

VS0105754121

VS0105755355

POROČILO O OCENJEVANJU VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA PODJETJA ROLET D.O.O. NA DAN 31.12.2019

OPRAVILNO
26-06-2020
Priloge:
1. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
2. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
3. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
4. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
5. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
6. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
7. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
8. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
9. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala
10. Preglednica o vrednosti lastniškega kapitala

ROMAN JERMAN
SODNI IZVEDENEC ZA VREDNOTENJE PODJETIJ

ROMAN JERMAN, SODNI IZVEDENEC ZA VREDNOTENJE PODJETIJ

Junij 2019

NAMEN IN CILJ OCENJEVANJA

2

☐ **Naročnik ocene vrednosti:**

☐ Okrajno sodišče v Krškem, Cesta krških žrtev 12, 8270 Krško.

☐ **Identifikacija podjetja:**

☐ Rolet d.o.o., Ulica Anke Salmičeve 7, 8273 Leskovec pri Krškem

☐ **Predmet in datum ocenjevanja:**

☐ Predmet ocenjevanja je 100 % delež lastniškega kapitala v družbi Rolet d.o.o.

☐ **Identifikacija ocenjevalca:** Oceno vrednosti bo izdelal Roman Jerman, Sodni izvedenec za vrednotenje podjetij.

☐ **Datum ocenjevanja**

Datum ocenjevanje je **31.12.2019.**

☐ **Namen ocenjevanja:**

☐ Namen ocenjevanja je določitev ocene **tržne vrednosti lastniškega** kapitala družbe Rolet d.o.o.

☐ Okrajno sodišče v Kopru je v izvršilni zadevi upnika Republika Slovenija, Gregorčičeva ulica 020, Ljubljana, ki ga zastopa Državno odvetništvo Republike Slovenije, Šubičeva ulica 020, Ljubljana, proti dolžniku Robert Letnar, Ulica Anke Salmičeve 7, Leskovec pri Krškem, zaradi izterjave 45.185,68 EUR, imenovalo sodnega izvedenca za izdelavo izvedeniškega mnjenja (ocene vrednosti družbe Rolet d.o.o.). Podjetje Rolet d.o.o. je v 100 % lasti dolžnika Roberta Letnarja.

☐ Ocenjevanje vrednosti je potekalo v obdobju od **1.4.2020 do 22.6.2020**

☐ Datum končnega poročila je **22.6.2020**

☐ **Podlaga vrednosti:**

☐ Podlaga vrednosti je tržna vrednost

☐ Tržna vrednost je skladno z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti (2017, MSOV) opredeljena kot »ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala sredstvo ali obveznost na datum ocenjevanja vrednosti v poslu med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri čemer sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile.«

NAMEN IN CILJ OCENJEVANJA

3

- Opredelitev pojma **tržna vrednost** se uporablja v skladu z naslednjim pojmovnim okvirom:
 - »**Ocenjeni znesek**« se nanaša na ceno, izraženo v denarju, plačljivo za sredstvo v poslu med nepovezanimi in neodvisnima strankama. Tržna vrednost je najverjetnejša cena, ki jo lahko razumno dosežemo na trgu na datum ocenjevanja vrednosti v skladu z opredelitvijo pojma tržna vrednost. To je najboljša cena, ki jo prodajalec lahko razumno doseže, in najugodnejša cena, ki jo kupec lahko razumno doseže. Ta ocena izrecno izključuje ocenjeno ceno, ki je povišana ali znižana zaradi posebnih pogojev ali okoliščin, kot so neobičajno financiranje, dogovori o prodaji in povratnem najemu, posebne obravnave ali ugodnosti, ki jih podeli nekdo, ki je povezan s prodajo, ali katera koli prvina posebne
 - »**Naj bi zamenjala sredstvo**« se nanaša na dejstvo, da je vrednost sredstva ocenjeni znesek in ne vnaprej določeni znesek ali dejanska prodajna cena. To je cena v poslu, ki izpolnjuje vse sestavine opredelitve pojma tržna vrednost na datum ocenjevanja vrednosti.
 - »**Na datum ocenjevanja vrednosti**« zahteva, da je vrednost časovno vezana na določen dan. Ker se trgi in tržne razmere lahko spreminjajo, je ocenjena vrednost ob drugem času lahko napačna ali neprimerna. Znesek vrednosti bo izražal dejansko stanje na trgu in okoliščine na določen datum ocenjevanja vrednosti, ne pa na neki pretekli ali prihodnji dan. Opredelitev tudi predvideva hkratno zamenjavo in izpolnitev prodajne pogodbe brez vsake spremembe cene, do katere bi sicer utegnilo priti.
 - »**Voljan kupec**« se nanaša na tistega, ki je motiviran, vendar ni prisiljen k nakupu. Ta kupec ni niti pretirano navdušen niti odločen, da kupi po katerikoli ceni. Kupuje v skladu s stvarnostjo sedanjega trga in s pričakovanji sedanjega trga, ne pa namišljenega ali hipotetičnega trga, ki ga ne moremo prikazati ali pričakovati, da obstaja. Domnevni kupec ne bi plačal višje cene, kot jo zahteva trg. Sedanji lastnik je vključen med predstavnike »trga«.
 - »**Voljan prodajalec**« ni niti pretirano navdušen niti prisiljen prodajalec, pripravljen prodati po kateri koli ceni, niti ni pripravljen ponujati po ceni, ki na trenutnem trgu ne velja za primerno. Voljan prodajalec je motiviran, da proda sredstvo po tržnih pogojih za najvišjo ceno, ki jo lahko doseže na prostem trgu po ustreznem trženju, ne glede na višino te cene. Dejanske okoliščine sedanjega lastnika niso del te ocenitve, ker je voljan prodajalec hipotetični lastnik.
 - »**Posel med nepovezanimi in neodvisnima strankama**« je posel med strankama, ki nista v določenem ali posebnem razmerju, kot je npr. med obvladujočim podjetjem in odvisno družbo ali najemodajalcem in najemnikom, zaradi katerega cena ne bi bila taka, kot je značilna za trg, ali bi bila zvišana zaradi sestavine posebne vrednosti. Domneva se, da se posel po tržni vrednosti opravi med nepovezanimi strankama, ki delujeta neodvisno.
 - »**Po ustreznem trženju**« pomeni, da bi bilo sredstvo izpostavljeno trgu na najprimernejši način, ki vpliva na njegovo odprodajo po najboljši ceni, ki jo je razumno mogoče doseči v skladu z opredelitvijo pojma tržna vrednost. Šteje se, da je način prodaje najprimernejši, da prodajalec lahko doseže najboljšo ceno na trgu, do katerega ima dostop. Čas izpostavljenosti ni nujno določeno obdobje in se lahko spreminja v skladu z vrsto sredstva in tržnimi razmerami. Edino sodilo je, da mora trajati dovolj dolgo, da sredstvo lahko spozna primerno število tržnih udeležencev. Obdobje izpostavljenosti se začne pred datumom ocenjevanja vrednosti.
 - »**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 z razmerami na trgu na datum ocenjevanja vrednosti. Potem domnevno vsaka od strank preudarno uporabi svoje vedenje, da najde ceno, ki je najugodnejša za njen položaj v poslu. Preudarnost se ocenjuje s sklicevanjem na stanje trga na datum ocenjevanja vrednosti, brez upoštevanja koristi kasnejših spoznanj. Za prodajalca na primer ni nujno nepreudarno, če na trgu s padajočimi cenami proda sredstva po ceni, ki je nižja od predhodnih tržnih ravni. V takih primerih, kakor velja tudi za druge situacije nakupov in prodaj na trgih s spreminjajočimi se cenami, bo preudarni kupec ali prodajalec ravnal v skladu z najboljšimi informacijami o trgu, ki so takrat na voljo.
 - »**In brez prisile**« določa, da je vsaka izmed strank motivirana, da opravi posel, ni pa niti prisiljena niti neprimerno siljena v to, da ga izvede.
- Dejanska cena, dosežena v transakciji, lahko odstopa od ocenjen tržne vrednosti zaradi različnih dejavnikov, motivacija obeh strank, informiranosti, pogajalske sposobnosti strank, strukture transakcije ali drugih faktorjev specifičnih za to transakcijo. Tržna vrednost je torej razumna ocena cene, pri kateri bi premoženje lahko zamenjala lastnika med dvema za to voljnima strankama.
- Končna ocena vrednosti podjetje je izdelana ob **predpostavki redne likvidacije podjetja**. V poročilu je prikazana tudi ocenjena vrednost podjetja ob predpostavki delujočega podjetja, to pomeni podjetja, ki bo s svojim poslovanjem nadaljevalo v prihodnosti.

NAMEN IN CILJ OCENJEVANJA

4

Hierarhija pravil ocenjevanja vrednosti

- Ocena vrednosti je pripravljena skladno s Hierarhijo pravil ocenjevanja vrednosti (Uradni list RS, št. 106/10 in 91/12, odslej Hierarhija), in sicer Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti (MSOV, 2017), Slovenskim poslovno finančnim standardom 1 (SPS 1, 2018) - Ocenjevanje vrednosti podjetij ter ostalimi pravili stroke, navedenimi v Hierarhiji.

Viri informacij

- Nerevidirani računovodski izkazi družbe v obdobju od 2012 do 2019
- Vire podatkov, na katerih temelji makroekonomska analiza: Bilten BS, Banka Slovenije, Ekonomsko ogledalo, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj, UMAR, 2019, Makroekonomske projekcije strokovnjakov eurosistema za euroobmočje, ECB, 2019. World Economic Outlook, IMF, 2019
- Viri podatkov, na katerih temelji diskontna mera (WACC):
 - Banka Slovenije, www.bsi.si
 - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
 - Duff&Phelps, International Valuation Handbook 2019
 - Mednarodni denarni sklad, <http://imf.org>
 - Evropska centralna banka, <http://www.ecb.eu>

Pri izdelavi oceni vrednosti so bile izvedene naslednje aktivnosti:

- Pregled javno dostopnih podatkov o podjetju.
- Pridobitev finančnih podatkov o poslovanju v letu 2019, ki so bili posredovanih s strani posloводства družbe.
- Od podjetja smo poskušali pridobiti še dodatna pojasnila o poslovanju v preteklih letih in pričakovanja za prihodnja leta, vendar nam razen računovodskih izkazov za leto 2019, ni uspelo dobiti nobenih drugih podatkov.
- Pregled splošnih podatkov o poslovanju ocenjevane družbe
- Analiza finančnega položaja in poslovanja ocenjevane družbe
- Analiza makroekonomskega okolja
- Izvedba ocene vrednosti po metodi diskontiranega denarnega denarnega toka,
- Izvedba ocene vrednosti podjetja ob predpostavki redne likvidacije
- Priprava poročila o oceni vrednosti s prilogami

SKLEPNE UGOTOVITVE OCENJEVANJA – KONČNI SKLEP O OCENI VREDNOSTI PODJETJA

5

- ☐ Na osnovi dejstev, predpostavk ter metod ocenjevanja, ki so navedene v poročilu, podajamo naše mnenje o oceni tržne vrednosti 100 % lastniškega kapitala podjetja ROLET d.o.o.
 - ☐ Končni sklep o oceni vrednosti je podan z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki redne likvidacije podjetja.
 - ☐ Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala z uporabo na donosu zasnovanega načina ocenjevanju z uporabo metode diskontiranega denarnega toka znaša 4.252 EUR.

- ☐ Ocenjena tržna vrednost podjetja Rolet d.o.o. na podlagi prikazanih predpostavk, na sredstvih zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti podjetja, z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki redne likvidacije podjetja, za 100 % lastniški delež v lastniškem kapitalu ROLET d.o.o., na dan 31.12.2019, na obvladujoči in omejeno tržljivi osnovi, znaša:

4.433 EUR.

ROMAN JERMAN

Sodni izvedenec za vrednotenje podjetij



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

IZJAVA O OCENJEVANJU VREDNOSTI PODJETJA

6

Pri svojem najboljšem poznavanju in prepričanju izjavljam, da:

- ☐ so v poročilu prikazani podatki in informacije preverjeni v skladu z možnostmi ter prikazani in uporabljeni v dobri veri, da so točni;
- ☐ so prikazane moje osebne analize, mnenja in sklepi, ki so omejeni samo s predpostavkami in omejevalnimi okoliščinami, opisanimi v tem poročilu;
- ☐ nimam navedenih sedanjih oziroma prihodnjih interesov glede imetja, ki je predmet tega poročila in nimam osebnih interesov ter nisem pristranski glede oseb, ki jih ocena vrednosti zadeva;
- ☐ plačilo za moje storitev v zvezi z ocenitvijo vrednosti ni vezano na vnaprej določeno vrednost predmeta ocenjevanja vrednosti ali doseganje dogovorjenega izida ocenjevanja vrednosti ali pojava kakršnegakoli poslovnega dogodka, ki bi bil posledica analiz, mnenj in sklepov tega poročila;
- ☐ nisem osebno pregledal imetja podjetja, ki je predmet tega ocenjevanja vrednosti;
- ☐ mi pri izdelovanju analiz in ocenjevanja vrednosti nihče ni dajal pomembne strokovne pomoči;
- ☐ so moje analize, mnenja in sklepi oblikovani ter to poročilo sestavljeno v skladu s Hierarhijo standardov ocenjevanja vrednosti, Slovenskimi poslovno finančnim standardom in Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti in zahtevami kodeksa poslovne etike.
- ☐ sem sposoben zagotoviti objektivno in nepristransko ocenjevanje vrednosti;

ROMAN JERMAN

Sodni izvedenec za vrednotenje podjetij



PREDPOSTAVKE IN OMEJEVALNE OKOLIŠČINE

7

Glavne predpostavke in omejevalne okoliščine pri ocenjevanju vrednosti so:

- ☐ Ocenjevalec vrednosti se je pri analizi zanašal na javno dostopne podatke brez neodvisne preveritve ali potrditve le-teh ter podatke, ki smo jih prejeli od podjetja. Prav tako ne izdajamo nobenega mnenja ali druge oblike zagotovitve glede pravilnosti teh podatkov.
- ☐ Pri oceni vrednosti smo izhajali iz analize nerevidiranih računovodskih izkazov družbe Rolet d.o.o. v obdobju od 2012 do 2019.
- ☐ Ocena tržne vrednosti opreme s strani sodnega izvedenca zaradi nematerialnosti ni bila izdelana, kar predstavlja omejevalno okoliščino tega poročila.
- ☐ Struktura zapadlosti kratkoročnih poslovnih terjatev do kupcev, izpostavljenost do posameznih kupcev ter informacija in morebitnih terjatvah, ki bi lahko bile problematične, nam niso poznane. Informacije smo poskušali pridobiti od podjetja, vendar jih nismo prejeli. Nepoznavanje strukture terjatev do kupcev in izpostavljenosti do posameznih kupcev predstavlja omejevalno okoliščino tega poročila.
- ☐ Ker temeljijo finančne projekcije na predpostavkah glede gibanja določenih parametrov v prihodnosti, le-te vedno vključujejo določen delež negotovosti. Poudarjamo, da lahko v prihodnosti pride do nepričakovanih dogodkov, ki lahko materialno vplivajo na bodoče poslovanje in jih v času ocenjevanja vrednosti nisem mogel predvideti.
- ☐ Ocene, izračuni in mnenja v tem poročilu so uporabni le za v tem poročilu določen namen in datum ocenjevanja.
- ☐ Ne razpolagamo z informacijami o poslovno nepotrebnem premoženju družbe.
- ☐ Velja le s strani izvajalca podpisan originalni izvod poročila.

MAKROEKONOMSKA ANALIZA

8

- Evropsko gospodarstvo je zaradi negotovosti, ki pretežno vplivajo na proizvodni sektor, zašlo v območje zmanjšane rasti. Napovedi kažejo, da bo rast evropskega izvoza v najboljšem primeru stagnirala. V letu 2019 je bila realna rast BDP v EU 1,4 %, v evroobmočju pa 1,1 %. Rast bo tudi v prihodnje umirjena, vendar se v celotni Evropi pričakuje pozitivno rast. V letih 2020 in 2021 naj bi rast tako v EU znašala 1,4 %, v evroobmočju pa naj bi bila 1,2 %. (Vir: Evropska komisija).
- Inflacija v Evropi bo ostala na nizki ravni. Skupna inflacija v evroobmočju naj bi v letu 2020 ostala enaka kot v letu 2019 pri 1,2 %, v letu 2021 pa naj bi se zvišala na 1,3 %. Enak vzorec se pričakuje v EU, vendar bo inflacija po napovedih letos ostala na ravni 1,4 %, nato pa se v letu 2021 povečala na 1,6 % (Vir: Evropska komisija).
- Brezposelnost se še naprej zmanjšuje in je padla pod ravni kot pred krizo. V EU se bo brezposelnost predvidoma še naprej zniževala, in sicer s 6,8 % v letu 2019 na 6,7 % v letu 2020 in 6,5 % v letu 2021. Brezposelnost v evroobmočju naj bi se po napovedih zmanjšala z 7,6 % v letu 2019 na 7,4 % v letu 2020 in 7,3 % v letu 2021. Število zaposlenih v evroobmočju je zdaj najvišje od uvedbe evra, čeprav v evroobmočju ostaja določen razkorak med povpraševanjem po delu in razpoložljivo delovno silo (Vir: Evropska komisija).
- Leto 2019 se je zaključilo v razmeroma pozitivnem ozračju. Finančni trgi so dosegli visoke donosnosti, ekonomski kazalci so nakazovali na odboj gospodarske rasti, napetost na področju trgovinskih vojn je popustila, centralne banke pa so napovedale, da bodo še naprej skrbale za likvidnost z nizkimi obrestnimi merami.
- Mednarodni denarni sklad (IMF) je v svoji januarski napovedi znižal napoved za svetovno gospodarsko rast za leto 2019 na 2,9 %, kar je najnižja napoved gospodarske rasti po letu 2008/2009. IMF kot razloge za sinhrono znižanje stopnje svetovne gospodarske rasti navaja upad proizvodnje in prodaje avtomobilov, šibko podjetniško zaupanje kot posledica trgovinskih in tehnoloških trenj med ZDA in Kitajsko, znižanje povpraševanja na Kitajskem (kot posledica razdolževanja kitajskih podjetij in trgovinske vojne) ter znižanje domače potrošnje v Indiji. Dodatno so k nižji gospodarski rasti prispevale tudi vremensko pogojene katastrofe. Objave gospodarskih kazalcev prikazujejo boljšo sliko v storitvenem kot proizvodnem sektorju. Proizvodni sektor je v letu 2019 zabeležil upad aktivnosti na nivoje v času velike finančne krize, šibkost pa je bila še posebej izrazita v Evropi. ZDA so gospodarsko v boljšem stanju (gospodarska rast je pozitivna, brezposelnost je na najnižji točki v pol stoletja, inflacija se giblje blizu ciljne ravni) kot Evropa (Nemčija, Francija in Italija so na pragu recesije z enim četrletjem negativne rasti). IMF v svoji januarski napovedi za leto 2020 napoveduje gospodarsko rast v višini 3,3 %, razlog višje napovedane gospodarske rasti v letu 2020 v primerjavi z letom 2019 pa pripisuje predvsem predvidenemu izboljšanju gospodarskih razmer v Latinski Ameriki, na Bližnjem vzhodu in na razvijajočih se trgih Evrope.
- V Sloveniji se po 4,1-odstotni realni gospodarski rasti v letu 2018 zniževanje gospodarske rasti nadaljuje tudi v letu 2019. Ta je v letu 2019 znašala 2,4 %, kar je manj od napovedi za leto 2019 ter manj od dolgoletnega povprečja, ki znaša 2,7 %.
- Umiritev rasti v letu 2019 je predvsem odraz upočasnitve gospodarske rasti v trgovinskih partnericah, negotovosti v mednarodnem okolju, tekom leta pa je prišlo tudi do zastoja v rasti gradbenih investicij. Rast zasebne potrošnje je ostala razmeroma visoka. Po oceni UMAR iz Jesenske napovedi bo gospodarska rast v letu 2020 znašala 3,0 % in v letu 2021 2,7 %, pri čemer v omenjeni napovedi še niso upoštevani dejanski podatki o gospodarski rasti v 2019 ter učinki širjenja koronavirusa.

