz naslova prevrednotovalnih poslovnih odhodkov iz naslova delnega odpisa vrednosti opreme (v višini 7,3 tisoč EUR).

Drugi poslovni odhodki

Drugi poslovni prihodki so bili v opazovanem obdobju po obsegu tretja največja postavka poslovnih odhodkov. Znašali so med 1,0 in 9,5 tisoč EUR. Obsegali so večinoma stroške sodnih taks stroške stavbnih zemljišč (t.j. nadomestila za uporabo stavbnega zemljišča).

Dobiček iz poslovanja (EBIT)

Podjetje je v opazovanem obdobju poslovalo z izgubo, saj ni imelo nobenih poslovnih prihodkov oz. so bili ti tako majhni, da niso pokrili stroškov poslovanja podjetja. Zaradi navedenega sta bili tudi marža iz poslovanja (EBIT marža) in EBITDA marži negativni in zelo visoki.

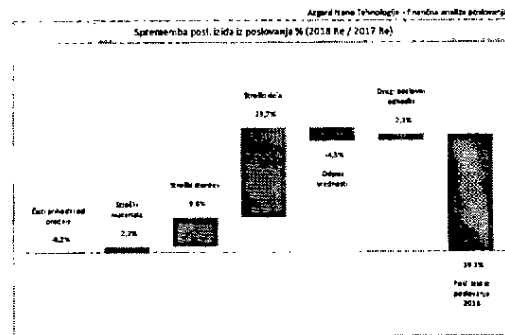
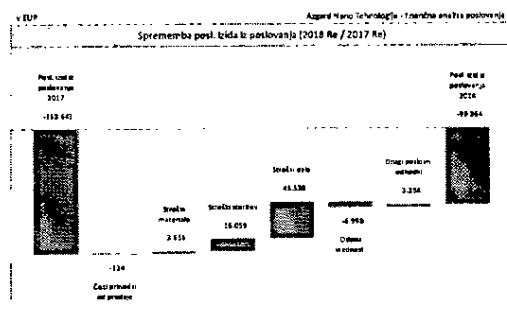
Tabela 23: Gibanje EBIT, EBITDA in obeh marž v obdobju od 2015 do 2018

	2015	2016	2017	2018
Čisti prihodki od prodaje	0	0	2.160	1.826
EBIT	-3.007	-101.467	-163.643	-99.364
EBIT marža (EBIT / ČPP)	-	-	-7576,1%	-5441,6%
EBITDA	-3.007	-101.343	-162.017	-98.073
EBITDA marža (EBITDA / ČPP)	-	-	-7500,8%	-5370,9%

Vir: AJPES, lastni izračuni

V sliki 10 prikazujemo spremembo poslovnega izida v letu 2018 glede na leto 2017.

Slika 9: Sprememba poslovnega izida v letu 2018 glede na leto 2017



Vir: Lastni izračuni

Prilagoditve EBIT in EBITDA

Pri izračunu normalizirane dobičkonosnosti se navadno izločijo enkratni in nedenarni elementi. V primeru ocenjevanega podjetja po naši oceni takšni elementi v opazovanem obdobju niso obstajali, tako da sta izguba iz poslovanja (EBIT) in EBITDA tudi po prilagoditvah ostali enaki. Prilagoditev smo opravili samo za leto 2018, ko smo izločili prevrednotovalne poslovne odhodke. Oba kazalnika se za to leto nista bistveno spremenila.

Tabela 24: Prilagoditev EBIT in EBITDA marže Podjetja v obdobju od 2015 do 2018

	2015	2016	2017	2018
	nerevidirano	nerevidirano	nerevidirano	nerevidirano
Čisti prihodki od prodaje	0	0	2.160	1.826
DOBIČEK IZ POSLOVANJA (neprilagojen)	-3.007	-101.467	-163.643	-99.364
% čistih prih. od prodaje	-	-	-7576,1%	-5441,6%
EBITDA (neprilagojen)	-3.007	-101.343	-162.017	-98.073
% čistih prih. od prodaje	-	-	-7500,8%	-5370,9%
ČISTI POSLOVNI IZID OBDOBJA (neprilagojen)	-3.007	-101.467	-161.717	-99.362
% čistih prih. od prodaje	-	-	-7486,9%	-5441,5%
PRILAGODITVE DOBIČKA IZ POSLOVANJA	0	0	0	7.325
+ Izredni odpisi OOS in NDS	0	0	0	7.325
+ Izredni odpisi obratnih sredstev	0	0	0	0
- Dobiček pri prodaji OOS	0	0	0	0
+ / - Drugi (izredni) prihodki oz. odhodki	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki	0	0	0	0
Drugi poslovni odhodki	0	0	0	0
DOBIČEK IZ POSLOVANJA po prilagoditvah	-3.007	-101.467	-163.643	-92.039
% čistih prih. od prodaje	-	-	-7576,1%	-5040,5%
EBITDA po prilagoditvah	-3.007	-101.343	-162.017	-90.748
% čistih prih. od prodaje	-	-	-7500,8%	-4969,8%

Vir: Lastni izračuni.

Finančni rezultat

Podjetje v opazovanem obdobju ni imelo nobenih finančnih prihodkov in finančnih odhodkov, zato finančni rezultat ni imel nobenega vpliva na končni rezultat poslovanja Podjetja.

Drugi prihodki

Drugi poslovni prihodki so bili v opazovanem obdobju po obsegu zelo nizki, razen v letu 2017, ko jih je bilo za 1,9 tisoč EUR in so tako prispevali k manjšemu zmanjšanju končne izguba poslovanja podjetja.

Drugi odhodki

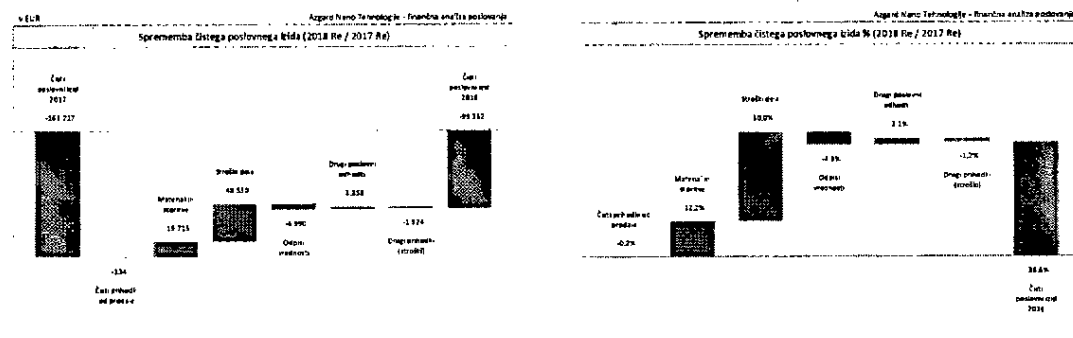
Drugi odhodki so bili v opazovanem obdobju zanemarljivi.

Čisti poslovni izid

Čisti poslovni izid Podjetja je bil skozi celotno analizirano obdobje negativen. V letu 2015, ko je podjetje šele začelo s poslovanjem je izguba znašala -3 tisoč EUR, v naslednjih treh letih pa med -99,3 in -161,7 tisoč EUR. Zaradi tega je bila tudi neto marža visoko negativna.

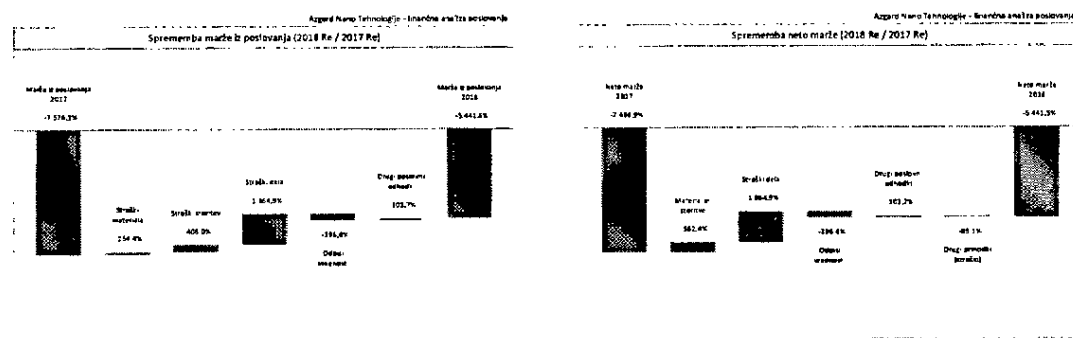
V naslednjih dveh slikah prikazujemo spremembo čistega poslovnega izida in marže v letu 2018 glede na leto 2017.

Slika 10: Sprememba čistega poslovnega izida v letu 2018 glede na leto 2017



Vir: Lastni izračuni

Slika 11: Sprememba marže iz poslovanja in neto marže v letu 2018 glede na leto 2017



Vir: Lastni izračuni

5.3. Analiza kazalnikov

Osnovne finančne kazalnike poslovanja predstavljamo v naslednji tabeli, vsebinsko pa so opredeljeni v poglavju Zaključka finančne analize.

Kazalniki likvidnosti kažejo na visoko likvidnost kratkoročnih sredstev, a je temu tako, ker so kratkoročna sredstva v opazovanem obdobju krepko presegala kratkoročne obveznosti. V letih 2016 in 2017 je bilo to na račun obsežnih denarnih sredstev, v letih 2017 (dodatno še) in 2018 pa iz naslova danih predujmov. Brez teh sredstev bi bila likvidnostna slika Podjetja bistveno slabša, kar bi se odrazilo tudi v vrednostih kazalnikov likvidnosti.