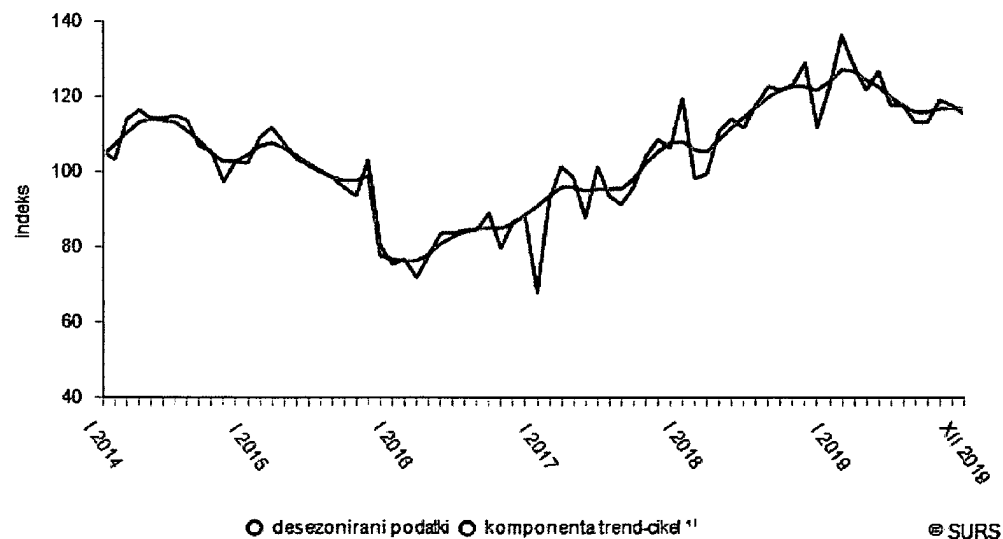
Ključni makroekonomski podatki za glavne trgovinske partnerice Slovenije									
	Realni BDP (v %)			Stopnja inflacije (v %)			Brezposelnost (v %)		
	2019	2020 F	2021 F	2019	2020 F	2021 F	2019	2020 F	2021 F
EU 28	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	6,8	6,7	6,5
Evroobmočje	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	7,6	7,4	7,3
Nemčija	0,4	1,0	1,0	1,3	1,2	1,4	3,2	3,4	3,5
Italija	0,1	0,4	0,7	0,6	0,8	1,1	10,0	10,0	10,0
Avstrija	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	4,6	4,6	4,6
Francija	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	8,5	8,2	8,0
Hrvaška	2,9	2,6	2,4	0,9	1,4	1,5	6,9	5,8	4,9
Slovenija	2,6	2,7	2,7	1,8	1,9	2,0	4,4	4,2	4,2

ANALIZA PANOGE – GRADBENIŠTVO V SLOVENIJI

9

- Vrednost v celem letu 2019 opravljenih gradbenih del je bila za 3,3 % višja kot v letu 2018
- Rast vrednosti gradbenih del v letu 2019 je bila za 16,6 odstotne točke nižja od rasti v letu pred tem.
- Vrednost v letu 2019 opravljenih gradbenih del na stavbah je bila glede na leto 2018 višja za 3,4 %, na gradbenih inženirskih objektih pa za 3,2 %.
- Vrednost v decembru 2019 opravljenih gradbenih del na stavbah je bila glede na december 2018 višja tako zaradi višje vrednosti del, opravljenih na stanovanjskih stavbah (za 25,9 %), kot tudi zaradi višje vrednosti del, opravljenih na nestanovanjskih stavbah (za 8,7 %).

Slika: Realni indeksi vrednosti opravljenih gradbenih del, Slovenija (2015=100)

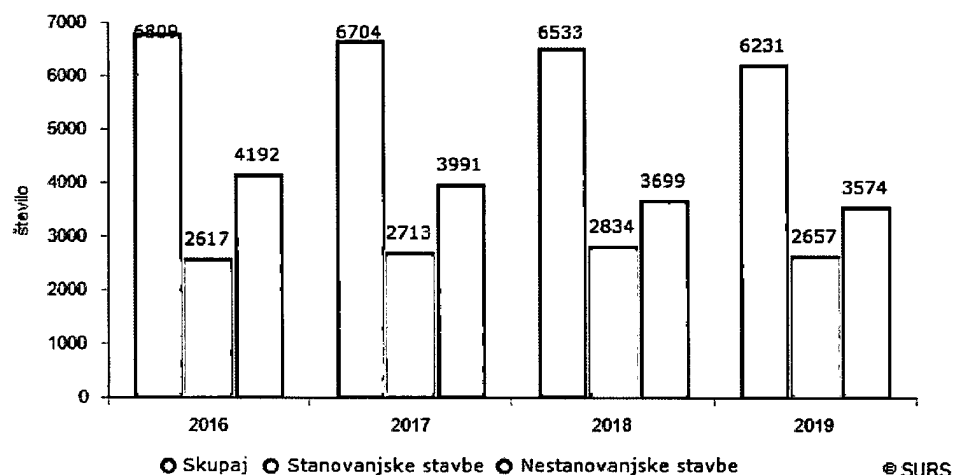


ANALIZA PANOGE – GRADBENIŠTVO V SLOVENIJI

10

- V 2019 je bilo izdanih 5 % manj gradbenih dovoljenj za stavbe in v njih načrtovanih 6 % manj stanovanj, kot jih je bilo načrtovanih z gradbenimi dovoljenji, izdanimi v 2018.
- V letu 2019 je bilo izdanih 6.231 gradbenih dovoljenj za stavbe, kar je 5 % manj kot v letu 2018; za stanovanjske stavbe jih je bilo izdanih 6 % manj, za nestanovanjske stavbe pa 3 % manj kot v letu 2018. Površina vseh stavb, za katera so bila izdana gradbena dovoljenja v letu 2019, naj bi merila 1.599.689 m², kar je za 7 % manj, kot naj bi merila površina stavb, za katere so bila izdana gradbena dovoljenja v letu 2018; površina stanovanjskih stavb naj bi bila manjša za 6 %, površina nestanovanjskih stavb pa za 8 %.
- Z gradbenimi dovoljenji, izdanimi v letu 2019, je bilo načrtovanih 3.440 stanovanj, kar je 6 % manj kot v letu 2018. V enostanovanjskih stavbah jih je bilo načrtovanih 7 % manj, v večstanovanjskih stavbah pa 9 % manj kot v letu 2018. Površina vseh v letu 2019 načrtovanih stanovanj naj bi bila za 9 % manjša od površine vseh stanovanj, načrtovanih v letu 2018. Stanovanja v enostanovanjskih stavbah naj bi merila povprečno 160 m² (v 2018: 163 m²), stanovanja v večstanovanjskih stavbah pa 97 m² (v 2018: 91 m²).
- Z izdajo gradbenih dovoljenj v decembru 2019 je bilo predvidenih za 27 % manj gradenj novih stanovanj kot v prejšnjem mesecu, njihova površina naj bi bila manjša za 20 %. V celem letu 2019 je bilo načrtovanih za 7 % manj novih stanovanj kot v letu 2018, njihova površina naj bi bila manjša za 8 %.

Slika: Gradbena dovoljenja za stavbe, Slovenija, 2016 - 2019



PREDSTAVITEV OCENJEVANEGA PODJETJA

00

- ☐ Naziv družbe: ROLET, roletarstvo in druge storitve, d.o.o.
- ☐ Skrajšano ime: ROLET d.o.o.
- ☐ Sedež družbe: Ulica Anke Salmičeve 7, 8273 Leskovec pri Krškem
- ☐ Šifra dejavnosti: F 43.290 - Drugo inštaliranje pri gradnjah
- ☐ Matična številka: 6125026

Stanje na dan 31.12.2009:

Organi

Zakoniti zastopnik: Robert Letnar - direktor

☐ Opis dejavnosti družbe:

- ☐ Montaža rolet
- ☐ Oblaganje tal in sten
- ☐ Steklarska dela
- ☐ Pleskarska dela
- ☐ Druga zaključna gradbena dela

- ☐ Iz opisa družbe izhaja, da se ukvarjajo z montažo rolet ter izvajajo ostale dejavnosti v gradbeništvu (oblaganje sten in tal, steklarska dela, pleskarska dela, druga zaključna gradbena dela).

☐ Lastniška struktura:

- ☐ Robert Letnar 100,00 %

- ☐ Število zaposlenih (na dan 31.12.2009): družba nima zaposlenih

FINANČNA ANALIZA

12

- ☐ Namen **finančne analize** je ustvariti si sliko o trenutnem premoženjskem in profitnem stanju družbe na datum ocenjevanja vrednosti, poleg tega pa tudi pridobiti informacije in podatke, ki nam lahko služijo kot podlaga za pripravo in presojo projekcij poslovanja podjetja v prihodnje. Zato se pri analizi osredotočimo na vsebinsko in vrednostno največje postavke, na drugi strani pa običajno na tiste postavke, ki jih tudi planiramo pri projekcijah prostega denarnega toka.
- ☐ Obdobje analize računovodskih izkazov vključuje **računovodske izkaze družbe Rolet d.o.o.** za obdobje od 2012 do 2019 oziroma bilance stanja na datume 31.12.2012, 31.12.2013, 31.12.2014 in 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017, 31.12.2018 in 31.12.2019. Računovodski izkazi niso bili revidirani.
- ☐ Podatki iz računovodskih izkazov so v valuti **EUR**, razen če ni drugače označeno. Podatki so **v tekočih cenah**.
- ☐ Računovodske izkaze smo prilagodili za enkratne nedenarne postavke in sicer za prevrednotovalne poslovne odhodke pri opredmetenih osnovnih sredstvih v letu 2019, ko so le ti znašali 317 EUR.
- ☐ Ostalih prilagoditev nismo izvajali, saj podatki o prilagoditvah niso bili na voljo.

FINANČNA ANALIZA – Izkaz uspeha

13

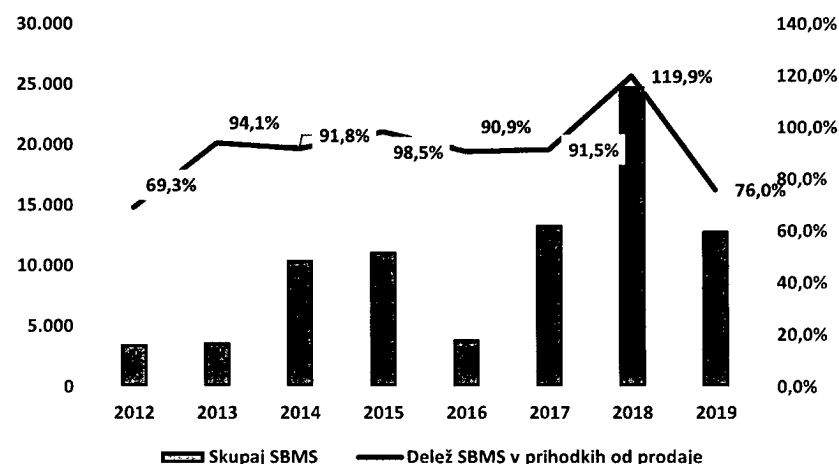
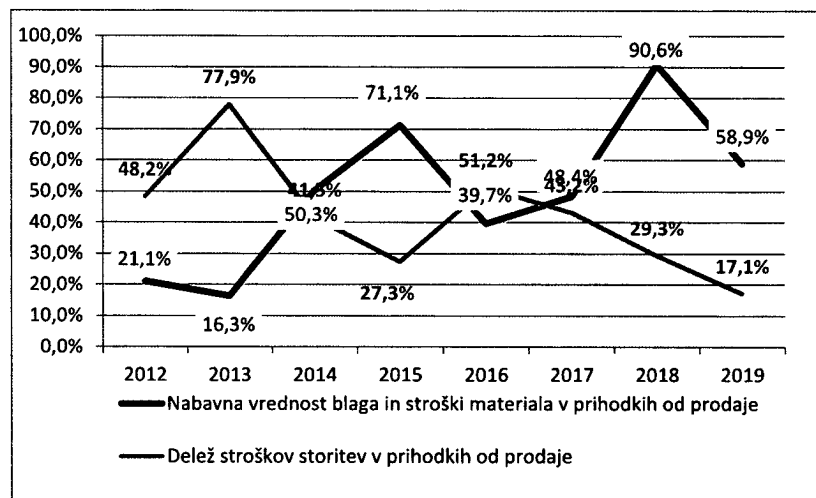
Izkaz poslovnega izida v EUR	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.
v tisoč EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Čisti prihodki od prodaje	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943
Sprememba vrednosti zalog	0	0	0	0	0	0	0	0
storitve	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0	0	0	0
Kosmati donos iz poslovanja	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943
Nabavna vrednost prodanega blaga in stroški porabljenega materiala	1.064	634	5.742	8.060	1.696	7.068	18.773	9.980
Stroški storitev	2.438	3.033	4.736	3.097	2.189	6.303	6.068	2.901
Stroški dela	0	0	0	0	0	0	0	1.561
Amortizacija	43	65	22	50	200	456	604	442
Prev.posl.odh. (OOS, NDS)	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisi obratnih sredstev	0	0	0	1	0	0	0	0
Drugi poslovni odhodki	0	25	759	0	0	0	0	49
EBIT	1.509	138	150	121	191	780	-4.734	2.010
EBIT marža	0,5%	3,5%	1,3%	1,1%	4,5%	5,3%	-22,9%	11,9%
EBITDA	1.552	203	172	171	391	1.236	-4.130	2.452
EBITDA marža	4,4%	5,2%	1,5%	1,5%	9,1%	8,5%	-19,9%	14,5%
Finančni prihodki	0	0	0	0	0	0	0	16
Finančni odhodki	0	2	0	15	0	0	10	0
Drugi prihodki	0	0	0	0	0	0	0	12
Drugi odhodki	0	0	0	1	17	0	0	170
Celotni poslovni izid	1.509	136	150	105	174	780	-4.744	1.868
Davek iz dobička	272	23	26	22	30	315	0	122
Odloženi davki	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisti poslovni izid	1.237	113	124	83	144	465	-4.744	1.746
profitna marža	7,7%	2,9%	1,1%	0,7%	3,4%	3,2%	-22,9%	10,3%

Vir: Ajpes in podatki od družbe

- Podjetje v obdobju od 2012 do 2019 izkazuje spremenljive čiste prihode od prodaje, najvišji so bili v letu 2018 v višini 20.711 EUR, najnižji pa leta 2013 v višini 3.895 EUR. V let 2018 so se prihodki od prodaje zvišali za 41,8%, v letu 2019 pa so se znižali za 18,2 %.
- Delež stroškov nabavne vrednosti blaga in stroški porabljenega materiala v prihodkih od prodaje se je v preučevanem obdobju gibal od 16,3 % v letu 2013 do 90,0 % v letu 2008.
- Stroški storitev so drugi najvišji poslovni odhodek družbe. Delež stroškov storitve v prihodkih od prodaje se je v preučevanem obdobju gibal od 17,1 % v letu 2019 do 77,9 % v letu 2013. Nižji strošek storitev v letu 2019 je verjetno tudi posledica stroškov dela, ki so v letu 2019 prvič nastali in znašali 9,2 % prihodkov od prodaje.
- Delež stroškov blaga, materiala in storitev v prihodkih od prodaje je preučevanem obdobju znašal od 69,3 % v letu 2012 do 119,9 % v letu 2018.
- Delež stroškov amortizacije v prihodkih od prodaje se je v preučevanem obdobju gibal od 2,9 % v letu 2012 do 4,7 % v letu 2016.
- Podjetje je v opazovanem obdobju realiziralo EBITDA maržo od - 19,9 % v letu 2018 do 14,5 % v letu 2019, ter EBIT maržo od -22,9 % v letu 2018 do 11,9 % v letu 2019.
- Podjetje je v preučevanem obdobju poslovalo s čistim dobičkom, razen v letu 2018, ko je podjetje ustvarilo 4.744 EUR čiste izgube. Profitna marža je v preučevanem obdobju znašala od -22,9 % v letu 2018 do 10,3 % v letu 2019.

FINANČNA ANALIZA – Stroški blaga materiala in storitev

Stroški blaga materiala in storitev	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nabavna vrednost blaga in stroški materiala	1.064	634	5.742	8.060	1.696	7.068	18.773	9.980
Delež v prihodkih od prodaje	21,1%	16,3%	50,3%	71,1%	39,7%	48,4%	90,6%	58,9%
Stroški storitev	2.438	3.033	4.736	3.097	2.189	6.303	6.068	2.901
Delež v prihodkih od prodaje	48,2%	77,9%	41,5%	27,3%	51,2%	43,2%	29,3%	17,1%
Skupaj SBMS	3.502	3.667	10.478	11.157	3.885	13.371	24.841	12.881
Delež SBMS v prihodkih od prodaje	69,3%	94,1%	91,8%	98,5%	90,9%	91,5%	119,9%	76,0%



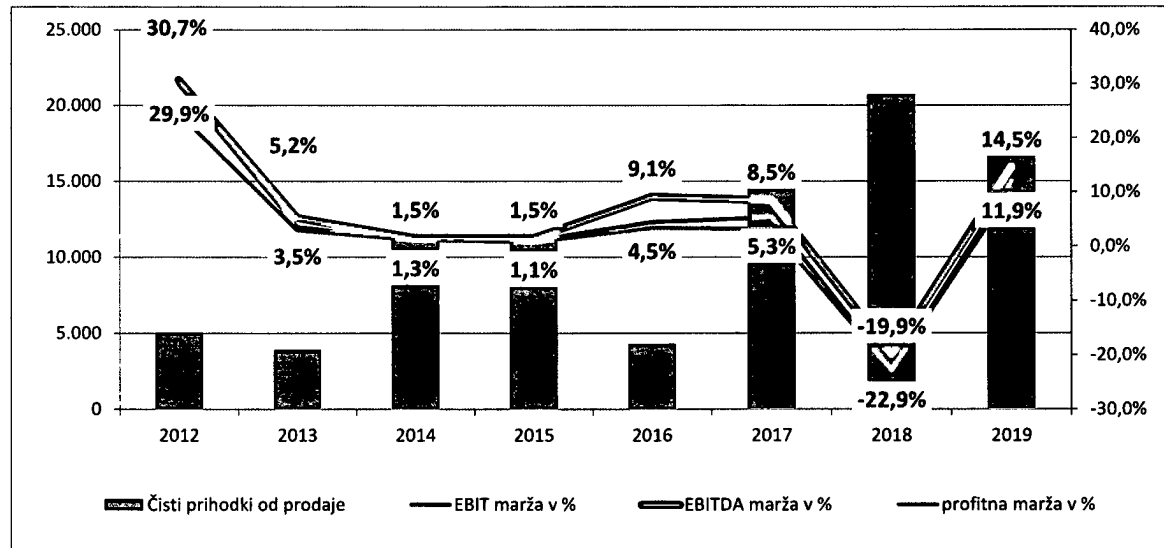
- Delež stroškov **nabavne vrednosti blaga in stroški porabljenega materiala** v prihodkih od prodaje se je v preučevanem obdobju gibal od 16,3 % v letu 2013 do 90,0 % v letu 2018.
- Stroški **storitev** so drugi najvišji poslovni odhodek družbe. Delež stroškov storitve v prihodkih od prodaje se je v preučevanem obdobju gibal od 17,1 % v letu 2019 do 77,9 % v letu 2013. Nižji strošek storitev v letu 2019 je verjetno tudi posledica stroškov dela, ki so v letu 2019 prvič nastali in znašali 9,2 % prihodkov od prodaje.
- Delež **stroškov blaga, materiala in storitev** v prihodkih od prodaje je preučevanem obdobju znašal od 69,3 % v letu 2012 do 119,9 % v letu 2018.

FINANČNA ANALIZA – Profitne marže

08

v EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Čisti prihodki od prodaje	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943
Kosmati donos iz poslovanja	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	1.509	138	150	121	191	780	-4.734	2.010
EBIT marža v %	29,9%	3,5%	1,3%	1,1%	4,5%	5,3%	-22,9%	11,9%
EBITDA	1.552	203	172	171	391	1.236	-4.130	2.452
EBITDA marža v %	30,7%	5,2%	1,5%	1,5%	9,1%	8,5%	-19,9%	14,5%
Čisti poslovni izid	1.237	113	124	83	144	465	-4.744	1.746
profitna marža v %	24,5%	2,9%	1,1%	0,7%	3,4%	3,2%	-22,9%	10,3%

Vir: Ajpes in podatki od podjetja



- Podjetje je v opazovanem obdobju realiziralo EBITDA maržo od - 19,9 % v letu 2018 do 14,5 % v letu 2019, ter EBIT maržo od -22,9 % v letu 2018 do 11,9 % v letu 2019.
- Podjetje je v preučevanem obdobju poslovalo s čistim dobičkom, razen v letu 2018, ko je podjetje ustvarilo 4.744 EUR čiste izgube. Profitna marža je v preučevanem obdobju znašala od -22,9 % v letu 2018 do 10,3 % v letu 2019.

FINANČNA ANALIZA – Bilanca stanja

IZKAZ STANJA v EUR	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.
	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dolgoročna sredstva	86	22	0	950	750	1.212	1.037	779
Neopredmetena sredstva in DAČR	0	0	0	0	0	0	0	0
Opredmetena osnovna sredstva	86	22	0	950	750	1.212	1.037	779
Kratkoročna sredstva	8.902	10.222	11.174	10.400	9.569	10.332	15.866	17.261
Zaloge	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne finančne naložbe	7.295	7.332	9.320	5.693	8.786	0	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	1.600	631	1.532	3.968	777	3.747	9.770	10.971
Denarna sredstva	7	2.259	322	739	6	6.585	6.096	6.290
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0	0
Skupaj sredstva	8.988	10.244	11.174	11.350	10.319	11.544	16.903	18.040
Kapital	8.737	8.850	8.974	9.058	9.204	9.669	4.924	6.354
Vpoklicani kapital	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500
Kapitalske rezerve	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerve iz dobička	62	68	74	78	78	78	78	78
Presežek iz prevrednotenja	0	0	0	0	0	0	0	0
Preneseni čisti poslovni izid	0	0	1.282	1.400	1.482	1.626	2.091	-1.224
Čisti poslovni izid poslovnega leta	1.175	1.282	118	80	144	465	-4.745	0
Rezervacije	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne obveznosti	251	1.394	2.200	2.292	1.114	1.874	11.978	11.686
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0	321	72
Kratkoročne poslovne obveznosti	251	1.394	2.200	2.292	1.114	1.874	11.657	11.614
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0	0
Skupaj obveznosti do virov sredstev	8.988	10.244	11.174	11.350	10.318	11.543	16.902	18.040

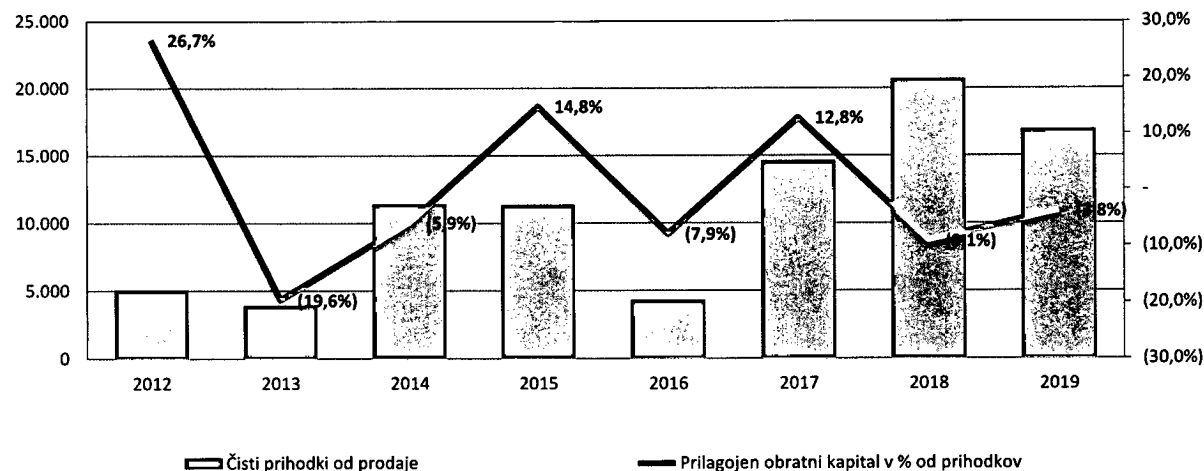
Vir: Ajpes.

- **Delež opredmetenih osnovnih sredstev** v bilančni vsoti se je v preučevanem obdobju gibal od 0 % do 10,5 % v letu 2017.
- **Kratkoročna sredstva** so v preučevanem obdobju predstavljala večino sredstev podjetja in sicer od 91,6 % v letu 2015 do 100 % v letu 2014.
- **Delež kratkoročnih poslovnih terjatev** v bilančni vsoti v preučevanem obdobju znaša od 7,5 % v letu 2016 do 60,8 % v letu 2019. V letih 2018 in 2019 so se močno povečale kratkoročne poslovne terjatve, delež le teh v prihodkih od prodaje je znašal v letu 2018 47,2 % in v letu 2019 64,8%, kar je veliko več kot v preteklem obdobju.
- **Delež kapitala** v bilančni vsoti podjetja, se je iz 97,2 % v letu 2012 znižal na 29,1 % v letu 2018, v letu 2019 pa je znašal 35,2.
- **Delež kratkoročnih poslovnih obveznosti** v bilančni vsoti podjetja je bil najnižji v letu 2016 v višini 10,8 %, najvišji pa leta 2018 v višini 69 %. Povečanju terjatev do kupcev v letih 2018 in 2019 je sledilo povečanje kratkoročnih obveznosti, ki so se v zadnjih 2 letih povečale na približno 12 tisoč EUR, medtem ko so bile v preteklem obdobju od 1 do 2 tisoč EUR. V letu 2019 znašajo kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev 1.478 EUR in kratkoročne poslovne obveznosti do drugih 10.136 EUR.
- **Finančni dolg** znaša v letu 2019 72 EUR.

FINANČNA ANALIZA – Prilagojen obratni kapital

17

Prilagojen obratni kapital	30.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Zaloge	0	0	0	0	0	0	0	0
v % od prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kratkoročne poslovne terjatve	1.600	631	1.532	3.968	777	3.747	9.770	10.971
v % od prihodkov od prodaje	31,7%	16,2%	13,4%	35,0%	18,2%	25,7%	47,2%	64,8%
Denar	7	2.259	322	739	6	6.585	6.096	6.290
v % od prihodkov od prodaje	0,1%	58,0%	2,8%	6,5%	0,1%	45,1%	29,4%	37,1%
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0	0
v % od prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kratkoročne poslovne obveznosti	251	1.394	2.200	2.292	1.114	1.874	11.657	11.614
v % od prihodkov od prodaje	5,0%	35,8%	19,3%	20,2%	26,1%	12,8%	56,3%	68,5%
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0	0
v % od prihodkov od prodaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Obratni kapital z denarjem	1.356	1.496	-346	2.415	-331	8.458	4.209	5.647
v % od prihodkov od prodaje	26,8%	38,4%	-3,0%	21,3%	-7,7%	57,9%	20,3%	33,3%
Prilagojen obratni kapital (brez denarja)	1.349	-763	-668	1.676	-337	1.873	-1.887	-643
v % od prihodkov od prodaje	26,7%	19,6%	-5,9%	14,8%	-7,9%	12,8%	-9,1%	-3,8%
Čisti prihodki od prodaje	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943



□ Prilagojen obratni kapital je izračunan kot vsota zalog, kratkoročnih poslovnih terjatev in aktivnih časovnih razmejitev, zmanjšan za kratkoročne poslovne obveznosti in kratkoročne pasivne časovne razmejitve.

□ Podjetje je v preučevanem obdobju od 2012 do 2019 poslovalo z **prilagojenim obratnim kapitalom**, ki je znašal od - 19,6 % prihodkov od prodaje v letu 2013 do 26,7 % prihodkov od prodaje v letu 2012. V letih 2018 in 2019 je prilagojen obratni kapital negativen in je znašal -9,1 % in -3,8 % prihodkov od prodaje. V teh dveh letih je prišlo tudi do visoke rast terjatev do kupcev, ki jih je podje financiralo z rastjo poslovnih obveznosti, v letu 2018 je bilo še več obveznosti do dobaviteljev, v letu 2018 pa obveznosti iz poslovanja do drugih. V letih 2015 in 2017 ko podjetje še ni izkazovalo tako visokega obsega terjatev do kupcev je obratni kapital znašal 14,8 % in 12,8 %.

□ Ocenjujemo, da je ustrezen prilagojen obratni kapital v višini 3 % prihodkov od prodaje, iz česar sledi, da podjetje posluje z določenim primanjkljajem prilagojenega obratnega kapitala.

□ Ocenjujemo, da podjetje za normalno poslovanje potrebuje določena denarna sredstva v višini 15 % prihodkov od prodaje.

METODOLOGIJA OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

Poznamo naslednje načini in metode ocenjevanja vrednosti podjetij:

□ Na donosu zasnovan način:

- metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov (DCF)
- metoda kapitalizacije,

□ Način tržnih primerjav zasnovan način:

- metoda primerljivih podjetij uvrščenih na borzo
- metoda primerljivih transakcij

□ Na sredstvih zasnovan način:

- metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti
- metoda presežnih donosov

□ **Na donosu zasnovan način zahteva** identifikacijo donosov, ki jih kapitaliziramo ali diskontiramo na sedanjo vrednost. Gre za teoretično najbolj pravilni način ocenjevanja vrednosti, ki nam omogoča, da upoštevamo specifične karakteristike vsakega posameznega podjetja, njegovega potenciala za doseganje donosov in rasti.

□ **Način tržnih primerjav zasnovan način** temelji na primerjavi izbranega finančnega parametra ocenjevanega podjetja (čisti dobiček, dobiček iz poslovanja, EBITDA, knjigovodska vrednost kapitala ipd.) s tržnim multiplikatorjem primerljivih podjetij. Pri tem lahko nabor primerljivih podjetij najdemo na javnih delniških trgih (kotirajoča podjetja), ali pa na podlagi transakcij (prevzemov in združitve) v panogi, kar vključuje tudi transakcije z nejavnimi podjetji. Način tržnih primerjav nam omogoča najbolj neposredno vključitev tržnih razmer v postopek vrednotenja, pri čemer pa veliko omejitev običajno predstavlja zmožnost oblikovanja nabora podjetij, ki bi bila čim bolj primerljiva z ocenjevanim.

□ **Na sredstvih zasnovan način** temelji na stroških zamenjave oz. nadomestitve obstoječih sredstev ob predpostavki, da racionalni investitorji za neko sredstvo ne bodo plačali več kot bi jih stal strošek nadomestitve tega sredstva z ekvivalentnim sredstvom. Pri ocenjevanju vrednosti podjetij pa uporaba tega način pomeni ocenjevanje vrednosti vseh sredstev, zmanjšano za vrednost vseh obveznosti. Gre za statični pristop k ocenjevanju vrednosti, ki je primeren le v nekaterih specifičnih primerih. Metode v okviru tega načina so:

UPORABLJENI NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

19

Na sredstvih temelječ način ocenjevanja

- Nabavnovrednostni način (na sredstvih temelječ način), pri katerem se predpostavlja, da je vrednost sredstva določena s stroškom reprodukcije ali nadomestitve sredstva zmanjšanim za vrednost fizičnega, funkcionalnega ali ekonomskega zastaranja oziroma poslabšanja.
- V okviru tega načina ocenjevanja vrednosti poznamo naslednje metode in postopke ocenjevanja vrednosti:
 - Metoda seštevanja: postopek ocenjevanja vrednosti ob predpostavki likvidacije podjetja: postopek ocenjevanja vrednosti ob predpostavki delujočega podjetja,
 - Metoda presežnih donosov.
- Pri ocenjevanju vrednosti podjetja je lahko nabavnovrednostni način podoben nabavno vrednostnemu načinu, ki ga uporabljajo ocenjevalci vrednosti različnih vrst sredstev (nepremičnin, premičnin, strojev, opreme, itd.). Nabavnovrednostni način temelji na načelu zamenjave, kar pomeni, da sredstvo ne more biti vredno več, kot znaša nabavna vrednost nadomeščenih vseh njegovih sestavin.
- Z uporabo nabavnovrednostnega načina je vrednost podjetja definirana preko hipotetične prodaje premoženja podjetja. Pri izvedbi nabavnovrednostnega načina je bilanca stanja, ki upošteva nabavne vrednosti, zamenjana z bilanco stanja, ki predstavlja vsa sredstva, opredmetena in neopredmetena, in tudi vse obveznosti po tržni vrednosti ali kaki drugi ustrezni dnevni vrednosti. Če se uporabljajo tržne ali likvidacijske vrednosti, je treba obravnavati stroške prodanih količin in druge odhodke.
- Pri ocenjevanju lahko uporabimo dve različni predpostavki:
 - predpostavko delujočega podjetja (going concern);
 - predpostavko likvidacije podjetja.
- V glavnem imamo tri metode nabavnovrednostnega načina ocenjevanja vrednosti:
 - metoda nadomestitvene vrednosti nakazuje vrednost z izračunavanjem stroškov podobnega sredstva, ki ponuja enakovrednost koristnosti,
 - metoda reprodukcijske nabavne vrednosti nakazuje vrednost z izračunavanjem stroškov za ponovno ustvarjanje replike sredstva,
 - metoda seštevanja (ali neto vrednosti sredstev) izračuna vrednost sredstva s seštevanjem posameznih vrednosti njenih sestavnih delov.