Tabela 25: Finančni kazalniki poslovanja za obdobje od 2015 do 2018

	2015	2016	2017	2018
Kazalniki likvidnosti				
Hitri koeficient	15,48	20,77	8,00	0,65
Pospešeni koeficient	15,48	21,52	20,06	27,68
Kratkoročni koeficient	15,48	32,37	34,78	61,30
Zadolženost				
Stopnja lastniškosti financiranja	93,5%	-17,7%	-43,6%	-73,9%
Stopnja dolžniškosti financiranja	6,5%	117,7%	143,6%	173,9%
Finančni vzvod (Dolg / Kapital)	0,00	(6,54)	(3,25)	(2,34)
Učinkovitost				
Dnevi vezave terjatev	-	-	21455	24881
Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev	40	37	23	18
Dnevi vezave zalog	0	0	0	0
Prihodki / Celotna sredstva	0,0	0,0	0,0	0,0
Prihodki / Stalna sredstva	-	0,0	0,0	0,0
Stalna sredstva / Prihodki	-	-	101,0	107,6
Neto obratni kapital / Prihodki	-	-	9288,8%	6729,0%
Donosnost				
EBITDA marža	-	-	-7500,8%	-5370,9%
EBIT marža	-	-	-7576,1%	-5441,6%
ROIC	-62,7%	-25,6%	-39,2%	-31,1%
DuPont analiza				
Čisti dobiček / Prihodki	-	-	-7486,9%	-5441,5%
Prihodki / Sredstva	0,0	0,0	0,0	0,0
Sredstva / Lastniški kapital	1,1	-5,7	-2,3	-1,4
ROE	-62,7%	-	-	-

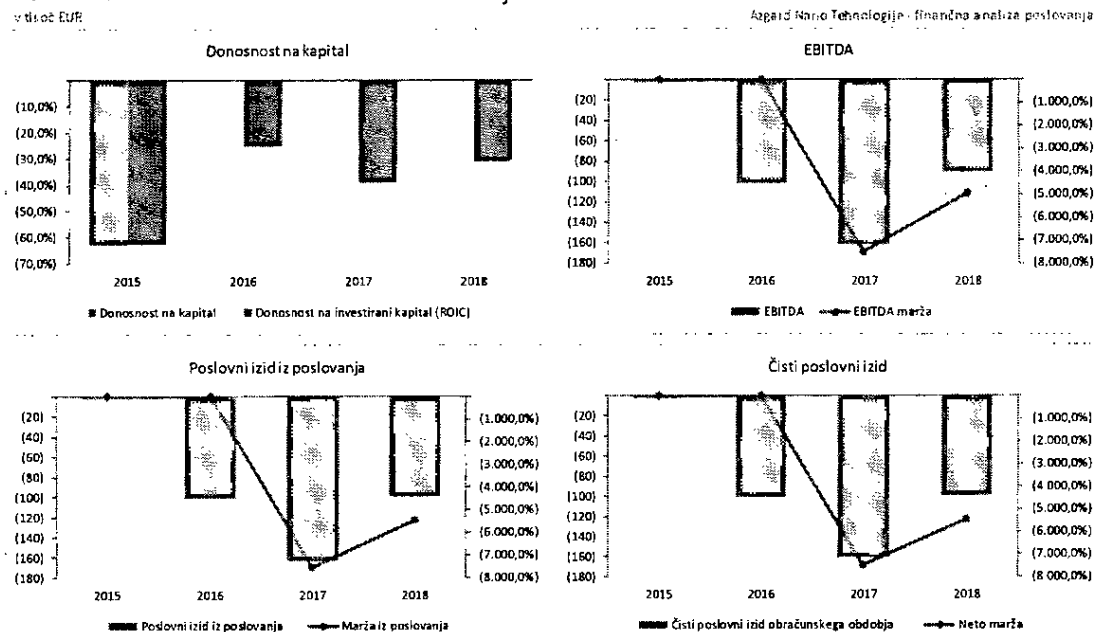
Vir: Lastni izračuni

Kazalniki zadolženosti kažejo na visoko stopnjo dolžniškosti in nizko stopnjo lastniškosti financiranja oz. Podjetje je celotno svoje poslovanje financiralo z dolžniškim kapitalom.

Kazalniki učinkovitosti z izjemo dni vezave obveznosti do dobaviteljev ne kažejo prave slike učinkovitosti poslovanja Podjetja v analiziranem obdobju. Podjetje je v tem obdobju svoje obveznosti do dobaviteljev poravnalo med 18 in 40 dnevi, t.j. relativno hitro.

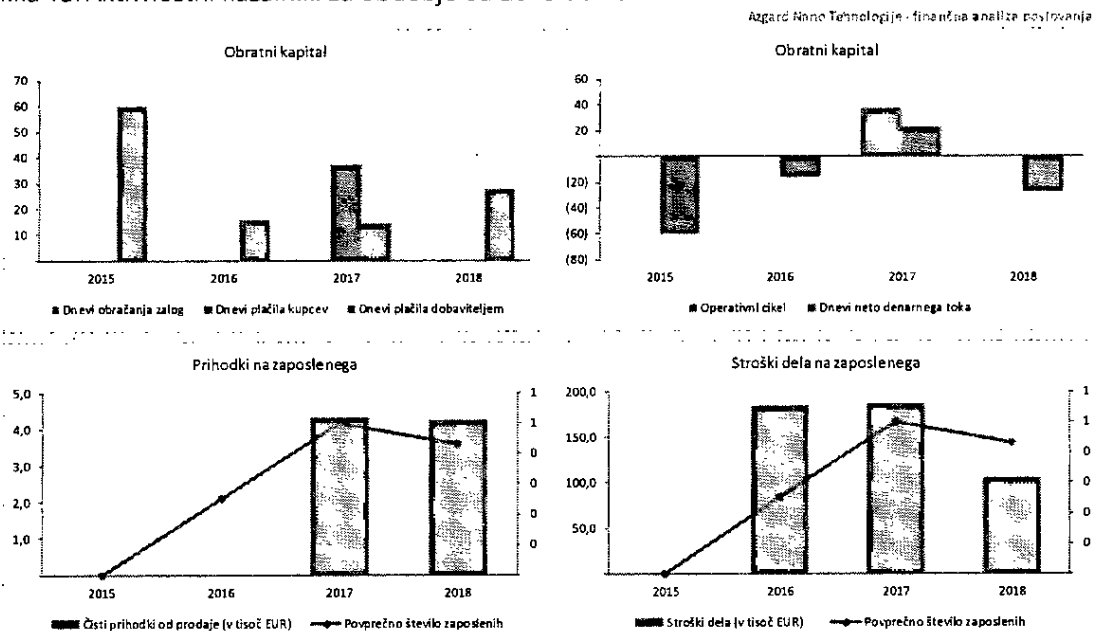
Donosnost Podjetja je bila v opazovanem obdobju negativna, saj Podjetje v tem čas ni imelo nobenih poslovnih prihodkov temveč samo poslovno odhodke.

Slika 12: Kazalniki dobičkonosnosti za obdobje od 2015 do 2018



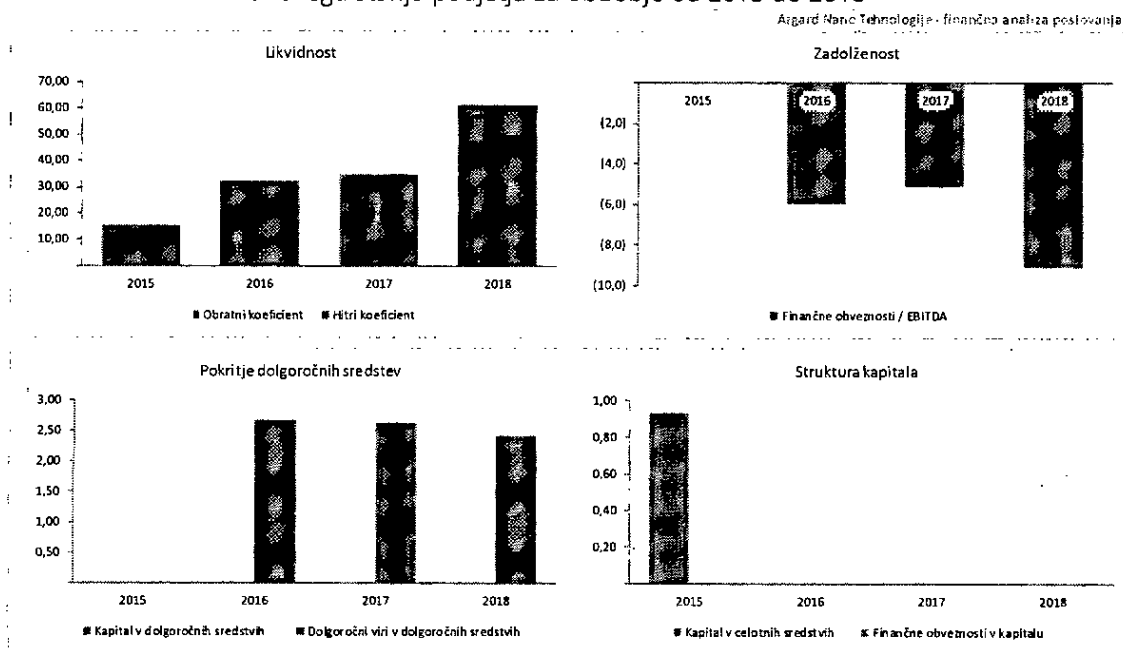
Vir: Lastni izračuni

Slika 13: Aktivnostni kazalniki za obdobje od 2015 do 2018



Vir: Podjetje, Lastni izračun

Slika 14: Kazalniki finančnega stanja podjetja za obdobje od 2015 do 2018



Vir: Podjetje, Lastni izračun

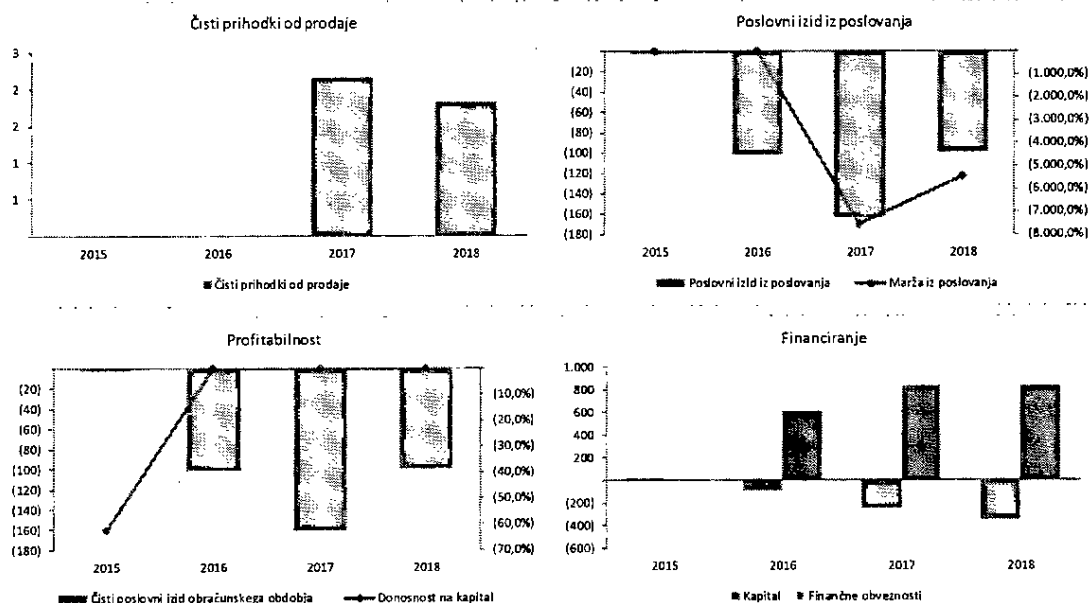
5.4. Zaključek finančne analize za potrebe vrednotenja

V zvezi s finančno analizo podjetja lahko povzamemo naslednje:

- Podjetje je imelo v opazovanem obdobju zelo nizke prodajne prihodke oz. jih celo ni imelo.
- Dobičkonosnost podjetja (EBIT in EBITDA marže) je bila v celotnem opazovanem obdobju negativna, saj so poslovni odhodki krepko presegali poslovne prihodke.
- Na datum ocenjevanja so najpomembnejšo postavko sredstev predstavljala opredmetena osnovna sredstva oz. različna oprema in dani predujmi verjetno povezanemu podjetju.
- Podjetje na datum ocenjevanja ni razpolagalo s presežnimi denarnimi sredstvi.
- Kapital Podjetja je bil pozitiven samo v letu 2015 v vseh naslednjih letih pa negativen, saj je bilančna izguba povečevala zaradi negativnega poslovanja podjetja.
- Podjetje je bilo na dan ocenjevanja kapitalsko neustrezno, ker je bilančna izguba presegala osnovni kapital podjetja. Lastniki niso pristopili k njeni odpravi pa bi to morali storiti.
- V glavnini so se obveznosti podjetja (pasivna stran bilance) nanašale na dolgoročne finančne obveznosti do drugih, ki so bile glavni vir financiranja poslovanja podjetja.
- Kratkoročne poslovne obveznosti so bile nizke.
- Neto obratni kapital Podjetja je bil v opazovanem obdobju sicer pozitiven, vendar na račun denarnih sredstev in danih predujmov. Brez le-teh bi bil neto obratni kapital negativen.
- Finančna slika podjetja je bila v proučevanem obdobju slaba, saj je bilo financiranje poslovanja podjetja v celoti odvisno od dolžniškega kapitala.

Slika 15: Izbrani finančni podatki podjetja za obdobje od 2015 do 2018

v tisoč EUR



Vir: Podjetje, Lastni izračun

Na podlagi analize preteklega poslovanja (negativna dobičkonosnost, negativen kapital, slaba likvidnost) ugotavljamo, da podjetje Azgard Nano Tehnologije na presečni datum vrednotenja ni izpolnjevalo pogoja delujočega podjetja.

6. METODOLOGIJA OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

V splošnem se je pri ocenjevanju vrednosti podjetij uveljavila naslednja metodologija ocenjevanja na treh hierarhičnih ravneh (Praznik, 2004, str. 39):

- načini ocenjevanja vrednosti, ki predstavljajo najširšo kategorijo metodologije ocenjevanja;
- metode ocenjevanja vrednosti, ki predstavljajo skupek postopkov ocenjevanja v okviru posameznega načina;
- postopki ocenjevanja vrednosti, ki predstavljajo tehnike ocenjevanja znotraj posameznih metod ocenjevanja.

Tudi ameriški standardi v okviru ameriškega združenja ocenjevalcev (American Society of Appraisers Business Valuation Standards) poznajo tri načine ocenjevanja vrednosti. Termin »metoda« se največkrat uporablja kot specifičen prikaz implementacije ocenjevanja vrednosti podjetij znotraj treh omenjenih načinov (Pratt, 2008, str. 62).

Na podlagi zgoraj opredeljene hierarhije ocenjevanja vrednosti podjetij v splošnem poznamo naslednje načine, metode in postopke ocenjevanja vrednosti:

1. **Na donosu zasnovani način ocenjevanja vrednosti**, kjer ocenjevalci ocenjujejo bodoče, časovno opredeljene koristi lastnika in jih diskontirajo na sedanjo vrednost. Pri tem uporabljajo diskontno stopnjo, ki je primerna za tveganja, povezana z uresničitvijo teh koristi. V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti poznamo naslednje metode in postopke ocenjevanja vrednosti:
 - *metoda diskontiranega denarnega toka*:
 - postopek diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč celotni kapital;
 - postopek diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč lastniški kapital.
 - *metoda uglavničenja (kapitalizacije)*:
 - postopek uglavničenja normaliziranega donosa, upoštevajoč celotni kapital;
 - postopek uglavničenja normaliziranega donosa diskontiranja denarnih tokov, upoštevajoč lastniški kapital.
2. **Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti**, ki zahteva od ocenjevalca iskanje primerljivih prodaj ter skrbno analizo in prilagoditve primerljivih podatkov (podatke je treba poiskati, analizirati, ustrezno prilagoditi ter izračunati mnogokratnike, s katerimi se pomnoži ustrezno spremenljivko ocenjevanja vrednosti). V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti poznamo naslednje metode in postopke ocenjevanja vrednosti:
 - *metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo*, kjer se za postopek privzame uporaba različnih tržnih mnogokratnikov (multiplikatorjev);
 - *metoda primerljivih kupoprodaj podjetij*, kjer se za postopek privzame uporaba različnih tržnih mnogokratnikov (multiplikatorjev).
3. **Nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti**, ki nakazuje vrednost z uporabo ekonomskega načela, da kupec za sredstvo ne bo plačal več, kot je cena za pridobitev sredstva enake koristnosti z nakupom ali z gradnjo oziroma izdelavo, razen če gre za neprimeren čas,

težave ali nevšečnosti, tveganje ali druge dejavnike. Ta način nakazuje vrednost z izračunavanjem sedanje nadomestitvene ali reprodukcijske nabavne vrednosti sredstva in z odbitki za fizično poslabšanje in vse druge pomembne oblike zastarelosti. V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti poznamo naslednje metode in postopke ocenjevanja vrednosti:

- *metoda nadomestitvene vrednosti* nakazuje vrednost z izračunavanjem stroškov podobnega sredstva, ki ponuja enakovredno koristnost;
- *metoda reprodukcijske nabavne vrednosti* nakazuje vrednost z izračunavanjem stroškov za ponovno ustvarjanje replike sredstva;
- *metoda seštevanja (metoda neto vrednosti sredstev)* izračuna vrednost sredstva s seštevanjem posameznih vrednosti njenih sestavnih delov.

6.1. Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti

Pri metodah vrednotenja, ki temeljijo na bodočih donosih, je zelo pomembno, kakšen denarni tok je sposobna družba ustvariti v prihodnje. V ta namen izdelamo projekcije izkazov poslovnega izida in projekcije bilanc stanja, iz katerih so potem izpeljane projekcije denarnih tokov za daljše obdobje.

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

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

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

6.2. Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti

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

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

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

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

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

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

Z analizo podjetij, s katerimi se javno trguje, ali na podlagi prevzemov, ocenjevalec vrednosti pogosto izračuna kazalnike ocenjevanja vrednosti, ki so običajno cena, deljena z nekim merilom donosa ali čistih sredstev. Pri izračunavanju in izbiri teh kazalnikov je potrebna previdnost.

Kazalnik mora dajati smiselno informacijo o vrednosti podjetja. Podatki iz podobnih podjetij, ki so uporabljeni pri izračunu kazalnika, morajo biti točni. Izračun kazalnikov mora biti točen. Če se iz podatkov izračuna srednja vrednost, morata biti ustrezno upoštevano obdobje in metoda izračuna srednje vrednosti. Vse izračune je treba izvesti na enak način za podobna podjetja in za podjetje, ki je predmet ocenjevanja vrednosti. Pri izračunu kazalnika morajo biti uporabljeni podatki o ceni, veljavni na datum ocenjevanja vrednosti. Po potrebi je treba izvesti prilagoditve za boljšo primerjavo podobnih podjetij in podjetja, ki je predmet ocenjevanja vrednosti. Prilagoditve je morda treba izvesti za neobičajne, neponovljive in neposlovne postavke. Izbrani kazalniki morajo biti primerni glede na razlike pri tveganju in pričakovanjih pri podobnih podjetjih in podjetju, ki je predmet ocenjevanja vrednosti. Več indikacij vrednosti je mogoče izračunati, ker je pri podjetju, ki je predmet ocenjevanja vrednosti, mogoče izbrati in uporabiti več mnogokratnikov ocenjevanja vrednosti. Po potrebi je treba napraviti ustrezne prilagoditve zaradi razlik med lastniškim deležem, ki je predmet ocenjevanja vrednosti, in deleži v podobnih podjetjih glede pomanjkanja obvladovanja ali pomanjkanja tržljivosti.