UPORABLJENI NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

Na sredstvih temelječ način ocenjevanja

- Ta metoda temelji na načelu, da kupec za določeno sredstvo ni pripravljen plačati več, kot bi bil strošek nadomestitve s sredstvom z enako uporabnostjo.
- Na sredstvih zasnova način ocenjevanja vrednosti se uporablja: kadar podjetje nima zgovorne donosov ali pa njihovih aktivnosti ni mogoče oceniti, kadar je podjetje zelo odvisno od ponudb in nima stabilnega in predvidljivega prodajnega trga, kadar je vrednost lastniškega kapitala podjetja pretežno ali pa v celoti odvisna od dela in neopredmetenih sredstev, kadar znaten del sredstev predstavljajo likvidna sredstva in naložbe, kadar ni vstopnih ovir za konkurenco, kadar obstaja velika verjetnost izgube ključnega kadra in kadar je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja.
- Na sredstvih zasnovan način se pretežno uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značilnosti holdingov, ali za podjetja, kjer je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja in v katerem ocenjujemo obvladujoči delež v lastniškem kapitalu.
- Tega načina ocenjevanja vrednosti praviloma ne uporabljamo za ocenjevanje vrednosti poslujočega proizvodnega ali storitvenega podjetja. Nikoli pa ga ne uporabljamo, kadar ocenjujemo manjšinski delež v lastniškem kapitalu storitvenega ali proizvodnega podjetja.
- Pri izvedbi na sredstvih zasnovanega načina je bilanca stanja, ki upošteva nabavne vrednosti, zamenjana z bilanco stanja, ki predstavlja vsa sredstva, opredmetena in neopredmetena, in vse obveznosti po tržni vrednosti ali kaki drugi ustrezni trenutni vrednosti. Davki so lahko upoštevani. Če se uporabljajo tržne ali likvidacijske vrednosti, je treba upoštevati stroške prodaje in druge odhodke.
- Na sredstvih zasnovan način je treba upoštevati pri ocenjevanju vrednosti obvladujočih deležev v podjetjih, ki vključujejo enega ali več naslednjih dejavnikov:
 - naložbeno ali holdinško podjetje, kot je podjetje za poslovanje z nepremičninami ali kmetijsko podjetje,
 - podjetje, ki je ovrednoteno drugače kot delujoče podjetje.
- Na sredstvih zasnovan način podjetja, ocenjena kot delujoča podjetja, razen če ga običajno uporabljajo prodajalci in kupci ne bo edini način ocenjevanja vrednosti, ki je uporabljen pri sprejetih nalogah za proizvodna/storitvena ci. V takih primerih mora ocenjevalec vrednosti pojasniti izbiro takšnega načina.
- Če ocenjevanje podjetja ne izhaja iz delujočega podjetja, morajo biti sredstva ovrednotena na podlagi tržne vrednosti ali na podlagi, ki predpostavlja vrednosti proizvodnega/storitvenega skrajšano obdobje izpostavljenosti na trgu, če je to primerno. Vse stroške, ki so povezani s prodajo sredstev ali prenehanjem podjetja, je treba upoštevati pri tej vrsti ocenjevanja vrednosti. Neopredmetena sredstva, kot je dobro ime, morda nimajo vrednosti v takšnih primerih, čeprav lahko zadržijo vrednost druga neopredmetena sredstva, kot so patenti, blagovne znamke ali trgovska imena.
- Podjetje izvaja storitveno dejavnost roletarstva in ostala gradbena dela. Kljub temu smo se odločili za uporabo na sredstvih temelječega načina ocenjevanja, saj ocenjujemo, da obstaja velika verjetnost izgube ključnega kadra, kar utegne imeti izrazito negativne učinke na podjetje (direktor družbe je tudi 100 % lastnik družbe) v primeru spremembe lastnika družbe. Predvidevamo, da družba nima stalno predvidljivega in stabilnega prodajnega trga (obseg prihodkov podjetja v obdobju od 2012 do 2019 močno niha) in je močno odvisna od določenih ponudb, vrednost podjetja je odvisna od dela ki ga družba opravi, v dejavnosti tudi ni vstopnih ovir za konkurenco. Dejavnost družbe je relativno enostavno prenesi na novoustanovljeno družbo, saj podjetje ne razpolaga z pomembnim obsegom opredmetenih osnovnih sredstev.
- Obenem želimo, z na sredstvih zasnovanim načinu ocenjevanja, oceniti ali je vrednost sredstev v likvidaciji lahko večja, kot če bi bilo to delujoče podjetje. Želimo torej preučiti ali je likvidacijska vrednost podjetja večja od vrednosti delujočega podjetja, ker se ocena vrednosti nanaša na obvladujoči (kontrolni) 100 % lastniški delež.

UPORABLJENI NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

21

□ Na donosu zasnovan način:

□ metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov (DCF)

- Za osnovna metodo ocenjevanja tržne vrednosti lastniškega kapitala podjetja ROLET d.o.o. smo uporabili metodo sedanje vrednosti pričakovanega prostega denarnega toka, brez upoštevanja zadolženosti (postopek celotnega kapitala). Gre za teoretično najbolj ustrezno in tudi praktično najbolj aplikativno metodo ocenjevanja vrednosti podjetja.
- Pri **metodi sedanje vrednosti pričakovanega prostega denarnega toka (DCF)** predpostavljamo, da bo podjetje nadaljevalo s poslovanjem še relativno dolgo časovno obdobje. Metoda poskuša na podlagi analize preteklega poslovanja in ocene poslovnih možnosti v prihodnosti načrtovati prihodnje donose lastnikom v obliki denarja, ki jim nato z ustrezno diskontno stopnjo poiščemo sedanjo vrednost. Tako izračunana vrednost podjetja na podlagi prostih denarnih tokov predstavlja donos, ki se zahteva za tveganje, ki ga predstavlja naložba v obravnavano podjetje. Pričakovani donosi morajo biti zasnovani na predpostavkah, ki upoštevajo značilnosti podjetja, njegovo sestavo kapitala, preteklo poslovanje ter prihodnja pričakovanja.
- Stopnja, po kateri so diskontirani prihodnji denarni tokovi, mora poleg časovne vrednosti denarja odražati tudi tveganja, povezana z bodočimi poslovnimi aktivnostmi. Najpogosteje uporabljena diskontna stopnja je tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala.
- Podjetje izvaja storitveno dejavnost roletarstva in ostala gradbena dela. Upošteva posebnosti ocenjevanega podjetja smo prikazali oceno vrednosti podjetja tudi z uporabo na donosu zasnovan način ocenjevanju, predvsem kot kontrolno metodo na sredstvih zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti, ki je v konkretnem primeru ocenjevanja temelji način ocenjevanja vrednosti podjetja.

NEUPORABLJENI NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

- ☐ **Način tržnih primerjav zasnovan način z uporabo metode**
 - ☐ metoda primerljivih podjetij uvrščenih na borzo in
 - ☐ metoda primerljivih kupoprodaj
- ☐ Ta način je primeren za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki delujejo v kapitalsko razvitih okoljih. Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi je v takem primeru posebej primerna za ocenjevanje tržne vrednosti manjšinskega deleža, medtem ko metoda primerljivih transakcij za oceno investitorjeve vrednosti.
- ☐ **Na tržnih primerjavah zasnovan način ocenjevanja vrednosti podjetja z uporabo metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzi nismo uporabili, saj nismo uspeli identificirati primerljivih družb.**

NABAVNOVREDNOSTNI NAČIN OCENJEVANJA

23

- Nabavnovrednostni način (MSOV105, točka 60.1) nakazuje vrednost z uporabo ekonomskega načela, da kupec za sredstvo ne bo plačal več, kot je cena za pridobitev sredstva enake koristnosti iz nakupom ali izgradnjo oziroma izdelavo, razen če gre za neprimeren čas, težave ali nevšečnosti, tveganje ali druge dejavnike.
- Nakazuje vrednost z izračunavanjem sedanje nadomestitvene ali reprodukcijske nabavne vrednosti sredstva in z odbitki za fizično poslabšanje in vse druge pomembne oblike zastarelosti.
- Nabavnovrednostni način pozna 3 metode ocenjevanja (točka 70.1):
 - **Metoda nadomestitvene vrednosti.** Metoda, ki nakazuje vrednost z izračunavanjem stroškov podobnega sredstva, ki ponuja enakovredno koristnost
 - **Metoda reprodukcijske nabavne vrednosti.** Metoda po stroških, ki nakazuje vrednost z izračunavanjem stroškov za ponovno ustvarjanje replike sredstva
 - **Metoda seštevanja (imenovana tudi metoda neto vrednosti sredstev)** Metoda, ki izračuna vrednost sredstva s seštevanjem posameznih vrednosti njenih sestavnih delov
- Na sredstvih zasnovan način ocenjevanja se mora uporabljati v naslednjih primerih (vir: **Guide to Business Valuation**):
 - kadar podjetje nima zgodovine donosov ali pa njihovih aktivnosti ni mogoče oceniti,
 - kadar je podjetje zelo odvisno od ponudb in nima stabilnega in predvidljivega prodajnega trga,
 - kadar je vrednost lastniškega kapitala podjetja pretežno ali pa v celoti odvisna od dela in neopredmetenih sredstev,
 - kadar znaten del sredstev predstavljajo likvidna sredstva in naložbe (tržljive vrednostnice, naložbe v nepremičnine, itd.),
 - kadar ni vstopnih ovir za konkurenco,
 - kadar obstaja velika verjetnost izgube ključnega kadra, kar utegne imeti izrazito negativne učinke za podjetje,
 - kadar je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja.

Uporaba metode neto vrednosti sredstev (MSOV 200, točka 70.1):

- je podjetje še v zgodnji fazi ali je zagonsko podjetje, kjer dobičkov in/ali denarnega toka ni mogoče zanesljivo določiti in so primerjave z drugimi podjetji po načinu tržnih primerjav praktično nemogoče ali nezanesljive,
- se podjetje ukvarja z naložbeno ali holdinško dejavnostjo in je v takem primeru metoda seštevanja taka, kot je opisana v odstavkih 70.8– 70.9 MSOV 105 Načini in metode ocenjevanja vrednosti, in/ali
- podjetje ne predstavlja delujočega podjetja in/ali je vrednost njegovih sredstev v likvidaciji lahko večja, kot če bi bilo to delujoče podjetje.
 - **PS 1 (točka 2n) – Ocenjevalec mora proučiti, ali je likvidacijska vrednost podjetja večja od vrednosti delujočega podjetja, če se ocena vrednosti nanaša na obvladujoči (kontrolni) lastniški delež.**

Uporaba metode neto vrednosti sredstev (Valuing a Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, Fifth Edition):

- vrednost podjetja je odvisna predvsem od vrednosti oprijemljivih sredstev,
- podjetje ne ustvarja visoke dodane vrednosti (delovno intenzivne panoge niso primerne za to način ocenjevanja),
- podjetje nima zgodovine donosov ("start up" podjetja") ali pa njegovih aktivnosti ni mogoče oceniti,
- podjetja, ki črpajo naravna bogastva (lastniki koncesij),
- ocenjevanje podjetij, ki delujejo kot holdingi,
- ocenjevanje nepremičninskih podjetij,
- vprašljiva je predpostavka nadaljnega poslovanja podjetja.

NABAVNOVREDNOSTNI NAČIN OCENJEVANJA – METODA NETO VREDNOSTI SREDSTEV

- Pri izvedbi metode seštevanja neto vrednosti sredstev je obvezno potrebno opredeliti premiso vrednosti (opisuje okoliščine uporabe ocenjevanega sredstva v konkretnem primeru okoliščine uporabe ocenjevanega podjetja):
- Metoda neto vrednosti sredstev pod predpostavko **delujočega podjetja** (primerna v zelo omejenih primerih)
- Metoda neto vrednosti sredstev pod predpostavko **likvidacije**
 - Redna likvidacija ("orderly liquidation")
 - Prisilna prodaja ("forces sale")
- **Redna likvidacija** (MSOV 2017, standard 104, točka 160):
 - Podjetje preneha poslovati (se zapre), njegova sredstva (premoženje) se odprodajo, vendar brez prisile.
 - Upoštevan je razumno dolg čas, da se najde kupca (ali kupce) za sredstva (premoženje), pri čemer pa prodajalec prodaja sredstva taka, kot so, in tam, kjer so.
- **Prisilna prodaja** (MSOV 2017, standard 104, točka 170):
 - Prodajalec je v tem primeru prisiljen odprodati sredstva (premoženje).
 - Cena, ki bi jo v takih okoliščinah lahko dosegli, bo odvisna od narave pritiska na prodajalca in od razlogov, zakaj ustrezno trženje ni mogoče.

- Pri izvedbi metode seštevanja je potrebno opredeliti tudi **premise vrednosti za ostala ocenjevana sredstva** (po MSOV 2017, standard 104, točka 130 do 170) – najgospodarnejša uporaba
 - Najgospodarnejša uporaba – naj bi za sredstvo ustvarila največjo vrednost
 - trenutna / obstoječa uporaba
 - redna likvidacija
 - prisilna prodaja
- Guide to Business Valuation pozna tudi naslednje premise vrednosti:
 - **Vrednost pri nadaljnji uporabi** (value in continued use) sredstvo se proda kot skupek sredstev v okviru poslujočega podjetja. Vrednost sredstva je odvisna od medsebojnih sinergijskih učinkov opredmetenih in neopredmetenih sredstev
 - **Umeščena vrednost** (value in place) - sredstvo se proda kot skupek sredstev (npr. obrat), ki zagotavlja pogoje za ustvarjanje donosa, vendar trenutno ni operativen. Tukaj se ne upoštevajo vsi medsebojni sinergijski učinki opredmetenih in neopredmetenih sredstev (npr. prispevek strokovnega in organiziranega team-a)
 - **Menjalna vrednost** (value in exchange) v normalnem postopku prodaje -sredstvo se proda posamično pod normalnimi tržnimi pogoji
 - **Menjalna vrednost ob prisilni prodaji** - sredstvo se proda posamično v časovno zoženem obdobju

NABAVNOVREDNOSTNI NAČIN OCENJEVANJA – METODA NETO VREDNOSTI SREDSTEV

25

Vidik obvladovanja:

- ☐ Uporaba metode seštevanja ob predpostavki likvidacije podjetja zahteva stopnjo obvladovanja, ki zagotavlja lastniku možnost likvidirati podjetje in prodati sredstva podjetja
- ☐ Uporaba metode seštevanja ob predpostavki poslujočega podjetja (going concern):
 - ☐ ob predpostavki najgospodarnejše rabe sredstev (highest and best use) zahteva obvladujoči delež, ki omogoča vpliv na strateške odločitve podjetja in možnost prodaje poslovno nepotrebne premoženja
 - ☐ ob predpostavki obstoječe rabe sredstev (existing use) je možno ocenjevati tudi manjšinski delež v podjetju

Metoda neto vrednosti sredstev – predpostavka delujočega podjetja

- ☐ Načelo 3 korakov:
 - ☐ Bilanca stanja na določen dan
 - ☐ Vsa sredstva in obveznosti ocenjevanega podjetja morajo biti prilagojena v skladu z ustrezno podlago in predpostavko vrednosti
 - ☐ komunikacija s specialisti – POVN in POVS
 - ☐ Pri oceni vrednosti moramo upoštevati vsa sredstva in vse obveznosti podjetja (tudi tiste, ki niso vključeni v bilanci stanja)
 - ☐ Ocenjujemo delujoče podjetje - Vidik obvladovanja (obvladujoči delež / neobvladujoči delež)
- ☐ Postopek ocenjevanja vrednosti po tej metodi naj poteka po naslednjih korakih:
 - ☐ 1. zagotoviti bilanco stanja na dan ocenjevanja vrednosti (po možnosti revidirana bilanca podprta z izpisom iz glavne knjige)
 - ☐ 2. bilanco stanja dopolniti z manjkajočimi sredstvi
 - ☐ 3. bilanco stanja dopolniti z manjkajočimi obveznostmi
 - ☐ 4. določiti poslovno potrebno in poslovno nepotrebno premoženje
 - ☐ 5. opredeliti predpostavke za oceno vrednosti sredstev in obveznosti
 - ☐ 6. oceniti sredstva
 - ☐ 7. oceniti obveznosti
 - ☐ 8. oblikovati bilanco stanja kot osnovo za določitev vrednosti
 - ☐ 9. uporabiti pribitke oziroma odbitke

NABAVNOVREDNOSTNI NAČIN OCENJEVANJA – METODA NETO VREDNOSTI SREDSTEV

Podlaga vrednosti Likvidacijska vrednost

- ☐ Likvidacijska vrednost je znesek, ki bi ga dosegli s prodajo sredstva ali skupine sredstev po kosih.
- ☐ Naj bi upoštevala stroške za pripravo sredstev v stanje, primerno za prodajo in stroške odprodaje
- ☐ Določi se po dveh premisah vrednosti:
 - ☐ **Redni posel (Prostovoljna likvidacija)**
 - ☐ **Prisilni posel** s skrajšanim obdobjem trženja (Prisilna prodaja)
- ☐ Kriteriji za uporabo likvidacijske vrednosti:
 - ☐ Želimo preveriti, ali je podjetje več vredno „mrtvo“ kot „živo“
 - ☐ Podjetje je v postopku po ZFPPIPP
 - ☐ Pretekli in sedanji denarni tokovi podjetja so nižji od neto vrednosti sredstev
 - ☐ Pretekli in sedanji denarni tokovi podjetja so takšni, da je likvidacijska vrednost skoraj enaka vrednosti delujočega podjetja
 - ☐ Podjetje je korporacija z več divizijami, kjer so nekatere profitabilne, druge pa ne

Metoda neto vrednosti sredstev – predpostavka likvidacije

- ☐ Koraki ocenjevanja:
 - ☐ Korak 1: Pridobiti BS čim bližje datumu vrednotenja
 - ☐ Korak 2: Prilagoditi BS za manjkajoča sredstva (orodja, zaloge, pomembna –a v celoti amortizirana sredstva...) in obveznosti (pot. obv. iz naslova varstva okolja, tožbe, dodatne davčne obveznosti, obv. iz naslova danih garancij...)
 - ☐ Korak 3: Določiti način likvidacije sredstev (prostovoljna ali prisilna)
 - ☐ Korak 4: Oceniti bruto iztržke (pred stroški prodaje in davki) v procesu likvidacije
 - ☐ Korak 5: Zmanjšati bruto iztržke za direktne in indirektno stroške
 - ☐ Korak 6: Prišteti ali odšteti dobiček ali izgubo, nastalo v postopku likvidacije
 - ☐ Korak 7: Odšteti likvidacijsko vrednost obveznosti
 - ☐ Korak 8: Odšteti obveznost za dodatne davčne obveznosti ali dobičke iz prodaje sredstev v postopku likvidacije in prodaje premoženja, ki jih še nismo upoštevali pri zmanjšanju bruto iztržkov.
 - ☐ Korak 9: Odšteti likvidacijsko vrednost podrejenih lastniških vrednostnih papirjev
 - ☐ Korak 10: Diskontirati na sedanjo vrednost vrednosti iz korakov 4 –9