6.3. Nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti

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

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

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

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

Najpogosteje se v okviru tega načina uporablja metodo seštevanja, ki se imenuje tudi metoda neto vrednosti sredstev, ki se običajno uporablja za investicijske družbe (holdinge) ali druge vrste sredstev ali subjektov, za katere je vrednost predvsem posledica vrednosti njihovih deležev.

Ključni koraki pri metodi seštevanja so:

- ocena vrednosti vsakega od sestavnih sredstev, ki je del ocenjevanega sredstva, in pri tem uporabiti ustrezne načine in metode ocenjevanja vrednosti;
- sešteti vrednost vseh sestavnih sredstev, da dobimo vrednost ocenjevanega sredstva.

6.4. Izbrani načini, metode in postopki ocenjevanja vrednosti

Iz finančne analize preučevanega podjetja ugotavljamo, da podjetje kaže znake delujočega podjetja. Ob upoštevanju namena in predmeta ocenjevanja vrednosti ter izbrane vrste vrednosti smo kot najustreznejši pristop k ocenjevanju vrednosti **družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o.** izbrali naslednji način, metodo oziroma postopek ocenjevanja vrednosti:

- **Način ocenjevanja vrednosti: nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti.**
- **Metoda ocenjevanja vrednosti: metoda seštevanja.**
- **Postopek ocenjevanja vrednosti: postopek ocenjevanja vrednosti ob predpostavki nedelujočega podjetja.**

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

Ugotovitve finančne analize izkazujejo, da gre za vprašljivost predpostavke delujočega podjetja, zato smo kot **edini način ocenjevanja vrednosti** uporabili **na sredstvih zasnovan način ocenjevanja vrednosti**.

Ker ocenjujemo, da ocenjevano podjetje ustvarja vrednost iz naslova svojega premoženja, je metoda diskontiranih denarnih tokov neustrezna in smo se zato poslužili metode čiste vrednosti sredstev v okviru nabavnovrednostnega načina.

Metod v okviru tržnega načina ocenjevanja vrednosti (metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi) nismo mogli uporabiti zaradi (i) neprimerljivih tržnih konkurentov, ki so znatno večji po obsegu poslovanja v primerjavi z ocenjevanim podjetjem Azgard Nano Tehnologije in (ii) zaradi neprimerljivosti primerljivih podjetij in ocenjevanega podjetja bi bila zanesljivost te metode nižja.

6.5. Odbitki in pribitki

Preden se lotimo konkretnega primera, še nekaj besed o pribitkih in odbitkih na splošno. Pribitki in odbitki predstavljajo pri ocenjevanju vrednosti pomembno kategorijo, saj se z njimi korigira osnovna vrednost, ki jo ocenjevalci dobijo pri uporabi zgoraj opredeljenih načinov ocenjevanja vrednosti. Odbitke in pribitke razvrščamo v dve osnovni skupini, in sicer (Praznik, 2004, str. 101):

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

Odbitki in pribitki iz prve alineje se nanašajo na podjetje kot celoto in ne odražajo značilnosti posameznih lastnikov (vpliv ključne osebe, nerešeni ekološki problemi, grozeči sodni spori, posebna tržna tveganja ipd.) ter veljajo za vse lastnike enako, ne glede na njihov delež in upravljske pristojnosti. Uporabimo jih pred odbitki in pribitki iz druge alineje, tako da jih vgradimo že v dele uporabljenih metod ocenjevanja. Te odbitke vgradimo že kot dodatne odstotne

točke pri diskontni meri oziroma meri uglavničenja, kadar uporabljamo na donosu zasnovan način, ali kot ustrezno zmanjšanje tržnih mnogokratnikov, kadar uporabljamo način tržnih primerjav.

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

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

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

Osnovna vrednost

Preden se določi kakršenkoli odbitek ali pribitek, ki je povezan z odnosom lastnika do ocenjevanega podjetja, je potrebno zelo jasno opredeliti osnovo, oziroma izhodišče za določanje odbitkov in/ali pribitkov. Če se izvzamejo vsi drugi dejavniki, se lahko ob upoštevanju vidika obvladovanja in tržljivosti lastniškega deleža opredelijo različne ravni vrednosti, ki analitiku dajo osnovno vrednost, na kateri nadalje temelji uporaba odbitka oziroma pribitka. 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 manjšinskega lastnika, katerega lastniški deleži/delnice se prosto prodajajo na aktivnem trgu kapitala in
4. raven: vrednost deleža za manjšinskega lastnika v lastniško zaprtem podjetju.

Razen prve, vse zgoraj naštetih 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 sinergijske učinke in s tem tudi višjo vrednost od tiste, ki si jo lahko zagotovi hipotetično 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 osnovna vrednost podjetja definirana z vidika večinskega lastništva. V prilogi je prikazana uporaba pribitkov in odbitkov glede na način, metodo, vrsto in delež lastništva, ki se ocenjuje. V primeru podjetja TEP-Solar d.o.o. smo zaradi namen vrednotenja **upoštevali odbitke**. Višino odbitka za pomanjkanje obvladovanja in tržljivosti je za proučevano podjetje določeno na podlagi empiričnih študij področja ter analize specifičnih dejavnikov preučevane družbe, ki vplivajo na stopnjo obvladovanja in likvidnost lastniških deležev.

Odbitek za pomanjkanje obvladovanja in odbitek za pomanjkanje tržljivosti zaradi ocenjene vrednosti lastniškega kapitala v višino 0 EUR nismo uporabili pri izračunu.

Pribitek za obvladovanje in odbitek za neobvladljivost

Lastniki, ki obvladujejo oziroma kontrolirajo poslovanje podjetja, imajo v primerjavi z manjšinskimi lastniki določene pravice (npr. imenovanje uprave, imenovanje članov nadzornega sveta, določanje nadomestil članov uprave in posloводства, določanje poslovne politike in strategije podjetja, nakup, prodaja ali najem poslovnih prostorov, izbor zunanjih partnerjev, prevzem drugega podjetja, likvidacija, prodaja ali dokapitalizacija podjetja, pridobitev ali prodaja lastnih delnic, izdaja novih delnic, izdaja dolžniških vrednostnih papirjev, določanje in izplačevanje dividend in drugih izplačil, sprememba statuta ali družbene pogodbe in tudi preprečitev zgoraj navedenih odločitev). Trg priznava obvladujočemu lastništvu višjo vrednost kot manjšinskemu, razliko med obema imenujemo pribitek za obvladovanje. Pri strateških vlagateljih se pojavlja možnost sinergijskih učinkov med vlagateljem in podjetjem (večja prodaja, nižji stroški, nižje tveganje, ipd.), ki je predmet nakupa. Zato so strateški vlagatelji pripravljeni plačati tudi večjo premijo (t.i. prevzemna premija), ki pa vpliva tudi na velikost pribitka za obvladovanje (Pratt, 2008, str. 385).

Pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala podjetja se lahko učinek zgoraj naštetih dejavnikov oziroma pravic, ki so v rokah obvladujočih lastnikov, upošteva na dva načina, in sicer (Pratt, 2000, str. 346–360):

- *Neposredni pristop*: preko napovedi denarnih tokov, kar pomeni, da projekcije poslovanja oziroma razpoložljivi denarni tok, ki predstavlja osnovo izračunu ocene vrednosti, že vključuje vidik kontrolnega lastništva;
- *Posredni pristop*: preko posrednega povečanja (z uporabo pribitka za obvladovanje) že izračunane ocene vrednosti, ki temelji na drugačni osnovi izračuna ocene vrednosti podjetja (npr. na osnovi za manjšinskega lastnika).

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, itd.).

Odbitki za pomanjkanje tržljivosti

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

Tržljivost v splošnem opredelimo kot zmožnost takojšnjega konvertiranja lastniškega deleža v denar z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in z veliko verjetnostjo, da bomo denar od prodaje pridobili v najkrajšem času (Praznik, 2004, str. 107). Vlagatelji praviloma preferirajo likvidne (tržne) lastniške deleže oziroma delnice pred nelikvidnimi, zato ima lastniški delež v primeru pomanjkanja likvidnosti (tržnosti) manjšo vrednost.

Višino odbitka za pomanjkanje tržljivosti smo za preučevano podjetje določili 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 manjšinskega lastniškega deleža, zato je njihova uporaba relevantna z vidika namena in predmeta ocenjevanja vrednosti družbe.

Raziskave s področja določanja odbitkov za pomanjkanje tržljivosti

Poznamo dve skupini empiričnih raziskav, in sicer raziskave restriktivnih delnic in raziskave začetnih javnih ponudb.

- Pri *restriktivnih delnicah* gre za to, da z njimi ni moč trgovati na odprtem trgu, medtem ko s prosto prenosljivimi delnicami lahko trgujemo na prostem trgu. Pri metodi restriktivnih delnic v splošnem primerjamo ceno delnic podjetij, ki imajo omejeno trgovanje (restriktivne delnice) s cenami delnic istih podjetij, ki kotirajo na borzi in nimajo omejitev trgovanja (prosto prenosljive delnice), kar nam posledično omogoča ocenitev odbitkov za pomanjkanje tržljivosti. Obe vrsti delnic se namreč ne razlikujeta glede pravic do dividende, glasovanja in drugih pravic, ki jih nosijo prosto prenosljive delnice.
- *Raziskave začetnih javnih ponudb* pa temeljijo na primerjavi cen transakcij z delnicami, ki so se izvedle pred začetno javno ponudbo podjetij (ang. IPO), s cenami delnic istih podjetij, ko so bile te uvrščene na borzo.

V praksi ocenjevanja vrednosti podjetij se je v zadnjih letih izoblikovalo mnenje, da so rezultati raziskav začetnih javnih ponudb bolj primerni za določanje višine odbitkov za pomanjkanje tržnosti kot rezultati raziskav restriktivnih delnic. To izvira predvsem iz dejstva, da je bila večina študij izdelanih na ameriškem trgu kapitala, kjer zakonodaja določa, da značaj restriktivnosti preneha v enem letu. To ne daje dobre osnove za določitev višine odbitka za pomanjkanje tržljivosti, ker so v teh odbitkih vgrajena pričakovanja netržnosti samo za eno leto, kar pa se bistveno razlikuje od pričakovanj za netržnost v lastniško zaprtih družbah, kjer nimamo nobenega indika o potencialni tržnosti lastniških deležev. Na drugi strani, pri raziskavah začetnih javnih ponudb, pa so se cene transakcij pred začetno javno ponudbo oblikovale na podlagi nejasnih pričakovanj glede potencialne tržnosti lastniških deležev, kar bolj realno odraža situacijo, v kateri se nahajajo vlagatelji, ko kupujejo ali prodajajo lastniške deleže v lastniško zaprtih podjetjih.

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, str. 417):

- *Pravica prodaje (ang. put rights)*: Pravica prodaje je pogodbeno pravica, ki omogoča lastniku, da v prihodnosti proda lastniški delež po pogodbeno določeni ceni pod določenimi pogoji. Pravica prodaje kot taka 'zagotavlja' tržnost lastniškega deleža, zato lahko v primeru njene odsotnosti govorimo o pomanjkanju tržljivosti lastniškega deleža.
- *Izplačila dividend*: Lastniški deleži, ki zagotavljajo dividende imajo praviloma manjše odbitke za pomanjkanje tržljivosti, ker vlagatelju zagotavljajo nek sprotni donos. V primeru, da podjetje ne izplačuje dividend oziroma so le-te glede na dobiček zelo nizke, potem je edini vir denarnega

toka za lastnika kapitalni dobiček, ki se realizira ob prodaji deleža. Izplačevanje dividend torej lastniku 'zagotavlja' nek denarni tok (donos), ne da bi bil primoran prodati svoj lastniški delež.

- *Potencialni kupci:* Število resnih potencialnih kupcev 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 drastično znižanje odbitka za tržljivost.
- *Relativna velikost lastniškega deleža:* 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.
- *Pričakovana kotacija na borzi:* V primeru, da se pričakuje, da se bo podjetje uvrstilo na organiziran trg z vrednostnimi papirji, potem so odbitki za pomanjkanje tržljivosti nižji. Višina odbitkov je odvisna od časovne oddaljenosti začetka kotacije ter od stopnje verjetnosti, da se bo to resnično zgodilo. Nenazadnje je tudi pomembna ocena, kakšno stopnjo tržljivosti lahko prinese začetek kotacije trenutnim lastnikom podjetja.
- *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.
- *Omejen prenos 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 (v našem primeru imajo ostali družbeniki predkupno pravico).

7. OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA

7.1. Ocenjevanje po metodi prilagojenih knjigovodskih vrednosti

Predpostavke

Metoda prilagojene knjigovodske vrednosti je primerna predvsem za ocenjevanje vrednosti podjetij, katerih vrednost temelji na vrednosti sredstev ali naložb (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 vprašljivo, če ocenjujemo obvladujoči lastniški delež, kjer ima obvladujoči lastnik možnost odločiti o likvidaciji podjetja in prodaji njegovega premoženja.

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). Metodo je možno uporabiti zlasti, če so zagotovljeni, poleg zgoraj navedenih, še naslednji pogoji:

- v strukturi bilance podjetja predstavljajo opredmetena osnovna sredstva oziroma dolgoročne finančne naložbe znaten delež;
- prispevek dela je ničen ali majhen k dodani vrednosti proizvodov in storitev podjetja in ne opravičuje višine vrednosti njegovih sredstev;
- podjetje ne razpolaga z znatnejšim obsegom neopredmetenih dolgoročnih sredstev, ki bi zagotavljali podjetju dodaten pomembno večji denarni tok, kot ga je pričakovati z izkoriščanjem le njegovih opredmetenih osnovnih sredstev oziroma dolgoročnih finančnih naložb;
- vsa sredstva, ki prispevajo k poslovanju podjetja, so zajeta v bilanci stanja.

Pri ocenjevanju Podjetja smo uporabili to metodo, ker obstaja dvom v predpostavko »going concern«, kot tudi zaradi negativne vrednosti po metodi diskontiranih denarnih tokov.

Postopek ocenjevanja

Likvidacijska vrednost v postopku redne likvidacije se ne izračunava po enakem postopku kot likvidacijska vrednost pri prisilni ali nujni prodaji, saj so elementi prisile v tem postopku drugačni, oz. v nekaterih primerih nimajo pomembnejšega vpliva na vrednost sredstva. Ocenjujemo jo kot tržno vrednost, ki jo znižamo za odbitke zaradi vplivnih dejavnikov. Pri tem upoštevamo obliko sredstva, tržno zanimivost, možnost preveritve sredstva, situacijo sredstev ob prodaji ter druge dejavnike, ki vplivajo na vrednost. Še posebej pri ocenjevanju vrednosti premičnih sredstev (smiselno pa tudi za nepremičnine) je treba upoštevati situacijo, v kateri se sredstva pojavljajo pri postopku prodaje, pri katerem upoštevamo:

1. Likvidacijska vrednost sredstev na mestu in v uporabi – takšna, kot so, in tam, kjer so (Orderly Liquidation Value As-Is, Where-Is) – upošteva se, da bodo sredstva v funkciji na istem mestu in v uporabi tudi naprej (pri kupcu); značilni primeri so sredstva železarske industrije, papirne industrije, energetska postrojenja, infrastrukturna sredstva itd.

Tabela 26: Metoda prilagojene knjigovodske vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije
Podjetja na dan 31. 12. 2018

Metoda čiste vrednosti sredstev	Knjigovodska vrednost v EUR	Ocenjena tržna vrednost v EUR	Prilagoditev	Ocenjena vr. /knjig. vr.
	31.12.2018	31.12.2018		
SREDSTVA	478.855	237.157	-50%	50%
A. DOLGOROČNA SREDSTVA	196.515	90.719	-54%	46%
I. Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR	0	0	n.r.	n.r.
II. Opredmetena osnovna sredstva	196.515	90.719	-54%	46%
III. Naložbene nepremičnine	0	0	n.r.	n.r.
IV. Dolgoročne finančne naložbe	0	0	n.r.	n.r.
V. Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	n.r.	n.r.
VI. Odložene terjatve za davek	0	0	0%	100%
B. KRATKOROČNA SREDSTVA	282.340	146.439	0%	100%
I. Sredstva za prodajo	0	0	0%	100%
II. Zaloge	0	0	0%	100%
III. Kratkoročne finančne naložbe	154.863	142.981	0%	100%
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	124.471	451	0%	100%
V. Denar in sredstva na banki	3.006	3.006	0%	100%
C. KRATKOROČNE AČR	0	0	0%	100%
B. REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	0	0	0%	100%
C. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	828.100	482.000	0%	100%
I. Dolgoročne finančne obveznosti	828.100	482.000	0%	100%
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0%	100%
III. Odložene obveznosti za davek	0	0	0%	100%
Č. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	4.606	4.606	0%	100%
I. Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0	0%	100%
II. Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0%	100%
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	4.606	4.606	0%	100%
D. KRATKOROČNE PČR	0	0	0%	100%
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV (BREZ KAPITALA)	832.706	486.606	-42%	58%
NETO SREDSTVA (=100% KAPITAL)	-353.851	-249.448	-30%	70%
Stroški likvidacije in obračun davkov na prodajo sredstev (ni, ongoing concern)		29.198		
Odpravnine in plače za zaposlene		940		
Ostali stroški likvidacije (administrativni stroški, cenitve)		8.300		
Dodatne obveznosti/sredstva družbe		0		
Obračun davkov na prodajo sredstev		19.958		
Diskontni faktor		1,00		
Diskont na pomanjkanje kontrole		0%		
OČENJENA VREDNOST 100% lastniškega kapitala		0		0%
Ocenjevani delež		33,3%		
Ocenjena vrednost deleža	0	0	0	

Vir: Podjetje in lastni izračuni

Sredstva

Opredmetena osnovna sredstva

Na 31. 12. 2018 znaša knjigovodska vrednost opredmetenih osnovnih sredstev 196,5 tisoč EUR. Ta sredstva predstavljajo različna oprema, in sicer stroj za obdelavo grafita, obsevalne naprave in izolator s komoro. Njihova stopnja odpisanosti je bila na dan ocenjevanja le 0,1-odstotna. Ocenjujemo, da je njihova tržna vrednost za polovico manjša od njihove knjigovodske vrednosti, t.j. 98,2 tisoč EUR. Ocenjena vrednost je diskontirana za eno leto, saj ocenjujemo, da bi bilo možno opremo prodati v obdobju enega leta, s čimer dobimo ocenjeno vrednost v višini 90,7 tisoč EUR.

Kratkoročne finančne naložbe

Kratkoročne finančne naložbe so na dan ocenjevanja v celoti obsegala posojila, ki zapadejo znotraj enega leta. Posojila so bila dana družbeniku podjetja, zato ocenjujemo, da je njihova tržna vrednost enaka njihovi knjigovodski vrednosti. Ob upoštevanju 12 mesečnega obdobja diskontiranja dobimo ocenjeno vrednost v višini 143 tisoč EUR.

Kratkoročne poslovne terjatve

Na dan 31. 12. 2018 je znašala višina poslovnih terjatev 124,5 tisoč EUR. Večino kratkoročnih poslovnih terjatev so predstavljali dani kratkoročni predujmi podjetju Azgard KTK (124,0 tisoč EUR) in terjatve iz naslova preveč plačanega DDV (preostanek). Za plačani predujem menimo, da obstaja vprašljivost za njegovo povračilo glede na to, da je bil predujem plačan za orodje, ki do dneva ocenjevanja še ni bila dobavljena. Zaradi tega smo terjatev iz naslova predujma v celoti oslabili. Tržno vrednost terjatev tako na dan ocenjevanja predstavljajo samo terjatve iz naslova preveč plačanega DDV v višini 0,4 tisoč EUR.