NABAVNOVREDNOSTNI NAČIN OCENJEVANJA – METODA NETO VREDNOSTI SREDSTEV

27

- V postopku ocenjevanja, na sredstvih zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti, je potrebno analizirati in oceniti naslednja sredstva:
 - Denarna sredstva in denarni ekvivalenti: prilagoditve niso potrebne
 - Naložbe v tržne vrednostne papirje: prilagoditev za razliko med knjigovodsko in tržno vrednostjo
 - Terjatve: potrebna je analiza starostne strukture terjatev in analiza politike oblikovanja vrednosti popravka terjate
 - Zaloge: potrebna je analiza metode, ki se uporablja za vrednotenje zalog (FIFO, LIFO), potrebna je analiza starostne strukture vseh vrst zalog, analiza nekurantne zaloge
 - Najem (leasing): če je z vidika trga ugoden, je potrebno oceniti ugodnosti z metodo kapitalizacije in ocenjeno vrednost opredeliti kot neopredmeteno sredstvo (velja le, če gre za ocenjevanje ob predpostavki delujočega podjetja)
 - Zemljišče: potrebno ugotoviti tržno vrednost zemljišča (pooblaščen ocenjevalec vrednosti nepremičnin)
 - Gradbeni objekti: potrebno ugotoviti tržno vrednost (pooblaščen ocenjevalec vrednosti nepremičnin)
 - Poslovno nepotrebno premoženje: tržna vrednost celotne nepremičnine (gradbeni objekt + zemljišče) z uporabo najustreznejših metod tržne vrednosti.
- Premičnine: potrebno ugotoviti tržno vrednost (pooblaščen ocenjevalec vrednosti strojev in opreme)
- Neopredmetena sredstva: morajo prinašati gospodarske koristi, njihovo vrednost pa je možno oceniti
 - Metode ocenjevanja:
 - na sredstvih zasnovan način
 - tržni način
 - na donosu zasnovan način
 - Uporaba posamezne metode ocenjevanja je odvisna od vrste neopredmetenega sredstvom kot so:
 - Tehnologija: priporočljiv način ocenjevanja je način kapitalizacije (DCF, Royalty Relief)
 - Odnosi s strankami: priporočljiv način ocenjevanja je način kapitalizacije (DCF)
 - Blagovne znamke: priporočljiv način ocenjevanja je način kapitalizacije (Royalty Relief)
 - Patenti, Licence: priporočljiv način ocenjevanja je način kapitalizacije (Royalty Relief)
 - Pravice: priporočljiv način ocenjevanja je način kapitalizacije (Royalty Relief)
 - Interno razvita programska oprema: priporočljiv način ocenjevanja je na sredstvih zasnovan način ocenjevanja
 - Pogodbe: priporočljiv način ocenjevanja je način kapitalizacije (DCF)

NABAVNOVREDNOSTNI NAČIN OCENJEVANJA – METODA NETO VREDNOSTI SREDSTEV

- ☐ Poleg analiziranja in ocenjevanja vrednosti posameznih sredstev je potrebno v nadaljevanju analizirati in oceniti še naslednje obveznosti:
- ☐ Poslovne obveznosti: potrebno je analizirati starostno strukturo poslovnih obveznosti
- ☐ Finančne obveznosti:
 - ☐ potrebna analiza tržnih parametrov finančnih obveznosti
 - ☐ v kolikor finančne obveznosti niso v skladu s tržnimi parametri je potrebna prilagoditev
 - ☐ potrebna analiza obveznosti, ki se nanašajo na povezane osebe (obveznosti, ki imajo značilnosti kapitala)
- ☐ V procesu ocenjevanja bruto iztržkov, mora ocenjevalec vrednosti sredstev oceniti tržno vrednost sredstev, upoštevajoč časovno dimenzijo likvidacijskega postopka.
- ☐ Ocenjene bruto iztržke je potrebno v nadaljevanju procesa zmanjšati za stroške prodaje, ki so sestavljeni iz:
 - ☐ neposrednih izdatkov - prodajne provizije in drugi honorarji, ali davki, povezani s konkretnimi prodajami
 - ☐ posrednih izdatkov - sodni stroški, drugi izdatki izvajalcem likvidacije, izdatki kot so obresti, zavarovanja, vzdrževanje, popravila, računovodske storitve, ipd.
 - ☐ odpravnin zaposlenim (upoštevati je potrebno veljavno zakonodajo in interne akte podjetja)
- ☐ Postopek ocenjevanja vrednosti podjetja z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja, je najbolje opredeliti na predpostavki, da se z likvidacijskim postopkom prične na datum ocenjevanja vrednosti. Podjetje bo tako delovalo le v smeri zaključevanja procesov, ki so bili začeti in ki jih je z vidika maksimalnega iztržka smiselno končati. Dobiček oziroma izgubo v tem obdobju je treba ustrezno upoštevati pri oceni likvidacijske vrednosti.
- ☐ Likvidacijska vrednost obveznosti je v mnogih primerih enaka knjigovodskim vrednostim, upoštevati pa je treba obveznosti, ki jih nismo upoštevali pri odbitkih od bruto iztržkov, pa so povezane s postopkom likvidacije. Prav tako je v postopku ocenjevanja potrebno upoštevati vse davke iz naslova ustvarjenega dobička v postopku likvidacije in iz prodaje premoženja, ki jih še nismo upoštevali pri zmanjšanju bruto iztržkov.
- ☐ V postopku določanje sedanjih vrednosti posameznih denarnih tokov moramo ugotovljene bruto iztržke diskontirati na sedanjo vrednost v odvisnosti od časa, v katerem pričakujemo plačilo.
- ☐ Odbitek za pomanjkanje obvladovanja se pri uporabi metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije družbe praviloma ne upošteva, saj je metoda ocenjevanja uporabljiva za obvladujoči delež.

METODA ČISTE VREDNOSTI SREDSTEV OB PREDPOSTAVKI REDNE LIKVIDACIJE PODJETJA

29

- Metoda čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije ne izhaja iz delujočega podjetja, zato morajo biti sredstva ovrednotena na podlagi tržne vrednosti ali na podlagi, ki predpostavlja skrajšano obdobje izpostavljenosti na trgu, če je to primerno. Vse stroške, ki so povezani s prodajo sredstev ali prenehanjem podjetja, je potrebno treba upoštevati pri tej vrsti ocenjevanja vrednosti. V postopku ocenjevanja vrednosti podjetja **Rolet d.o.o.**, z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije, upoštevamo redno prostovoljno likvidacijo, o predpostavki, da so sredstva prodana z običajno prodajo po ustreznem trženju, kar pomeni da so sredstva ovrednotena na podlagi tržne vrednosti.
- V procesu ocenjevanja bruto iztržkov, mora ocenjevalec vrednosti oceniti tržno vrednost sredstev. Ocenjene bruto iztržke je potrebno v nadaljevanju procesa zmanjšati za stroške prodaje, ki so sestavljeni iz:
 - neposrednih izdatkov - prodajne provizije in drugi honorarji, davki, povezani s konkretnimi prodajami
 - posrednih izdatkov - sodni stroški, drugi izdatki izvajalcem likvidacije, izdatki kot so obresti, zavarovanja, vzdrževanje, popravila, računovodske storitve, ipd.
 - odpravnin zaposlenim (upoštevati je potrebno veljavno zakonodajo in interne akte podjetja)
- Postopek ocenjevanja vrednosti podjetja z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja, ja najbolje opredeliti na predpostavki, da se z likvidacijskim postopkom prične na datum ocenjevanja vrednosti. Podjetje bo tako delovalo le v smeri zaključevanja procesov, ki so bili začeti in ki jih je z vidika maksimalnega iztržka smiselno končati. Dobiček oziroma izgubo v tem obdobju je treba ustrezno upoštevati pri oceni likvidacijske vrednosti.
- Likvidacijska vrednost obveznosti je v mnogih primerih enaka knjigovodskim vrednostim, upoštevati pa je treba obveznosti, ki jih nismo upoštevali pri odbitkih od bruto iztržkov, pa so povezane s postopkom likvidacije. Prav tako je v postopku ocenjevanja potrebno upoštevati vse davke iz naslova ustvarjenega dobička v postopku likvidacije in iz prodaje premoženja, ki jih še nismo upoštevali pri zmanjšanju bruto iztržkov.
- V postopku določanje sedanjih vrednosti posameznih denarnih tokov moramo ugotovljene bruto iztržke diskontirati na sedanjo vrednost v odvisnosti od časa, v katerem pričakujemo plačilo. Za diskontno stopnjo smo izbrali diskontna mera poslujočega podjetja, saj so sredstva podjetja visoko likvidna, obdobje prodaje sredstev in poravnave obveznosti je relativno kratko in ne obstaja pomembnih potencialnih obveznosti. **Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala je predstavljen v nadaljevanju v poglavju ocenjevanju vrednosti podjetja z metodo sedanje vrednosti pričakovanega prostega denarnega toka in znaša 18,4 %**
- Odbitka za pomanjkanje obvladovanja ne upoštevamo, saj uporaba metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja zahteva stopnjo obvladovanja, ki zagotavlja lastniku možnost likvidirati podjetje in prodati sredstva podjetja. Predmet ocenjevanja je 100 % lastniški delež.
- **Predpostavka ocenjevanja: Redne likvidacija podjetja.**
- **Datum začetka likvidacije: 31.12.2019**
- **Datum ocenjevanja: 31.12.2019**

METODA ČISTE VREDNOSTI SREDSTEV OB PREDPOSTAVKI REDNE LIKVIDACIJE

IZKAZ STANJA v EUR	Ne. Rev.
	31.12.2019
Dolgoročna sredstva	779
Neopredmetena sredstva in DAČR	0
Opredmetena osnovna sredstva	779
Kratkoročna sredstva	17.261
Zaloge	0
Kratkoročne finančne naložbe	0
Kratkoročne poslovne terjatve	10.971
Denarna sredstva	6.290
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0
Skupaj sredstva	18.040
Kapital	6.354
Vpoklicani kapital	7.500
Kapitalske rezerve	0
Rezerve iz dobička	78
Presežek iz prevrednotenja	0
Preneseni čisti poslovni izid	-1.224
Čisti poslovni izid poslovnega leta	0
Rezervacije	0
Dolgoročne obveznosti	0
Kratkoročne obveznosti	11.686
Kratkoročne finančne obveznosti	72
Kratkoročne poslovne obveznosti	11.614
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0
Skupaj obveznosti do virov sredstev	18.040

☐ Bilanca stanja družbe

☐ Bilanca stanja ocenjevanega podjetja je enaka bilanci stanja, kot izhaja iz finančne analize družbe.

☐ Manjkajoča sredstva in obveznosti

☐ Na podlagi javno dostopnih podatkov ni razvidno, da bi obstajala manjkajoča sredstva in obveznosti.

☐ Opredelitev načina likvidacije

☐ Način likvidacije: Redna likvidacije

☐ Opredelitev roka likvidacije za posamezne vrste sredstev in obveznosti:

☐ Oprema in drobní inventar	3 mesec
☐ Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	6 mesecev
☐ Poslovne in finančne obveznosti	0 mesecev
☐ Denarna sredstva	0 mesecev

☐ Standard vrednosti

☐ Tržna vrednost ob predpostavki redne likvidacije

☐ Določitev predpostavk za oceno vrednosti sredstev in obveznosti

☐ datum ocenjevanja sredstev in obveznosti je 31.12.2019 ob predpostavki redne likvidacije podjetja.

☐ ocenjena tržna vrednost premoženja je določena ob predpostavki redne likvidacije podjetja

☐ predpostavka ocenjevanja vrednosti podjetja za posamezne postavke je menjalna vrednost v normalnem postopku prodaje, pri kateri se sredstvo proda pod normalnimi tržnimi pogoji .

METODA ČISTE VREDNOSTI SREDSTEV OB PREDPOSTAVKI REDNE LIKVIDACIJE

30

☐ OCENA VREDNOSTI BRUTO IZTRŽKOV

☐ Opredmetena osnovna sredstva

- ☐ Knjigovodska vrednost opredmetenih osnovnih sredstev na dan 31.12.2019 znaša 779 EUR in vključuje postavki proizvodne naprave in stroje v višini 586 EUR in druge naprave v višini 193 EUR.
- ☐ **Ocenjena tržna vrednost proizvodnih naprav in strojev ter druge opreme, ob predpostavki redne likvidacije, je enaka knjigovodski vrednosti opreme na dan 30.12.2019, ki znaša 779 EUR.**
- ☐ **Ocena tržne vrednosti opreme s strani sodnega izvedenca zaradi nematerialnosti ni bila izdelana, kar predstavlja omejevalno okoliščino tega poročila.**

☐ Kratkoročne poslovne terjatve

- ☐ Knjigovodska vrednost kratkoročnih poslovnih terjatev na dan 31.12.2019 znaša 10.971 EUR
- ☐ Kratkoročne poslovne terjatve na dan 31.12.2019 vsebujejo **kratkoročne poslovne terjatve do kupcev** v višini 10.971 EUR.
- ☐ Struktura zapadlosti kratkoročnih poslovnih terjatev do kupcev, izpostavljenost do posameznih kupcev ter informacija in morebitnih terjatvah, ki bi lahko bile problematične, nam niso poznane. Informacije smo poskušali pridobiti od podjetja, vendar jih nismo prejeli. Podjetje v obdobju od 2012 do 2019 ni izkazovalo odpisov obratnih sredstev, iz česar lahko sklepamo, da podjetje v preteklih letih ni odpisovalo terjatev do kupcev. Podjetje v letu 2019 in 2018 izkazuje, glede na pretekle rezultate poslovanja, visoke kratkoročne terjatve do kupcev, ki v letu 2019 predstavljajo 61 % bilančne vsote družbe in 65 % celotnih prihodkov od prodaje v letu 2019. V obdobju od 2012 do 2017 so bile kratkoročne poslovne terjatve podjetja bistveno nižje.
- ☐ **Ocenjena tržna vrednost kratkoročnih poslovnih terjatev do kupcev, ob predpostavki redne likvidacije, je enaka knjigovodski vrednosti kratkoročnih poslovnih terjatev do kupcev na dan 31.12.2019, ki znaša 10.971 EUR.**
- ☐ Nepoznavanje strukture terjatev do kupcev in izpostavljenosti do posameznih kupcev predstavlja omejevalno okoliščino tega poročila.

☐ Denarna sredstva

- ☐ Denarna sredstva na dan 31.12.2019 znašajo 6.290 EUR

METODA ČISTE VREDNOSTI SREDSTEV OB PREDPOSTAVKI REDNE LIKVIDACIJE

□ OCENA VREDNOSTI OBVEZNOSTI

□ Poslovne in finančne obveznosti

- Pri ocenjevanju tržne vrednosti poslovnih in finančnih obveznosti predpostavljamo, da ocenjevano podjetje poravna vse poslovne in finančne obveznosti v višini knjigovodske vrednosti, kot izhaja iz bilance stanja na dan 31.12.2019.
- Na dan 31.12.2019 podjetje izkazuje 72 EUR kratkoročnih finančnih obveznosti in 10.136 EUR kratkoročnih poslovnih obveznosti do drugih ter 1.478 EUR kratkoročnih poslovnih obveznosti do dobaviteljev.
- Struktura kratkoročnih poslovnih obveznosti do drugih in kratkoročnih poslovnih obveznosti do dobaviteljev nam ni poznana, saj tudi teh podatkov nismo uspeli pridobiti od podjetja.
- **Ocenjena tržna vrednost kratkoročnih poslovnih in finančnih obveznosti, ob predpostavke redne likvidacije, na dan 31.12.2019 je enaka knjigovodski vrednosti kratkoročnih poslovnih in finančnih obveznosti v višini 11.686 EUR, kot izhaja iz bilance stanja ocenjevanega podjetja na dan 31.12.2019.**

OCENA NEPOSREDNIH IN POSREDNIH STROŠKOV

Odpravnine zaposlenih

- Podjetje nima zaposlenih, zato odpravnin ne upoštevamo. V letu 2019 se prvič v izkazu uspeha pojavijo stroški dela, iz priloženega izkaza uspeha sicer izhaja da je povprečno število zaposlenih na podlagi delovnih ur 0,00.
- Predvidevamo, da v podjetju ne bo nastopila obveznost izplačila odpravnin zaposlenim, saj tudi v primeru, da bi podjetje imelo kakšnega zaposlenega, mu bo delovno razmerje za določen čas prenehalo na začetku obdobja likvidacije.

Ocenjeni stroški vodenja likvidacijskega postopka

- Ocenjene stroške vodenja likvidacijskega postopka smo upoštevali na osnovi naslednjih predpostavk:
 - Strošek likvidacijskega upravitelja smo ocenili za 6 mesecev v višini 1.000 EUR.
- **Ocenjeni stroški vodenja likvidacijskega postopka znašajo 1.000 EUR.**

OCENA DOBIČKA ALI IZGUBE V OBDOBJU REDNE LIKVIDACIJE

- Izgube oziroma dobička v obdobju likvidacije ne upoštevamo.

OCENA DAVČNIH OBVEZNOSTI

- Ocenjena davčna obveznost v obdobju redne likvidacije znaša 0 EUR.

METODA ČISTE VREDNOSTI SREDSTEV –OB PREDPOSTAVKI REDNE LIKVIDACIJE

33

- Ocenjena tržna vrednost 100 % lastniškega kapitala podjetja ROLET d.o.o. na dan 31.12.2019, na podlagi prikazanih predpostavk, na sredstvih zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti podjetja, z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki redne likvidacije podjetja, znaša **4.433 EUR**.