Denar in sredstva na banki

Denar že predstavlja čisto vrednost, zato te postavke nismo prilagajali. Tržna vrednost je tako enaka knjigovodski vrednosti in znaša 3 EUR.

Obveznosti

Finančne obveznosti smo prilagodili v delu, ki se nanašajo na posojilo, dobljeno od družbenika Podjetja (Antant). Pri prilagoditvi smo izhajali iz dejstva, da mora vsaka kapitalska družba zagotoviti, da vedno razpolaga z ustreznim kapitalom glede na obseg in vrste poslov, ki jih opravlja pri opravljanju svoje dejavnosti, ter tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh poslov. Ker je bila ocenjevana družba na dan ocenjevanja kapitalsko neustrezna in bi morali njeni lastniki zagotoviti njeno kapitalsko ustreznost, smo predpostavili, da družbenik pretvori vse svoje terjatve iz naslova danega posojila v kapital.¹¹ Prilagojeno vrednost teh obveznosti ocenjujemo na 482,0 tisoč EUR.

Za preostale poslovne obveznosti smo ocenili, da knjigovodska vrednost predstavlja tržno vrednost obveznosti, saj nismo identificirali obveznosti, katerih ne bi bilo potrebno plačati.

¹¹ Družbeniki Azgarda so v družbeni pogodbi opredelili, da lahko dajo svojemu podjetju posojila, pri čemer pa za vračilo veljajo posebna določila ZGD-1, če družba zaide v gospodarske težave.

Obveznosti družbe tako znašajo 486,6 tisoč EUR. Največji del predstavljajo finančne obveznosti v višini 482,0 tisoč EUR.

Druge obveznosti v postopku prostovoljne likvidacije

Stroške likvidacije ocenjujemo na 31,9 tisoč EUR. Stroški so ocenjeni okvirno, saj so lahko zelo odvisni od pristopa družbe k likvidaciji. Naša ocena tako upošteva stroške izterjave terjatev, plače likvidatorjev, posredniške provizije, odvetniške ter notarske stroške in vse druge morebitne stroške povezane z odprodajo sredstev, odpravnine in davek pri prodaji osnovnih sredstev.

Zabilanca

Družba na datum ocenjevanja nima zabilančnih sredstev in obveznosti.

Zaključek

Na podlagi analize ob danih podatkih in vseh predstavljenih predpostavkah na sredstvih zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ocenjujemo tržno vrednost 33,33-odstotnega deleža lastniškega kapitala družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o. na dan 31. 12. 2018 v višini 0 EUR.

Likvidacijska vrednost – SPS1

V skladu s točko 1.1.3. SPS1, mora ocenjevalec pri oceni vrednosti za obvladujoči lastniški delež proučiti, ali je likvidacijska vrednost podjetja večja od vrednosti delujočega podjetja. **Pri proučevanem podjetju likvidacijska vrednost ne presega vrednosti delujočega podjetja, saj je vrednost po obeh metodah enaka 0 EUR.**

8. SKLEPNE UGOTOVITVE OCENJEVANJA VREDNOSTI

Namen poročila je podati oceno tržne vrednosti **33,33-odstotnega lastniškega kapitala družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o.** z vidika manjšinskega lastnika na netržljivi osnovi na dan 31. 12. 2018 za namen sodnega postopka opr. št. 0237 I 47/2019, ki se vodi pri Okrožnem sodišče v Kopru.

Iz finančne analize preučevanega podjetja ugotavljamo, da podjetje kaže znake delujočega podjetja. Ob upoštevanju namena in predmeta ocenjevanja vrednosti ter izbrane vrste vrednosti smo kot najustreznejši pristop k ocenjevanju vrednosti **družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o.** izbrali **naslednji** način, metodo oziroma postopek ocenjevanja vrednosti:

- **Način ocenjevanja vrednosti: nabavnovrednostni način ocenjevanja vrednosti.**
- **Metoda ocenjevanja vrednosti: metoda seštevanja.**
- **Postopek ocenjevanja vrednosti: postopek ocenjevanja vrednosti ob predpostavki nedelujočega podjetja.**

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

Ocenjevanje vrednosti družbe po modelu DCF temelji na oceni prihodnjih denarnih tokov družbe (torej imetnikom lastniškega in dolžniškega kapitala podjetja), ki se jih razdelili v dve obdobji, in sicer na obdobje natančnega napovedovanja ter na obdobje po obdobju natančnega napovedovanja. Za drugo obdobje se predpostavi, da denarni tok iz zadnjega leta natančnega napovedovanja raste v neskončnost z 2,0-odstotno predpostavljeno nominalno letno stopnjo rasti. Prihodnje denarne tokove se diskontira s tehtanim povprečnim stroškom kapitala (WACC). Dobljena ocena vrednosti celotnega podjetja se zmanjša za sedanjo vrednost neto dolga podjetja.

Ugotovitve finančne analize izkazujejo, da gre za vprašljivost neomejenega delovanja podjetja, zato smo kot **edini način ocenjevanja vrednosti** uporabili **na sredstvih zasnovan način ocenjevanja vrednosti**.

Metod v okviru tržnega načina ocenjevanja vrednosti (metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi) nismo mogli uporabiti zaradi neprimerljivih tržnih konkurentov, ki so znatno večji po obsegu poslovanja v primerjavi z ocenjevanim podjetjem Azgard Nano Tehnologije, zaradi neprimerljivosti primerljivih podjetij in ocenjevanega podjetja bi bila zanesljivost te metode nižja.

Na podlagi dosedanje analize in vseh predstavljenih predpostavk na donosu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov ocenjujemo, da **33,33 % lastniškega kapitala družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o. na dan 31. 12. 2018 na netržljivi osnovi znaša 0 EUR.**

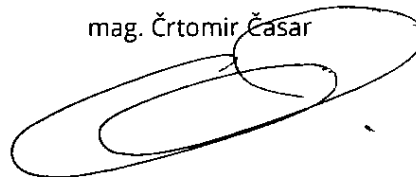
Uporaba poročila o oceni vrednosti je dovoljena le za namen, definiran v uvodnem delu. Poročilo je sestavljeno skladno z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti in s slovenskimi poslovno

finančnimi standardi ter kodeksom poklicne etike ocenjevalcev vrednosti, na osnovi podatkov, ki jih je posredovalo vodstvo ocenjevane družbe.

Ta ocena predstavlja naše nepristransko mnenje o vrednosti kapitala ocenjevane družbe. Izvajalec izjavlja, da nima nobenih interesov na lastnini ali vodenju, kar potrjuje z izjavo v tem poročilu. Poročilo predstavlja poslovno skrivnost in zahteva temu primerno ravnanje.

Zgoraj navedeno mnenje o ocenjeni vrednosti je zgolj razumna ocena, po kateri premoženje preide iz rok prodajalca v roke kupca. Dejansko plačana cena v poslovnem dogodku, ki se nanaša na predmetno premoženje, se lahko razlikuje od ocenjene vrednosti zaradi različnih vzrokov, kot so na primer motivacija pogodbenih strank, pogajalske sposobnosti strank, strukture poslovnega dogodka (npr. struktura financiranja) ali zaradi drugih dejavnikov, ki so lastni samo temu poslovnemu dogodku.

mag. Črtomir Časar



9. UPORABLJENI VIRI IN LITERATURA

- Pri ocenjevanju vrednosti proučevanega podjetja smo izhajali iz **računovodskih evidenc in knjigovodske dokumentacije družbe za obdobje 31. 12. 2015 – 31. 12. 2018.**
- Pri ocenjevanju vrednosti smo uporabili tudi cenilsko literaturo in baze podatkov, preko katerih smo preverjali predložene podatke družbe in pridobili primerljive podatke za analizo makroekonomskega okolja, analizo dejavnosti, opredelitev diskontnih faktorjev, itd.

Viri informacij, uporabljeni pri izdelavi ocene vrednosti, so predvsem naslednji javno objavljeni podatki in interna dokumentacija podjetja Azgard Nano Tehnologije d.o.o. Letna poročila podjetja, izpis iz sodnega registra, strateški načrt podjetja.

Pri pripravi ocenjevanja vrednosti smo uporabili tudi vire:

1. Grabowski J.R. (2008). Problems with Discount Rate Estimation in Current Environment. Las Vegas: Business Valuation Committee of the American Society of Appraisers.
2. Damodaran A. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset. (2nd Ed.). New York: John Wiley & Sons.
3. Damodaran Online.
4. Fishman J.E., Shannon P. Pratt, J. Clifford Griffith, D. Keith Wilson. (2003). Guide to Business Valuation. (3rd Ed.) Texas: Practitioners Publishing Company, Fort Worth.
5. Gradivo iz predmeta Ocenjevanje vrednosti podjetij (Andrej Hartman, Karin Lušnic).
6. Hierarhija standardov ocenjevanja vrednosti. (2004). Uradni list RS, št. 11/01
7. Ibbotson (2016) SBBI Valuation Yearbook. Chicago: Morningstar.
8. Kodeks poklicne etike ocenjevalca vrednosti. (2001). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
9. Koletnik F. (2006). Proučevanje (analiziranje) računovodskih izkazov. (tretja izdaja) Maribor: Ekonomska-poslovna fakulteta.
10. McKinsey, Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, John Wiley & Sons, Inc.
11. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti, 2013 (2013).
12. Podatkovna baza Bloomberg, Infocentials.
13. Pojasnila k Slovenskim poslovnofinančnim standardom. Uradni list RS, št. 40/03
14. Pratt S.P., Niculita A.V. (2008). Valuing a Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. (5th Ed.). New York: McGraw-Hill.
15. Praznik, B. (2004). Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
16. Slovenski poslovnofinančni standardi za ocenjevanje vrednosti. Slovenski inštitut za revizijo. (2003) Uradni list RS, št. 56/01
17. Slovenian Business Report (1998). Najdeno na spletnem naslovu <http://www.sbr.si>
18. The Future Role of Coal in Europe, Final Report, Prognos AG, (2007). Najdeno na spletnem naslovu: www.EURacoal.org
19. www.bsi.si
20. www.finance.si
21. www.gvin.com
22. www.gzs.si

10. PRILOGE

Priloga – model vrednotenja družbe Azgard Nano Tehnologije d.o.o. na dan 31. 12. 2018

MODEL ZA OCENJEVANJE VREDNOSTI

33,33% - delež v družbi
AZGARD NANO TEHNOLOGIJE d.o.o.

na dan 31.12.2018

MODEL

SEZNAM PRILOG

#	Vsebina
1	Bilanca stanja
2	Izkaz poslovnega izida
3	Kazalniki
4	Predpostavke vrednotenja
5	Projekcije izkaza poslovnega izida
6	Izračun NAV

Tabela 1

AZGARD NANO TEHNOLOGIJE d.o.o.

33,33% - delež v družbi

na dan 31.12.2018

MODEL

Bilanca stanja				Strukturni delež		Stopnja rasti	
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017	2016 / 2015	2017 / 2016
SREDSTVA	5.124	5.124	5.124	5.124	100,0%	10137,3%	11,4%
A. DOLGOROČNA SREDSTVA	5.124	5.124	5.124	5.124	100,0%	10137,3%	11,4%
I. Neopredmetna sredstva in dolgoročne ACR	0	0	0	0	0,0%	n.r.	12,8%
II. Opredmetna osnovna sredstva	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
III. Naložbene nepremičnine	0	0	0	0	0,0%	n.r.	13,3%
IV. Dolgoročne finančne naložbe	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
VI. Odložene terjatve za davek	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
B. KRATKOROČNA SREDSTVA	5.124	5.124	5.124	5.124	100,0%	6364,1%	10,5%
I. Sredstva za prodajo	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
II. Zaloge	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
III. Kratkoročne finančne naložbe	0	0	0	0	0,0%	n.r.	39,5%
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	0	0	0	0	0,0%	n.r.	1557,7%
V. Denar in sredstva na banki	5.124	5.124	5.124	5.124	100,0%	4048,4%	-60,4%
C. KRATKOROČNE ACR	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	5.124	5.124	5.124	5.124	100,0%	10137,3%	11,4%
A. KAPITAL	4.793	4.793	4.793	4.793	93,5%	-2035,6%	174,3%
I. Vpoklicani kapital	7.800	7.800	7.800	7.800	152,2%	50,0%	0,0%
II. Kapitalne rezerve	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
III. Rezerve iz dobička	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
IV. Rezerve, nastale zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
V. Preneseni čisti poslovni izid	0	0	0	0	0,0%	n.r.	3374,3%
VI. Čisti poslovni izid tekočega leta	-3.007	-3.007	-3.007	-3.007	-58,7%	3274,4%	-59,4%
B. REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
C. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	0	0	0	0	0,0%	n.r.	36,4%
I. Dolgoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0,0%	n.r.	36,4%
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
III. Odložene obveznosti za davek	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
Č. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	331	331	331	331	6,5%	2991,2%	2,9%
I. Obveznosti, vključene v skupine za odjulitev	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
II. Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	331	331	331	331	6,5%	2991,2%	2,9%
D. KRATKOROČNE PČR	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.
Zunajbilančne obveznosti	0	0	0	0	0,0%	n.r.	n.r.

Tabela 2

AZGARD NANO TEHNOLOGIJE d.o.o.

33,33% - delež v družbi

na dan 31.12.2018

MODEL

Izkaz poslovnega izida	Vrednosti v EUR				Relativni deleži glede na čiste prihodke od prodaje				Stopnje rasti		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2016 / 2015	2017 / 2016	2018 / 2017
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	0	0	2.160	1.826	n.r.	n.r.	100,0%	100,0%	n.r.	n.r.	-15,5%
Usredstveni lastni proizvodi in storitve	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Sprememba vrednosti zalog	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Kosmatni donos iz poslovanja	0	0	2.160	1.826	n.r.	n.r.	100,0%	100,0%	n.r.	n.r.	-15,5%
Stroški blaga, materiala in storitev	2.007	51.657	61.087	41.372	n.r.	n.r.	282,1%	226,7%	2473,8%	18,3%	32,3%
Nabavna vr. prod. blaga in mat. ter str. materiala	105	4.133	5.407	1.751	n.r.	n.r.	250,3%	95,9%	3836,2%	30,8%	67,6%
Stroški storitev	1.902	47.524	55.680	39.621	n.r.	n.r.	257,8%	216,8%	2398,6%	17,2%	28,8%
Stroški dela	0	46.100	93.624	45.094	n.r.	n.r.	433,4%	246,6%	n.r.	103,1%	51,8%
Odpirni vrednosti	0	124	1.626	8.616	n.r.	n.r.	75,3%	471,9%	n.r.	1211,3%	429,9%
Amortizacija	0	124	1.626	1.291	n.r.	n.r.	75,3%	70,7%	n.r.	1211,3%	20,6%
Prevedn. posl. odh. pri NS in OOS	0	0	0	7.325	n.r.	n.r.	0,0%	401,2%	n.r.	n.r.	n.r.
Prevedn. posl. odh. pri obratnih sredstvih	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Drugi poslovni odhodki	1.000	3.586	9.466	6.108	n.r.	n.r.	438,2%	334,5%	258,6%	164,0%	35,5%
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	-3.007	-101.467	-163.643	-99.364	n.r.	n.r.	-757,61%	-544,16%	3274,4%	61,3%	-39,3%
EBITDA	-3.007	-101.343	-162.017	-98.073	n.r.	n.r.	-7500,8%	-5370,9%	3270,2%	59,9%	-39,5%
Prihodki od financiranja	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Odhodki od financiranja	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Drugi prihodki	0	0	1.927	4	n.r.	n.r.	89,2%	0,2%	n.r.	n.r.	-99,8%
Drugi odhodki	0	0	1	2	n.r.	n.r.	0,0%	0,1%	n.r.	n.r.	0,0%
Dobiček pred davki	-3.007	-101.467	-161.717	-99.362	n.r.	n.r.	-7486,9%	-5441,5%	3274,4%	59,4%	-38,6%
Davki	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
Manjšinski lasniki	0	0	0	0	n.r.	n.r.	0,0%	0,0%	n.r.	n.r.	n.r.
ČISTI POSLOVNI IZID OBDOBJA	-3.007	-101.467	-161.717	-99.362	n.r.	n.r.	-7486,9%	-5441,5%	3274,4%	59,4%	-38,6%

Tabela 3

AZGARD NANO TEHNOLOGIJE d.o.o.

33,33% - delež v družbi

na dan 31.12.2018

MODEL

Kazalniki	2015	2016	2017	2018
Kazalniki likvidnosti				
Hitri koeficient	15,48	20,77	8,00	0,65
Pospešeni koeficient	15,48	21,52	20,06	27,68
Kratkoročni koeficient	15,48	32,37	34,78	61,30
Zadolženost				
Stopnja lastniškosti financiranja	93,5%	-17,7%	-43,6%	-73,9%
Stopnja dolžniškosti financiranja	6,5%	117,7%	143,6%	173,9%
Finančni vzvod (Dolg / Kapital)	0,00	(6,54)	(3,25)	(2,34)
Učinkovitost				
Dnevi vezave terjatev	#DIV/0!	#DIV/0!	21455	24881
Dnevi vzave obveznosti do dobaviteljev	40	37	23	18
Dnevi vezave zalog	0	0	0	0
Prihodki / Celotna sredstva	0,0	0,0	0,0	0,0
Prihodki / Stalna sredstva	#DIV/0!	0,0	0,0	0,0
Stalna sredstva / Prihodki	#DIV/0!	#DIV/0!	101,0	107,6
Neto obratni kapital / Prihodki	#DIV/0!	#DIV/0!	9288,8%	6729,0%
Donosnost				
EBITDA marža	#DIV/0!	#DIV/0!	-7500,8%	-5370,9%
EBIT marža	#DIV/0!	#DIV/0!	-7576,1%	-5441,6%
ROIC	-62,7%	-25,6%	-39,2%	-31,1%
DuPont analiza				
Čisti dobiček / Prihodki	#DIV/0!	#DIV/0!	-7486,9%	-5441,5%
Prihodki / Sredstva	0,0	0,0	0,0	0,0
Sredstva / Lastniški kapital	1,1	-5,7	-2,3	-1,4
ROE	-62,7%	109,4%	63,5%	28,1%

Tabela 4

Predpostavke vrednotenja

Tabela 5

AZGARD NANO TEHNOLOGIJE d.o.o.

33,33% - delež v družbi

na dan 31.12.2018

MODEL

Projekcije izkaza poslovnega izida												VEUR
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	doseženo	doseženo	doseženo	doseženo	napoved	napoved	napoved	napoved	napoved	napoved	napoved	
Druži poslovni prihodki	0	0	0	1.826	2.100	2.142	2.185	2.228	2.273	2.318	2.365	
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Stroški blaga, materiala in storitev	2.007	51.657	61.087	41.372	47.143	48.086	49.047	50.028	51.029	52.049	53.090	
Nabavna vr. prod. blaga in mat.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Stroški porabljenega materiala	105	4.133	5.407	1.751	1.995	2.035	2.075	2.117	2.159	2.203	2.247	
Stroški storitev	1.902	47.524	55.680	39.621	45.148	46.051	46.972	47.911	48.869	49.847	50.844	
Stroški dela	0	46.100	93.624	45.094	45.996	46.916	47.854	48.811	49.787	50.783	51.799	
Odpisi vrednosti	0	124	1.626	8.616	1.491	1.521	1.551	1.582	1.614	1.646	1.679	
Amortizacija	0	124	1.626	1.291	1.491	1.521	1.551	1.582	1.614	1.646	1.679	
Previdn. posl. odh. pri NS in OOS	0	0	0	7.325	0	0	0	0	0	0	0	
Previdn. posl. odh. pri obratnih sredstvih	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Druži poslovni odhodki	1.000	3.586	9.466	6.108	6.300	6.426	6.554	6.685	6.819	6.955	7.094	
	-3.007	-101.467	-163.643	-99.364	-98.829	-100.806	-102.822	-104.879	-106.976	-109.116	-111.298	
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	-3.007	-101.467	-163.643	-99.364	-98.829	-100.806	-102.822	-104.879	-106.976	-109.116	-111.298	
EBIT	-3.007	-101.467	-163.643	-99.364	-98.829	-100.806	-102.822	-104.879	-106.976	-109.116	-111.298	
EBITDA	-3.007	-101.343	-162.017	-98.073	-97.338	-99.285	-101.271	-103.296	-105.362	-107.469	-109.619	

Tabela 8

AZGARD NANO TEHNOLOGIJE d.o.o.