BILANCA STANJA	PREDPOSTAVKA REDNE LIKVIDACIJE						
	Knjigovodska vrednost 30.12.2019	Prilagoditev na tržno vrednost	Nediskontirana ocenjena tržna vrednost	Obdobje diskontiranja (meseci)	WACC	Diskontni faktor	Ocenjena tržna vrednost v likvidaciji
SREDSTVA	18.040		18.040				17.119
<i>Dolgoročna sredstva</i>	779		779				747
1. Neopredmetena sredstva	0		0				0
2. Opredmetena osnovna sredstva	779		779				747
2.1. Proizvajalne naprave in stroji	586	0	586	3	18,4%	0,96	562
2.2. Druge naprave	193	0	193	3	18,4%	0,96	185
3. Naložbene nepremičnine	0		0				0
4. Dolgoročne finančne naložbe	0		0				0
5. Nekratkoročna dana posojila	0		0				0
6. Odložene terjatve za davek	0		0				0
<i>Kratkoročna sredstva</i>	17.261		17.261				16.373
1. Sredstva za prodajo	0		0				0
2. Zaloge	0		0				0
3. Kratkoročne finančne naložbe	0		0				0
Kratkoročne finančne naložbe razen posojil	0		0				0
Kratkoročna posojila	0		0				0
4. Kratkoročne poslovne terjatve	10.971		10.971				10.083
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	10.971	0	10.971	6	18,4%	0,92	10.083
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	0		0				0
5. Denarna sredstva	6.290	0	6.290				6.290
<i>Kratkoročne aktivne časovne razmejitve</i>	0	0	0				0

METODA ČISTE VREDNOSTI SREDSTEV OB PREDPOSTAVKI REDNE LIKVIDACIJE

BILANCA STANJA	PREDPOSTAVKA REDNE LIKVIDACIJE						
	Knjigovodska vrednost 30.12.2019	Prilagoditev na tržno vrednost	Nediskontir ana ocenjena tržna vrednost	Obdobje diskontiranj a (mesece)	WACC	Diskontni faktor	Ocenjena tržna vrednost v likvidaciji
OBVEZNOSTI	11.686		11.686				11.686
<i>Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve</i>	0		0				0
<i>Dolgoročne obveznosti</i>	0		0				0
<i>Kratkoročne obveznosti</i>	11.686	0	11.686				11.686
Kratkoročne finančne obveznosti	72	0	72				72
Kratkoročne poslovne obveznosti	11.614	0	11.614				11.614
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	1.478	0	1.478				1.478
Kratkoročne poslovne obveznosti do drugih	10.136	0	10.136				10.136
<i>Kratkoročne pasivne časovne razmejitve</i>	0		0				0
Izvenbilančna sredstva	0						0
Izvenbilančne obveznosti	0						0
Prilagojena knjigovodska vrednost lastniškega kapitala	6.354						5.433
Minus: Ocenjene odpravnine zaposlenim							0
Minus: Ocenjeni stroški vodenja likvidacijskega postopka							1.000
Minus: Ocenjene davčne obveznosti v obdobju redne likvidacije							0
Ocenjena tržna vrednost 100 % lastniškega kapitala ob predpostavki redne likvidacije							4.433

METODA SEDANJE VREDNOSTI PRIČAKOVANIH PROSTIH DENARNIH TOKOV (DCF)

35

- **Metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov** izhaja iz teoretičnega vidika, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh bodočih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in stopnjo tveganja, ki je povezana s tem, da bo donos realiziran.
- Metoda se lahko uporablja za oceno tako obvladujočega, kot manjšinskega deleža. Projekcija poslovanja prikazana v nadaljevanju odraža donos obvladujočega lastnika, kar pomeni tudi možnost spremembe strukture kapitala v smeri ciljne, optimalne zadolženosti, ki velja v panogi primerljivih podjetij v Evropi.
- Temeljno izhodišče metode je, da je vrednost lastniškega kapitala enaka sedanji vrednosti prihodnjih prostih denarnih tokov. Glede na definicijo denarnega toka poznamo dva osnovna pristopa:
 - **denarni tok celotnemu kapitalu**
 - Denarni tok predstavlja denarni tok celotnemu kapitalu (lastniškemu in dolžniškemu), pri čemer uporabimo diskontno mero tehtani strošek celotnega kapitala (WACC). Vrednost lastniškega kapitala dobimo tako, da od sedanje vrednosti denarnih tokov, ki pripadajo celotnemu kapitalu, odštejemo vrednost neto dolga in prištejemo dolgoročne finančne naložbe ter poslovno nepotrebno premoženje.
 - **denarni tok lastniškemu kapitalu**
 - Denarni tok predstavlja denarni tok samo lastniškemu kapitalu, pri čemer uporabimo diskontno mero zahtevano stopnjo donosnosti lastniškega kapitala.
- Pri ocenjevanju preučevanega podjetja sem uporabili posredni pristop, oziroma denarni tok celotnemu kapitalu.
- Projekcija denarni tokov je narejena za večinskega lastnika podjetja.

- Denarni tok celotnemu kapitalu je določen na naslednji način:

Prilagojen dobiček iz poslovanja po davkih (NOPLAT) =

Plus: Amortizacija

Minus: Investicije v osnovna sredstva

Minus: Investicije v obratni kapital

= Čisti denarni tok kapitalu

- Tako opredeljeni denarni tokovi so čisti (prosti) denarni tokovi, ki niso neposredno primerljivi z denarnimi tokovi v izkazu denarnih tokov podjetja.
- Sedanji vrednosti tako izračunanega prostega denarnega toka prištejemo še finančne naložbe in vrednost poslovno nepotrebni osnovnih sredstev (to so tiste, ki niso uporabljene za ustvarjanje denarnega toka iz poslovanja) in odštejemo vrednost finančnih obveznosti, da pridemo do vrednosti lastniškega kapitala.
- Sedanja vrednost prihodnjega prostega denarnega toka, je izračunana na podlagi naslednje formule:
$$PV = (PDT1 / (1+d)) + (PDT2/(1+d)^2) + \dots + (PDTn/(1+d)^n)$$

PV	=	sedanja vrednost
PDT1 do n	=	prosti denarni tok v obdobju napovedi od 1 do n
d	=	diskontna stopnja
n	=	število let napovedi

METODA SEDANJE VREDNOSTI PRIČAKOVANIH PROSTIH DENARNIH TOKOV (DCF)

36

Preostala vrednost podjetja

- Preostala vrednost podjetja predstavlja vrednost prostega denarnega toka po obdobju projekcije. Preostala vrednost denarnih tokov je sedanja vrednost prostih denarnih tokov po obdobju projekcije prostih denarnih tokov. Preostala vrednost podjetja običajno predstavlja velik delež v končni oceni vrednosti podjetja. Obstajata dva načina izračunavanja preostale vrednosti s katerimi želimo napovedati razvoj podjetja po obdobju projekcije na poenostavljen način. Prvi način je metoda tržnih mnogokratnikov, pri katerem s pomočjo izbranega tržnega mnogokratnika primerljivih podjetij določimo preostalo vrednost podjetja. Problem tega pristopa je, da meša na donosu zasnovan način ocenjevanja in na tržnih primerjavah zasnovan način ocenjevanja.
- Drugi način, ki se v praksi več uporablja, pa je uporaba t.i. **Gordonovega modela**, pri katerem upoštevamo rast normaliziranega denarnega toka po letu projekcije, ki ga kapitaliziramo z diskontno stopnjo, ki je enaka razliki med tehtanim stroškom kapitala in stopnjo rasti denarnega toka. Mera kapitalizacije je mera donosa zmanjšana za pričakovano dolgoročno konstantno rast denarnega toka. Kapitalizacija je v bistvo poenostavljen postopek diskontiranja, kjer se v sedanjo vrednost pretvarja en sam denarni znesek.
- Pri določitvi dolgoročne stopnje rasti denarnega toka, po obdobju projekcije, moramo biti previdni, da je ne določimo previsoko, saj le ta lahko pomembno vpliva na ocenjeno vrednost podjetja. Na dolgi rok ne moremo predpostavljati, da bo podjetje dosegalo bistveno višje donosnosti novih investicij, kot znaša tehtani strošek kapitala. Stopnja rasti normaliziranega denarnega toka je običajno enaka stopnji pričakovane inflacije, oziroma v modelu stalnih cen 0%, kar pa ne pomeni, da denarni tok ne bo naraščal, ampak da je donosnost novih investicij enaka strošku kapitala. Zaradi nenehnih konkurenčnih pritiskov je razumno pričakovati, da na dolgi rok stopnja donosnosti investicije ne more neprestano presegati stroškov kapitala.

POSTOPEK OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA

37

Postopek ocenjevanja podjetja ROLET d.o.o.

- ☐ Ocenjevanja vrednosti lastniškega kapitala podjetja smo se lotili na naslednji način:
 - ☐ Priprava projekcije poslovanja je potekala na javno dostopnih podatkih o poslovanju družbe v preteklih leti.
 - ☐ Projekcije poslovanja smo pripravljene za obdobju od 31.12.2020 do 31.12.2024 ter izračunali proste denarne tokove.
 - ☐ Projekcija ocenjevanja je bila pripravljena na podlagi "Top-down" pristopa (pristop od zgoraj navzdol). Gre za tristopenjski proces, ki združuje analize makro okolja, panoge in podjetja samega.
 - ☐ Projekcije poslovanja so bile pripravljene z vidika **večinskega lastnika družbe**, ki lahko sprejeme odločitev o optimalni (ciljni) strukturi kapitala.
 - ☐ V naslednji fazi smo izračunali diskontno stopnjo na podlagi dejavnikov tveganja in stroškov kapitala in jo uporabili za izračun sedanje vrednosti prostih denarnih tokov.
 - ☐ Sedanji vrednosti prostih denarnih tokov smo prišteli finančne naložbe ter odšteli finančne obveznosti.
 - ☐ Na ta način smo dobili oceno vrednosti za večinskega lastnika ob predpostavki popolne likvidnosti.
 - ☐ Ker je predmet ocenjevanja večinski lastniški delež nekotirajoče družbe smo uporabili ustrezen diskont za pomanjkanje tržljivosti.

POSTOPEK OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA – Določitev diskontne stopnje

□ Z diskontno mero se v postopku diskontiranja v sedanjo vrednost pretvarja niz bodočih denarnih zneskov. Diskontna mera je lahko zahtevana mera donosnosti lastniškega kapitala ali pa povprečni tehtani strošek kapitala, odvisno od uporabljene metode diskontiranja denarnih tokov, ki lahko predstavlja denarni tok celotnem kapitalu ali pa denarni tok lastniškemu kapitalu. V postopku ocenjevanja vrednosti podjetja ROLET d.o.o. sem uporabil tako imenovan indirektni pristop diskontiranega denarnega toka oziroma denarni tok celotnemu kapitalu, pri katerem se kot diskontni faktor uporablja povprečni tehtani stroške kapitala (WACC).

□ **Zahtevana stopnja donosnosti lastniškega kapitala**

□ Za določitev zahtevane stopnje donosnosti lastniškega kapitala sem uporabili CAPM metodo (Capital Asset Pricing Model) po kateri se zahtevana stopnja donosnosti lastniškega kapitala določi po naslednji formuli:

$$Re = rf + \beta * (rm - rf) + rs + rc + ru$$

r_f = netvegana stopnja donosnosti

$(r_m - r_f)$ = premija za kapitalsko tveganje

β = beta (mera sistematičnega tveganja družbe)

r_s = premija za majhnost podjetja

r_c = premija za deželna tveganja

r_u = premija za posebna dodatna tveganja ocenjevanega podjetja

□ r_f = netvegana stopnja donosnosti

□ **Netvegana mera donosnosti znaša 2,5%.**

□ Netvegana stopnja donosa temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic, ker vključujejo pribitek za časovno komponento (v normalnih razmerah – t.j. večino časa je donosnost do dospelja dolgoročnih obveznic istega izdajatelja višja kot za krajše ročnosti), hkrati pa imajo zelo nizko tveganje izostanka plačil, visoko unovčljivost.

□ Podlaga za določitev netvegane stopnje donosa je donos ob dospelju (YTM) izbrane dolgoročne državne obveznice na datum vrednotenja. Nominalna netvegana mera donosa je izračunana na podlagi donosa ob dospelju (YTM) za dolgoročno 10-letno nemško državno obveznico. Razlog za izbor 10-letne nemške državne obveznice za referenčno netvegano obrestno mero je v tem, da državna obveznica z zapadlostjo 10 let ustreza dolgoročnejšemu značaju naložb v lastniški kapital. Poleg tega so obrestne mere dolgoročnejših obveznic podvržene manjšim nihanjem kot kratkoročne obveznice.

□ Netvegano mero donosa smo ocenili v višini 2,5%, kot izhaja iz International Valuation Handbook 2019, Duff & Phelps (2019), (Guide to Cost of Capital), kjer je za osnovo uporabljena normalizirana nemška netvegana mera donosa (izračunana na podlagi dolgoletnega povprečja z metodami normalizacije). Netvegana stopnja donosa temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic, ker vključujejo pribitek za časovni horizont.

POSTOPEK OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA – Določitev diskontne stopnje

39

$(r_m - r_f) =$ **premija za kapitalsko tveganje**

- Tržna premija za tveganje znaša 5,3 %.
- Premija za kapitalsko tveganje je stopnja donosa, ki jo naložbenik dodatno zahteva nad netvegano stopnjo donosa, če namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v bolj tvegane naložbe (v tem primeru podjetja). Premija za kapitalsko tveganje se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med stopnjo donosa določene standardne košare navadnih delnic (npr. S&P 500) in netvegano stopnjo donosa. Premija za kapitalsko tveganje dejansko odraža ceno tveganja, ki jo investitorji plačajo za naložbo v lastniški vrednostni papir, ki ima enako stopnjo tveganja kot trg v povprečju. Upoštevajoč makroekonomski položaj in aktualna dogajanja na svetovnih trgih smo določili pribitek za kapitalsko tveganje za ocenjevano družbo v višini 5,3 %. (vir: International Valuation Handbook 2019).

□

β = **beta (mera sistematičnega tveganja družbe)**

- Koefficient beta je mera sistematičnega tveganja, to je tveganja ki ga z razpršitvijo naložb ni mogoče odpraviti. Beta izraža odnos med variabilnostjo mere donosa posamezne delnice in variabilnostjo mere donosa tržnega portfelja. Če je njena vrednost večja od 1, je naložba v lastniški kapital tega podjetja bolj tvegana, kot naložba v lastniški kapital povprečnega podjetja. Obratno velja, če je beta nižja od 1.
- Za koefficient beta velja, da ima podjetja po posameznih panogah zelo podobne vrednosti. Zato smo za podjetje ROLET d.o.o. upoštevali nezadolženo beto za panoge »Homebuilding«, ki za evropska podjetja znaša 1,04. Podatke sem dobili iz baze Aswath Damodarana in se nanašajo na začetek januarja 2020 (<http://pages.stern.nyu.edu/adamodaran/>).
- Lastniki podjetja pa imajo poleg poslovnega tveganja, ki pomeni stopnjo negotovosti, da se bo prihodnji dobiček iz poslovanja realiziral v načrtovanem obsegu in času, še finančno tveganje. Gre za tveganje povezano z zadolženostjo podjetja, saj je podjetje, ki ima veliko finančnega dolga bolj tvegano od podjetja, ki nima finančnega dolga. Panožno beto sem prilagodil stopnji zadolženosti in davčnem ščitju, ki ga uporablja podjetje, s Hamadovo formulo.
- Napoved prostega denarnega toka pomeni denarni tok za obvladujočega lastnika, ki lahko spremeni tudi stopnjo zadolženosti, da se približa **optimalni ciljni panožni založenosti**, kot izhaja iz primerljivih evropskih podjetij, kjer znaša razmerje med tržno vrednostjo dolga in kapitala **8,31 %**
- Glede na klasifikacijo in opis dejavnosti ocenjevanega podjetja je uporaba panoge „Homebuilding“ primerna, saj so prihodki družbe povezani s to dejavnostjo, kljub temu, da se družba ne ukvarja neposredno s to dejavnostjo.

POSTOPEK OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA – Določitev diskontne stopnje

- Beto z zadolženostjo smo izračunali z upoštevanjem trenutne zadolženosti in davčne stopnje 19 %, tako da smo pri nadaljnjih izračunih upoštevali **betu v višini 1,11**

- $\beta_l = \beta_u * [1 + (1 - t) * (D/E)]$

r_c = premija za deželno tveganje

- Ker smo uporabili nemško obveznico kot netvegano mero donosa, smo v izračunu upoštevali pribitek za deželno tveganje v višini 1,34 % (vir: Damodaran 2019).

Dodatna premija za posebna tveganja

- Premijo za posebna tveganja upoštevamo v višini 5 %, kar je povezano z tveganjem odhoda ključne osebe v podjetju.

POSTOPEK OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA – Določitev diskontne stopnje

40

Dodatna premija za velikost znaša 4,99 %.

- Ocenjevana družba je majhna v primerjavi s podjetji, ki kotirajo na mednarodnih borzah in na podlagi katerih je določen pribitek za kapitalsko tveganje, pri čemer investitorji praviloma zahtevajo višje donosnosti za naložbe v manjša podjetja v primerjavi z velikimi podjetji, zato se pri določitvi zahtevane stopnje donosa upošteva tudi pribitek za tveganje majhnega podjetja, ki predstavlja razliko med donosom majhnih in donosom velikih podjetij.
- Pri določitvi pribitka smo izhajali iz podatkov iz Valuation Handbook Duff & Phelps (2019). Investitorji zahtevajo višjo stopnjo donosa za vlaganja v majhna podjetja. Premija za majhnost v obravnavanem primeru znaša 4,99 %. In je bila uporabljena tako, da smo uporabili izsledke iz študije CRSP za podjetja s tržno kapitalizacijo v 10. delilu.
- Po velikosti tržne kapitalizacije ocenjena vrednosti podjetja ROLET d.o.o. spada v deseti decil, kjer znaša pribitek za velikost 4,99 %, kot je razvidno iz spodnje tabele.

	Decile 1	Decile 2	Decile 3	Decile 4	Decile 5	Decile 6	Decile 7	Decile 8	Decile 9	Decile 10
Min Market Cap - Decile (mio USD)	31.090	13.142	6.618	4.312	2.688	1.669	993	515	230	1,9
Max Market Cap - Decile (mio USD)	1.061.355	30.542	13.100	6.614	4.311	2.685	1.668	993	515	
The Size Premium for CRSP Decile (rounded) 31.12.2019	-0,28%	0,50%	0,73%	0,79%	1,10%	1,34%	1,47%	1,59%	2,22%	4,99%

POSTOPEK OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA – Določitev diskontne stopnje

42

Zahtevano stopnjo donosnosti lastniškega kapitala družbe ROLET d.o.o. smo ocenili v višini 19,6 %.