33,33% - delež v družbi

na dan 31.12.2018

MODEL

Metoda čiste vrednosti sredstev	Knjigovodska vrednost v EUR	Ocenjena tržna vrednost v EUR
	31.12.2018	31.12.2018
SREDSTVA	478.855	237.157
A. DOLGOROČNA SREDSTVA	196.515	90.719
I. Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR	0	0
II. Opredmetena osnovna sredstva	196.515	90.719
III. Naložbene nepremičnine	0	0
IV. Dolgoročne finančne naložbe	0	0
V. Dolgoročne poslovne terjatve	0	0
VI. Odložene terjatve za davek	0	0
B. KRATKOROČNA SREDSTVA	282.340	146.439
I. Sredstva za prodajo	0	0
II. Zaloge	0	0
III. Kratkoročne finančne naložbe	154.863	142.981
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	124.471	451
V. Denar in sredstva na banki	3.006	3.006
C. KRATKOROČNE AČR	0	0
B. REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	0	0
C. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	828.100	482.000
I. Dolgoročne finančne obveznosti	828.100	482.000
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0
III. Odložene obveznosti za davek	0	0
Č. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	4.606	4.606
I. Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0
II. Kratkoročne finančne obveznosti	0	0
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	4.606	4.606
D. KRATKOROČNE PČR	0	0
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV (BREZ KAPITALA)	832.706	486.606
NETO SREDSTVA (=100% KAPITAL)	-353.851	-249.448
Stroški likvidacije in obračun davkov na prodajo sredstev (ni, ongoing concern)		29.198
Odpravnine in plače za zaposlene		940
Ostali stroški likvidacije (administrativni stroški, cinitve)		8.300
Dodatne obveznosti/sredstva družbe		0
Obračun davkov na prodajo sredstev		19.958
Diskontni faktor		1,00
Diskont na pomanjkanje kontrole		0%
OČENJENA VREDNOST 100% lastniškega kapitala		-278.646

Pribitek za tveganje majhnega podjetja

CRSP Deciles Size Premia Study: Key Variables

As of December 31, 2016

Yield (Risk-free Rate)

Long-term (20-year) U.S. Treasury Coupon Bond Yield 2.72%

Equity Risk Premium¹

Long-horizon expected equity risk premium (historical): large company stock total returns minus long-term government bond income returns 6.94

Long-horizon expected equity risk premium (supply-side): historical equity risk premium minus price-to-earnings ratio calculated using three-year average earnings 6.97

Duff & Phelps recommended equity risk premium (conditional): The Duff & Phelps recommended ERP was developed in relation to (and should be used in conjunction with) a 3.5% "normalized" risk-free rate.² 5.59

CRSP Deciles Size Premium³

Decile	Market Capitalization of Smallest Company (in millions)	Market Capitalization of Largest Company (in millions)	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
Mid-Cap 6-5	\$2,392,609	\$10,711,194	1.02%
Low-Cap 6-0	569,279	2,390,899	1.75
Micro-Cap 9-10	2,516	567,843	3.67

Breakdown of CRSP Deciles 1-10

1-Largest	\$24,361,659	\$609,163,498	-0.35%
2	10,784,101	24,233,747	0.61
3	5,983,991	10,711,194	-0.8%
4	3,520,566	5,676,716	6.09
5	2,392,609	3,512,913	1.51
6	1,571,193	2,390,899	1.65
7	1,083,341	1,569,994	1.72
8	569,279	1,030,426	2.08
9	263,715	567,843	2.65
10-Smallest	2,516	252,891	5.59

Breakdown of CRSP 10th Decile

10a	\$127,296	\$262,391	4.05%
10w	190,563	262,891	3.10
10x	127,296	190,333	6.33
10b	32,516	\$127,279	9.64%
10y	73,561	127,279	7.21
10z	2,516	73,504	11.63

¹ See Chapter 3 for complete methodology.

² See Exhibit 3.19.

³ See Chapter 7 for complete methodology.

Note: Examples on how these variables can be used are found in Chapter 8.

Sources of underlying data: 1.) CRSP U.S. Stock Database and CRSP U.S. Indices Database © 2017 Center for Research in Security Prices (CRSP), University of Chicago Booth School of Business. 2.) Morningstar Direct database. Used with permission. All rights reserved. Calculations performed by Duff & Phelps, LLC.

Vprašalnik za oceno vrednosti podjetja

Spoštovani!

Pošiljamo vam seznam potrebnih podatkov za oceno vrednosti podjetja na dan 31. 12. 2018.

Za oceno vrednosti bi tako potrebovali sledeče podatke:

- Ocenjevani delež in delež glasovalnih pravic.
- Letna poročila ali finančne izkaze podjetja za obdobje 2015 – 2018.
- Računovodski izkazi na datum ocenjevanja.
- Bruto bilanco podjetja na 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017 in 31.12.2018.
- Pregled količine in vrednosti opravljenih storitev/prodanih proizvodov po pomembnejših vrstah in dejavnostih za pretekla leta in tekoče leto do datuma ocene vrednosti.
- Seznam in knjigovodska vrednost posameznih finančnih naložb na datum cenitve ter podatke o tržnih cenah, če so na voljo.
- Ocena morebitnih slabih terjatev/posojil na datum cenitve.
- Seznam najemnih in leasing pogodb na datum cenitve.
- Projekcije in opis poslovanja za naslednja 3 leta od datuma cenitve (najmanj projekcije prihodkov in glavnih kategorij stroškov), gledano s stališča presečnega datuma; pisna obrazložitev projekcij (npr. imamo dolgoročne pogodbe, ki nam letno prinašajo X prihodkov, delujemo na širitvi poslovanja, ohranjali bomo število zaposlenih, plač ne bomo dvigovali... in podobno).
- V kolikor so se stopnje rasti prihodkov v preteklih letih bistveno spreminjale med leti, obrazložite razloge za njihovo spreminjanje. Kaj bodo glavni razlogi za rast ali padec prihodkov v prihodnjih letih?
- Katere so ključne surovine v proizvodnem procesu oziroma kateri so ključni dejavniki, ki vplivajo na stroške?
- Kateri so glavni razlogi za rast ali padec stroškov blaga, materiala in storitev ter stroškov dela v naslednjih letih?
- Koliko znaša za poslovanje potreben delež obratnega kapitala v prihodkih? Koliko denarnih sredstev je potrebno na normalno poslovanje?
- Koliko znaša amortizacija in napoved za prihodnja leta
- Napoved višine novih in obnovitvenih investicij za obdobje naslednjih 3 let od datuma cenitve.
- Opišite pretekle in prihodnje investicije. Kakšen bo vpliv predvidenih investicij na rast prihodkov v prihodnjih letih? Kolikšen minimalen obseg investicij letno je potreben za nespremenjen obseg poslovanja? Je v prihodnjih letih pričakovati dezinvestiranje v kateri izmed dejavnosti oziroma odprodajo poslovno nepotrebni sredstev?
- Seznam 10 največjih kupcev in njihov delež v celotnem prometu v letih 2015 in 2018 ter pogoji prodaje (plačilni roki, zavarovanje plačila, morebitne ekskluzivne pravice in omejitve sodelovanja po pogodbah ...).

- Seznam 10 največjih dobaviteljev in njihov delež v celotni nabavi v letih 2015 in 2018 ter pogoji nabave (plačilni roki, zavarovanje plačila, morebitne ekskluzivne pravice in omejitve sodelovanja po pogodbah ...).
- Struktura terjatev po ročnosti na datum cenitve.
- Struktura obveznosti do dobaviteljev po ročnosti na datum cenitve.
- Podatki o industriji – dejavnosti, trendi, ključni dejavniki poslovanja.
- Seznam petih najbolj relevantnih konkurentov podjetja.
- Analiza prednosti, slabosti (glede na konkurenčna podjetja), priložnosti in nevarnosti (glede na zunanje okolje).
- Število zaposlenih na datum ocenjevanja in plan zaposlovanja za prihodnja 3 leta.
- Seznam zaposlenih (ni potrebno poimensko), delovna doba in povprečna plača v zadnjih treh mesecih pred datumom cenitve.
- Izobrazbena struktura zaposlenih? Kakšna je fluktuacija zaposlenih? S katerimi ukrepi skuša podjetje obdržati ključen kader? Kako je organizirano izobraževanje, specializacija in druga usposabljanja?
- Opis zgodovine in poslovanja podjetja, podroben opis dejavnosti s katero se ukvarja.
- Opis poslovanja na tujih trgih in morebitni načrt novih širitev.
- Seznam morebitnih danih poroštev oz. drugih zabilančnih obveznosti.
- Pomembnejši pravne zadeve, v katere je Podjetje na datum cenitve vključeno kot tožnik ali tožena stranka skupaj z morebiti zaključenimi, za katere še lahko nastanejo učinki na denarne tokove ter ocena višine in časa takih morebitnih učinkov.
- Vsa ostala dejstva, za katera mislite, da bi lahko pomembno vplivala na vrednost podjetja.

Za pomoč pri izpolnitvi načrtovanih računovodskih izkazov in investicij vam v priponki prilagamo obrazec v Excelovi tabeli

Za vsa dodatna pojasnila smo vam na voljo.