Re: $Re = 2,5 \% + 1,11 * 5,2 \% + 1,34 \% + 4,99 \% + 5 \% = 19,6 \%$

☐ Zahtevana stopnja donosnosti dolžniškega kapitala

Zahtevana stopnja donosnosti dolžniškega kapitala znaša 5 %

☐ Zahtevano stopnjo donosnosti dolžniškega kapitala smo ocenili glede na trenutno stanje na finančnih trgih in podatke o obrestnim merah po katerih bi se podjetje lahko zadolžilo.

POSTOPEK OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETJA – WACC

43

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala po modelu CAPM

Beta brez zadolženosti	=	1,04	Beta brez zadolženosti za panogo "Homebuilding"
Načrtovano razmerje dolg / lastniški kapital	=	8%	Povprečna panožna zadolženost
Načrtovana davčna stopnja	=	19%	Veljavna davčna stopnja
Beta z zadolženostjo	=	1,11	Lastni izračun
Netvegana mera donosa	=	2,5%	Valuation Handbook 2019, Duff & Phelps 2019, dolgoročno povprečje
Pribitek za kapitalsko tveganje	=	5,2%	Valuation Handbook 2019, Duff & Phelps 2019
Beta z zadolženostjo podjetja	=	1,11	
Pribitek za deželno tveganje	=	1,34%	Damodaran 2019
Pribitek za majhnost podjetja	=	4,99%	Pribitek za majhnost podjetja po Valuation Handbook, Duff & Phelps (2019)
Pribitek za druga tveganja	=	5,0%	Specifična tveganja družbe.

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	=	19,6%	Izračun po CAPM modelu
--	----------	--------------	-------------------------------

Zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala	=	5,0%	Strošek dolga
--	----------	-------------	----------------------

Davčna stopnja podjetja	=	19,0%	Veljavna davčna stopnja.
% dolga v celotnem kapitalu	=	7,7%	Razmerje določeno na osnovi povprečne panožne zadolženosti
% lastniškega kapitala v celotnem kapitalu	=	92,3%	Razmerje določeno na osnovi povprečne panožne zadolženosti

Tehtano povprečje stroškov kapitala	=	18,4%	Izračun WACC
--	----------	--------------	---------------------

PROJEKCIJE POSLOVANJA

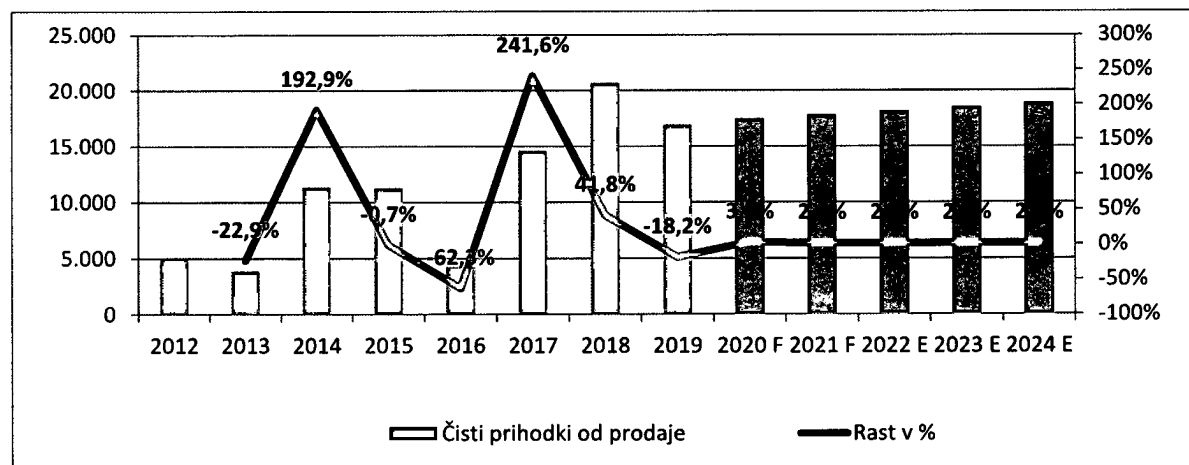
- Projekcije poslovanja so pripravljene za obdobje do konca leta 2024.
- Projekcije poslovanja so pripravljene na **osnovi javno dostopnih podatkov** o preteklem poslovanju družbe.
- Pri oceni vrednosti smo izhajali iz analize nerevidiranih računovodskih izkazov družbe ROLET d.o.o. v obdobju od 2012 do 2019.
- Projekcije poslovanja temeljijo na značilnostih **poslovanja ocenjevanega podjetja** in ugotovitev iz **analiza preteklega poslovanja podjetje**, analize makroekonomskega okolja in trendov.
- Menimo, da upoštevane finančne projekcije vključujejo smiselna pričakovanja glede bodočega gibanja rasti prihodkov in stroškov. Kljub temu pa poudarjamo, da lahko v prihodnosti pride do nepričakovanih dogodkov, ki lahko materialno vplivajo na bodoče poslovanje in jih v času ocenjevanja vrednosti nismo mogli predvideti. Ker finančne projekcije temeljijo na predpostavkah glede gibanja določenih parametrov v prihodnosti, le-te vedno vključujejo določen delež negotovosti in subjektivnosti.
- Projekcije poslovanja so bile pripravljene z vidika **večinskega lastnika družbe**.
- Ocena vrednosti je pripravljena ob **predpostavki nespremenjenega poslovanja in delujočega podjetja**. To se pravi na osnovi podjetja, ki je usmerjeno v maksimiranje vrednosti in ki bo nadaljevalo s poslovanjem v dogledni prihodnosti, pri tem pa niso upoštevani učinki morebitnih sinergij s strani potencialnega investitorja, saj bi to že vključevalo elemente investitorjeve vrednosti.
- Podrobnejši prikaz projekcij poslovanja je prikazan v nadaljevanju. Vsi navedeni podatki so v **nominalnih kategorijah** in v valuti **EUR**.

PROJEKCIJE POSLOVANJA – Prihodki od prodaje

45

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 F	2021 F	2022 E	2023 E	2024 E
Čisti prihodki od prodaje	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943	17.451	17.800	18.156	18.519	18.890
Rast v %		-22,9%	192,9%	-0,7%	-62,3%	241,6%	41,8%	-18,2%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

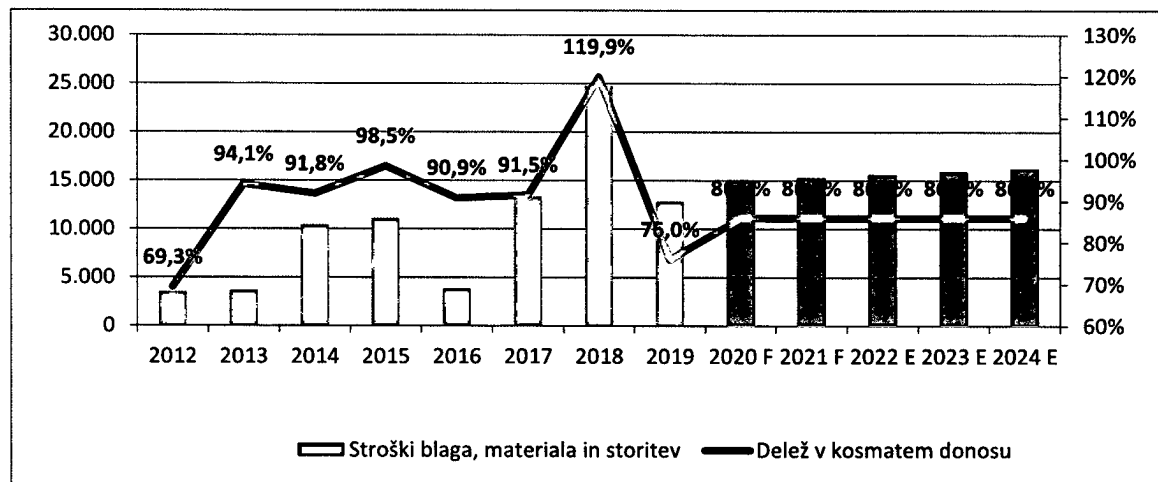
- Podjetje v obdobju od 2012 do 2019 izkazuje spremenljive čiste prihode od prodaje, najvišji so bili v letu 2018 v višini 20.711 EUR, najnižji pa leta 2013 v višini 3.895 EUR. V let 2018 so se prihodki od prodaje zvišali za 41,8%, v letu 2019 pa so se znižali za 18,2 %.
- V letu 2020 ocenjujemo rast prihodkov na nivoju 3 % letno ter od leta 2020 naprej 2 % letno.



PROJEKCIJE POSLOVANJA – Stroški blaga materiala in storitev

□ STROŠKI BLAGA MATERIALA IN STORITEV

- Delež stroškov nabavne vrednosti blaga in stroški porabljenega materiala v prihodkih od prodaje se je v preučevanem obdobju gibal od 16,3 % v letu 2013 do 90,0 % v letu 2008.
- Stroški storitev so drugi najvišji poslovni odhodek družbe. Delež stroškov storitve v prihodkih od prodaje se je v preučevanem obdobju gibal od 17,1 % v letu 2019 do 77,9 % v letu 2013. Nižji strošek storitev v letu 2019 je verjetno tudi posledica stroškov dela, ki so v letu 2019 prvič nastali in znašali 9,2 % prihodkov od prodaje.
- Delež stroškov blaga, materiala in storitev v prihodkih od prodaje je preučevanem obdobju znašal od 69,3 % v letu 2012 do 119,9 % v letu 2018
- V obdobju projekcije predvidevamo, da bo delež stroškov blaga materiala in storitev v kosmatem donosu znašal 86 %.



PROJEKCIJE POSLOVANJA – Stroški dela, Amortizacija, drugi poslovni prihodki in odhodki

47

☐ **STROŠKI DELA**

☐ V obdobju projekcije predvidevamo da se stroški dela povečujejo 2 % letno. V obdobju pred letom 2019 podjetje ni imelo nobenih stroškov dela.

☐ **AMORTIZACIJA**

☐ Delež **stroškov amortizacije v prihodkih od prodaje** se je v preučevanem obdobju gibal od 2,9 % v letu 2012 do 4,7 % v letu 2016.

☐ Ocenjena amortizacija v obdobju projekcije je določena v višini 450 EUR.

☐ **DRUGI POSLOVNI ODHODKI**

☐ Drugih poslovnih odhodkov ne upoštevamo.

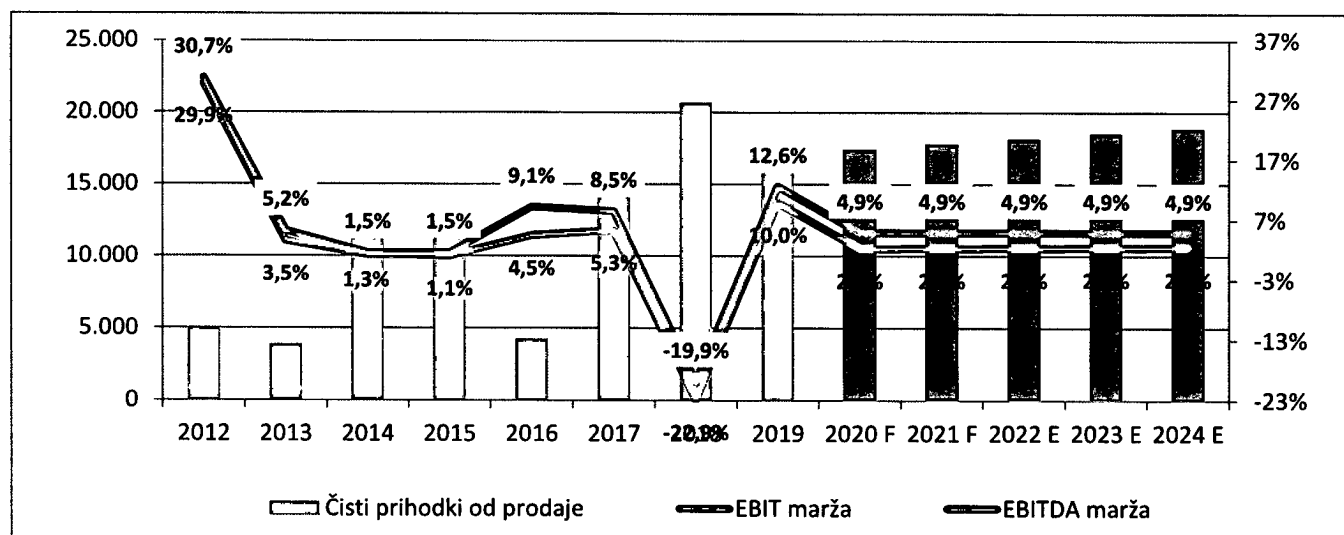
☐ **ODPISI OBRATNIH SREDSTEV**

☐ Odpis obratnih sredstev v obdobju projekcije ni predviden.

PROJEKCIJE POSLOVANJA –EBIT in EBITDA marža

□ EBITDA IN EBIT marža

- Podjetje je v opazovanem obdobju realiziralo EBITDA maržo od - 19,9 % v letu 2018 do 14,5 % v letu 2019, ter EBIT maržo od -22,9 % v letu 2018 do 11,9 % v letu 2019.
- Podjetje je v preučevanem obdobju poslovalo s čistim dobičkom, razen v letu 2018, ko je podjetje ustvarilo 4.744 EUR čiste izgube. Profitna marža je v preučevanem obdobju znašala od -22,9 % v letu 2018 do 10,3 % v letu 2019.
- Ocenjujemo, da bo podjetje do konca obdobja projekcije doseglo EBITDA maržo v višini 4,9 % in EBIT maržo v višini 2,5 %. Na podlagi analize preteklega poslovanja je dolgoročna EBITDA in EBIT marža višja od EBITDA in EBIT marže preteklega poslovanja v letih od 2014, 2015 in 2018 ter nižja od EBITDA marže v letih 2017 in 2019. Dolgoročne EBITDA marža je približno na nivoju, ki jo je družba v preteklem obdobju dosegla v primeru, da iz povprečja izločimo zadnji dve leti in leto 2012.
- Ocenjujemo, da to predstavlja dolgoročni potencial, ki bi ga družba morala doseči.



OCENJEVANJE VREDNOSTI – Projekcija poslovanja

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020(F)	2021(F)	2022(E)	2023(E)	2024(E)
Čisti prihodki od prodaje	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943	17.451	17.800	18.156	18.519	18.890
<i>Rast v %</i>		-22,9%	192,9%	-0,7%	-62,3%	241,6%	41,8%	-18,2%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Kosmatij donos iz poslovanja	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943	17.451	17.800	18.156	18.519	18.890
Stroški blaga, materiala in storitev	3.502	3.667	10.478	11.157	3.885	13.371	24.841	12.881	15.008	15.308	15.614	15.927	16.245
<i>Delež v prihodkih od prodaje</i>	69,3%	94,1%	91,8%	98,5%	90,9%	91,5%	119,9%	76,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%
Nabavna vrednost prodanega blaga in stroški porabljenega materiala	1.064	634	5.742	8.060	1.696	7.068	18.773	9.980	10.471	10.680	10.894	11.112	11.334
<i>Delež v prihodkih od prodaje</i>	21,1%	16,3%	50,3%	71,1%	39,7%	48,4%	90,6%	58,9%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Stroški storitev	2.438	3.033	4.736	3.097	2.189	6.303	6.068	2.901	4.537	4.628	4.721	4.815	4.911
<i>Delež v prihodkih od prodaje</i>	48,2%	77,9%	41,5%	27,3%	51,2%	43,2%	29,3%	17,1%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Stroški dela	0	0	0	0	0	0	0	1.561	1.592	1.624	1.657	1.690	1.723
<i>Delež v prihodkih od prodaje</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Amortizacija	43	65	22	50	200	456	604	442	450	450	450	450	450
<i>Delež v prihodkih od prodaje</i>	0,9%	1,7%	0,2%	0,4%	4,7%	3,1%	2,9%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
Prev.posl.odh. (OOS, NDS)	0	0	0	0	0	0	0	317	0	0	0	0	0
Odpisi obratnih sredstev	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi poslovni odhodki	0	25	759	0	0	0	0	49	0	0	0	0	0
Odhodki iz poslovanja	3.545	3.757	11.259	11.208	4.085	13.827	25.445	15.250	17.050	17.382	17.721	18.066	18.419
EBIT	1.509	138	150	121	191	780	-4.734	1.693	401	418	435	453	471
<i>EBIT marža</i>	29,9%	3,5%	1,3%	1,1%	4,5%	5,3%	-22,9%	10,0%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,5%
EBITDA	1.552	203	172	171	391	1.236	-4.130	2.135	851	868	885	903	921
<i>EBITDA marža</i>	30,7%	5,2%	1,5%	1,5%	9,1%	8,5%	-19,9%	12,6%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%

OCENJEVANJE VREDNOSTI – Investicije v prilagojen obratni kapital, Davčna stopnja, CAPEX

□ INVESTICIJE V PRILAGOJEN OBRATNI KAPITAL

- **Prilagojen obratni kapital** je izračunan kot vsota zalog, kratkoročnih poslovnih terjatev in aktivnih časovnih razmejitev, zmanjšan za kratkoročne poslovne obveznosti in kratkoročne pasivne časovne razmejitve.
- Podjetje je v preučevanem obdobju od 2012 do 2019 poslovalo z **prilagojenim obratnim kapitalom**, ki je znašal od – 19,6 % prihodkov od prodaje v letu 2013 do 26,7 % prihodkov od prodaje v letu 2012. V letih 2018 in 2019 je prilagojen obratni kapital negativen in je znašal -9,1 % in -3,8 % prihodkov od prodaje. V teh dveh letih je prišlo tudi do visoke rast terjatev do kupcev, ki jih je podje financiralo z rastjo poslovnih obveznosti, v letu 2018 je bilo še več obveznosti do dobaviteljev, v letu 2018 pa obveznosti iz poslovanja do drugih. V letih 2015 in 2017 ko podjetje še ni izkazovalo tako visokega obsega terjatev do kupcev je obratni kapital znašal 14,8 % in 12,8 %.
- Ocenjujemo, da podjetje za normalno poslovanje potrebuje določena denarna sredstva v višini 15 % prihodkov od prodaje.
- Ocenjujemo, da je ustrezen prilagojen obratni kapital v obdobju projekcije v višini 3 % prihodkov od prodaje, iz česar sledi, da podjetje posluje z določenim primanjkljajem prilagojenega obratnega kapitala.

	31. 12. 2020	31. 12. 2021	31. 12. 2022	31. 12. 2023	31. 12. 2024
Prihodki od prodaje	17.451	17.800	18.156	18.519	18.890
<i>v % od prihodkov od prodaje</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
Prilagojen obratni kapital	524	534	545	556	567
Sprememba prilagojenega obratnega kapitala	1.167	10	11	11	11

□ INVESTICIJE V OSNOVNA SREDSTVA (CAPEX)

- Investicije v opredmetena osnovna sredstva ocenjujemo v višini amortizacije, kar pomeni 450 EUR letno.

□ Davčna stopnja

- Davčna stopnja je upoštevana v višini 19 %, kot izhaja iz veljavne zakonodaje.

□ Presežna denarna sredstva

- Ocenjujemo, da podjetje za normalno poslovanje potrebuje določena denarna sredstva v višini 15 % prihodkov od prodaje.
- Presežna denarna sredstva na datum ocenjevanja znašajo 3.749 EUR

OCENJEVANJE VREDNOSTI – DOLOČITEV PRIBITKOV IN ODBITKOV

50

VRSTE PRIBITKOV IN ODBITKOV

- Namen pribitkov in odbitkov je prilagoditev osnovne vrednosti, ki sem jo dobil pri uporabi posameznih metod ocenjevanja. Osnovna vrednost izhaja iz metode ocenjevanja, ki jo uporabljamo.
- Poznamo dve vrsti pribitkov in odbitkov:
- Pribitki in odbitki povezani z **bistvom podjetja**, ki je predmet ocenjevanja vrednosti (po navadi jih uporabimo v okviru diskontnega faktorja). To so:
 - prilagoditev za ključno osebo
 - prilagoditev za ekološka tveganja
 - prilagoditev za ostala tveganja
- Pribitki in odbitki povezani z **značilnostmi lastnikov podjetja**, ki je predmet ocenjevanja (vedno jih uporabimo kot končno prilagoditev ocenjene vrednosti) so:
 - pribitek za obvladovanje oziroma odbitek za neobvladovanje
 - odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti oziroma odbitek zaradi nelikvidnosti
- Skupna značilnost teh pribitkov in odbitkov je, da zahteva njihova uporabo jasno opredeljeno osnovno vrednost, ki jo prilagodimo z uporabo pribitkov oziroma odbitkov.

NIVOJI OSNOVNE VREDNOSTI

- Osnova za uporabo pribitkov in odbitkov, ki so povezani z značilnostmi lastnikov ocenjevanega podjetja, je poznavanje osnovne vrednosti. Poznamo različne osnovne vrednosti:

□ iracionalna vrednost (»irrational value«)	→ neracionalni kupec	→ vsebuje neracionalno premijo
□ vrednost za naložbenika	→ strateški kupec	→ vsebuje strateško premijo
□ vrednost za obvladujočega lastnika	→ hipotetični kupec	
□ vrednost za manjšinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti	→ hipotetični kupec	
□ vrednost za manjšinskega lastnika na netržljivi osnovi	→ hipotetični kupec	
- Glede na določitev osnovne vrednosti, ki izhaja iz načina in predpostavk ocenjevanja vrednosti, se smiselno uporabljajo pribitki oz odbitki za pomanjkanje kontrole in pribitki oziroma odbitki za pomanjkanje tržljivosti.

ODBITEK ZA POMANJKANJE OBVLADOVANJA

- Pribitki za obvladovanje in odbitki za neobvladovanje so vezani glede na velikost deleža, ki ga ocenjujemo. Raven obvladovanja v podjetju v veliki meri določa tudi raven tržljivosti oziroma likvidnosti lastniškega deleža v podjetju, zato je treba pri ocenjevanju vrednosti podjetja analizirati vidik obvladovanja, preden se lotimo analiziranja tržljivosti oziroma likvidnosti.
- Elementi, ki vplivajo na nivo obvladovanja so:
 - možnost imenovanja in zamenjave managementa družbe,
 - možnost imenovanja in zamenjave nadzornega sveta družbe,
 - določitev denarne kompenzacije managementa,
 - določitev strateških in operativnih ciljev,
 - nakup in prodaja premoženja družbe,
 - izbira kupcev in dobaviteljev,
 - nakup/prodaja lastnih delnic,
 - določitev dividendne politike,
 - prodaja družbe ali dela družbe,
 - sprememba statuta družbe ali
 - preprečitev vseh zgoraj naštetih pravic.
- Strateški investitorji so pripravljeni zaradi možnih sinergijskih učinkov plačati še dodatno sinergijsko premijo, ki pa ne vpliva na velikost pribitka za kontrolo.
- Vse navedene odločitve na razliko v vrednosti vplivajo predvsem v tem smislu, da imajo večinski lastniki večjo možnost vplivanja na denarni tok podjetja, razlika v vrednosti pa nastane, če imajo večinski lastniki dostop do večjega dela denarnega toka kot jim pritiče glede na njihov lastniški delež. Te razlike so običajno manjše pri javnih delniških družbah, ki so bolj transparentne in morajo zagotoviti enako obravnavo delničarjev. Toliko večje pa so razlike lahko pri lastniško zaprtih podjetjih z enim prevladujočim lastnikom in večjim številom majhnih, močno razpršenih lastnikov.
- **Empirične podatke**, ki lahko predstavljajo merilo za opredelitev premij in diskontov, dajejo raziskave z ameriškega trga kapitala in sicer
 - premije, plačane za prevzeme podjetij, v primerjavi s cenami delnic teh podjetij na aktivnem trgu kapitala
 - odstotki diskontov, ki jih beležijo transakcije manjšinskih deležev v primerjavi s čisto vrednostjo sredstev.

OCENJEVANJE VREDNOSTI – DOLOČITEV PRIBITKOV IN ODBITKOV – Odbitek za pomanjkanje kontrole

53

ODBITEK ZA POMANJKANJE OBVLADOVANJA

- **Pribitek za obvladovanje** je določen na podlagi empiričnih raziskav (Mergerstat Control Premium Study) na ameriškem trgu, ki spremljajo kako se gibljejo pribitki, plačani v prevzemih podjetij, v primerjavi s cenami delnic teh podjetij pred objavo prevzema podjetja.
- Pribitki se gibljejo različno glede na obdobje pred objavo prevzema po posameznih letih. V spodnji tabeli prikazujem gibanje povprečnih pribitkov po posameznih letih od 1985 do 2007. Mediana letnih median pribitkov v prikazanem obdobju znaša 30,1 %.
- **Odbitek za pomanjkanje obvladovanja ne upoštevamo, saj je predmet ocenjevanja večinski delež, projekcija poslovanja pa je narejena za obvladujočega lastnika.**

STUDIJA PRIBITKA ZA OBVLADOVANJE		
Leto	Pribitek za obvladovanje	Odbitek za neobvladovanje
	mediana	
1985	27,7%	21,7%
1986	29,9%	23,0%
1987	30,8%	23,5%
1988	30,9%	23,6%
1989	29,0%	22,5%
1990	32,0%	24,4%
1991	29,4%	22,7%
1992	34,7%	25,8%
1993	33,0%	24,8%
1994	35,0%	25,9%
1995	29,2%	22,6%
1996	27,3%	21,4%
1997	27,5%	21,6%
1998	30,1%	23,1%
1999	34,8%	25,7%
2000	41,1%	29,1%
2001	40,5%	28,8%
2002	34,4%	25,6%
2003	31,6%	24,0%
2004	23,4%	19,0%
2005	24,1%	19,4%
2006	23,1%	18,8%
2007	24,7%	19,8%
Aritmetična sredina	30,6%	23,3%
Mediana	30,1%	23,1%

Vir: Mergerstat Review 2008.

OCENJEVANJE VREDNOSTI – DOLOČITEV PRIBITKOV IN ODBITKOV – Odbitek za pomanjkanje tržljivosti

ODBITEK ZA POMANJKANJE TRŽLJIVOSTI

- Tržljivost je zmožnost takojšnjega preoblikovanja lastniškega deleža v denar z najmanjšimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in veliko verjetnostjo, da bomo denar od prodaje v najkrajšem času pridobili. Pri napovedi prostih denarnih tokov in diskontne stopnje z vidika večinskega lastnika, dobimo ocenjeno vrednosti podjetje na za polno tržni večinski delež. Pri ocenjevanju vrednosti podjetja z uporabo metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzo, sem izračunano ocenjeno vrednost podjetja, ki je temeljila na drugi osnovni vrednosti (vrednost za manjšinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti), povečali za pribitek za obvladovanje in dobili ocenjeno vrednost z vidika večinskega lastnika za polno tržni lastniški delež.
- Podjetje ROLET d.o.o. ni tržno podjetje. Zato moramo pri oceni vrednosti upoštevati odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ker je prodaja takšnih lastniških deležev, povezana z večjimi stroški, saj je pretvorba lastniškega deleža v denar povezana z dodatnimi stroški. Odbitek za pomanjkanje tržljivosti je povezan tudi z ravno obvladovanja, saj je večinske deleže praviloma lažje prodati, kot manjšinske.
- Elementi, ki vplivajo na nivo tržljivosti so:
 - pravica prodaje pod vnaprej znanimi pogoji
 - zgodovina izplačevanja dividend
 - potencialni kupci
 - velikost lastniškega deleža (večinski, manjšinski)
 - dostopnost informacij
- pogodbeno določila (omejitve pri prodaji)
- Določitev odbitka za pomanjkanje tržljivosti dobimo iz dveh skupin raziskav na ameriškem trgu kapitala:
 - Raziskavah delnic z **omejeno pravico razpolaganja** (Restricted Stock Studies). Pri tej raziskavi se primerja cena delnic, ki niso prosto prenosljivi, z delnicami istih podjetij s katerimi se trguje na borzi. Obema vrstama delnic pripadajo enake pravice, razlika v ceni delnice pa je prisotna zaradi nižje likvidnosti delnic, ki niso prosto prenosljive.
 - Delnice z omejitvijo prenosljivosti so delnice javnih delniških družb, s katerimi se v skladu s pravilom SEC (Securities and Exchange Commission) 144 ne sme trgovati na borzi. V vseh ostalih pogledih (dividende, glasovalne pravice ipd.) pa so te delnice enake delnicam teh istih družb, s katerimi se javno trguje na borzi. Čeprav trgovanje s temi delnicami na borzi ni dovoljeno, pa je vseeno dovoljeno določenim »kvalificiranim« investitorjem. Študije delnic z omejitvijo prenosljivosti tako temeljijo na tem, da primerjajo cene delnic z omejeno prenosljivostjo s cenami delnic na borzi na isti datum trgovanja ter na osnovi tega določijo višino diskonta.
 - Problem te študije je, da je v primeru delnic z omejeno prenosljivostjo horizont netržljivosti znan (prepoved trgovanja poteče po vnaprej določenem roku) in investitorji vedo, kdaj bodo lahko delnice prodali na trgu.
 - Raziskavah **začetnih javnih ponudb (IPO)**. Pri tej raziskavi se primerja transakcije z istimi delnicami pred prvo javno ponudbo in po prvi javni ponudbi (po uvrstitvi na borzo). Izračunani diskonti za pomanjkanje likvidnosti so po teh raziskavah praviloma višji od raziskav delnic z omejeno pravico razpolaganja.
 - Prednost teh študij naj bi bila predvsem, da gre za dejansko primerjavo cen delnic v lastniško zaprtih podjetjih s cenami delnic istega podjetja, ki kotira na borzi, saj v času posamezne transakcije to podjetje še ni kotiralo na borzi, čeprav se je morda v času transakcije javna izdaja že pričakovala. Pomanjkljivost teh študij pa je, da ne gre za primerjavo cen delnic na isti datum, zato so lahko razlogi za razlike v cenah tudi druge. Nekatere študije zato prilagajajo cene delnic za morebitni vpliv sprememb v dobičku in splošnih tržnih razmerah.

OCENJEVANJE VREDNOSTI – DOLOČITEV PRIBITKOV IN ODBITKOV – Odbitek za pomanjkanje tržljivosti

55

ODBITEK ZA POMANJKANJE TRŽLJIVOSTI

- V spodnji tabeli smo odbitek za pomanjkanje tržljivosti prilagodili za posamezne elemente tržljivosti. Kot osnovo, oziroma najvišjo vrednost, odbitka za pomanjkanje tržljivosti smo vzeli odbitek za pomanjkanje tržljivosti v višini 43,5 %, kolikor znaša mediana odbitkov iz študij transakcij pred prvo javno ponudbo delnic (IPO).
- Odbitek za pomanjkanje tržljivosti ocenjujemo v višini 10 %.

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

Vir: Pratt, Reilly, Schweihs, Valuing a business:

The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies (4th Edition, 2000)

Studije transakcij pred IPO	Povprečni odbitek	Mediana odbitka
Transakcije 5 mesecev pred IPO		
Studija: Robert W. Baird & Company Studies		
Obdobje		
1980-1981	60,0%	66,0%
1985-1986	43,0%	43,0%
1987-1989	45,0%	45,0%
1989-1990	45,0%	40,0%
1990-1992	42,0%	40,0%
1991-1993	45,0%	44,0%
1994-1995	45,0%	45,0%
1995-1997	43,0%	42,0%
Povprečje	46,0%	45,6%
Mediana	45,0%	43,5%

Vir: Pratt, Reilly, Schweihs, Valuing a business:

The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies (4th Edition, 2000)

IZVID OCENE VREDNOSTI - Metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov

Podatki v EUR	2020 F	2021 F	2022 F	2023 F	2024 F	Normaliziran
Dobiček iz poslovanja zmanjšan za davke	325	339	353	367	382	382
Plus: Amortizacija	450	450	450	450	450	450
Minus: Investicije	450	450	450	450	450	450
Minus: Sprememba prilagojenega obratnega kapitala	1.167	10	11	11	11	11
Skupaj prosti denarni tok za celotni kapital	-842	328	342	356	370	370
WACC	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	
Diskontni faktor (dospetje na koncu obdobja)	0,844	0,712	0,601	0,507	0,428	0,428
Sedanja vrednost prostega denarnega toka	-710	234	205	181	159	980
Vsota sedanje vrednosti prostega denarnega toka v obdobju napovedi	68					
Preostala rast	2,0%					
Preostala vrednost	2.290					
Sedanja vrednost preostale vrednosti	980					
Ocenjena vrednost investiranega kapitala za 100 % lastniški delež iz poslovne dejavnosti	1.048					
Plus: Dolgoročne finančne naložbe	0					
Plus: Kratkoročne finančne naložbe	0					
Plus: Dolgoročne poslovne terjatve	0					
Plus: Presežek denarja	3.749					
Plus: Vrednost poslovno nepotrebne premoženja	0					
Minus: Kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti	72					
Ocenjena tržna vrednost 100 % lastniškega kapitala družbe na obvladujoči in tržljivi osnovi	4.725					
Minus: Odbitek za pomanjkanje tržljivosti	10%					
Ocenjena tržna vrednost 100 % lastniškega deleža na obvladujoči in omejeno tržljivi osnovi v EUR	4.252					

IZVID OCENE VREDNOSTI - Metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov

57

- **Metoda sedanje vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov** izhaja iz teoretičnega vidika, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh bodočih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in stopnjo tveganja, ki je povezana s tem, da bo donos realiziran.
- Pri ocenjevanju preučevanega podjetja sem uporabili posredni pristop, oziroma denarni tok celotnemu kapitalu. Projekcija denarni tokov je narejena za **večinskega lastnika podjetja**. Ocena vrednosti je pripravljena ob **predpostavki nespremenjenega poslovanja in delujočega podjetja**. To se pravi na osnovi podjetja, ki je usmerjeno v maksimiranje vrednosti in ki bo nadaljevalo s poslovanjem v dogledni prihodnosti, pri tem pa niso upoštevani učinki morebitnih sinergij s strani potencialnega investitorja, saj bi to že vključevalo elemente investitorjeve vrednosti.
- Projekcije poslovanja temeljijo na značilnostih **poslovanja ocenjevanega podjetja** in ugotovitev iz **analiza preteklega poslovanja podjetja**, analizo makroekonomskega okolja in trendov.
- **Ocenjujemo, da bo podjetje do konca obdobja projekcije doseglo EBITDA maržo v višini 4,9 % in EBIT maržo v višini 2,5 %. Na podlagi analize preteklega poslovanja je dolgoročna EBITDA in EBIT marža višja od EBITDA in EBIT marže preteklega poslovanja v letih od 2014, 2015 in 2018 ter nižja od EBITDA marže v letih 2017 in 2019. Dolgoročne EBITDA marža je približno na nivoju, ki jo je družba v preteklem obdobju dosegla v primeru, da iz povprečja izločimo zadnji dve leti in leto 2012. Ocenjujemo, da to predstavlja dolgoročni potencial, ki bi ga družba morala doseči.**
- Ocenjujemo, da je ustrezen prilagojen obratni kapital v obdobju projekcije v višini 3 % prihodkov od prodaje, iz česar sledi, da podjetje posluje z določenim primanjkljajem prilagojenega obratnega kapitala na dan 31.12.2019.
- Investicije v opredmetena osnovna sredstva ocenjujemo v višini amortizacije, kar pomeni 450 EUR letno.
- Ocenjeni prosti denarni tok smo diskontirali z diskontno stopnjo **18,5 %**, v obdobju do konca leta 2024. Preostala vrednost je bila na podlagi ocene možnosti rasti v panogi ocenjena ob upoštevanju, da se normaliziran prosti denarni tok povečuje z 2% stopnjo rasti.

- Na osnovi dejstev, predpostavk ter metod ocenjevanja, ki so navedene v poročilu, podajamo naše mnenje o oceni tržne vrednosti lastniškega kapitala družbe ROLET d.o.o.

Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala podjetja ROLET, d.o.o., na podlagi prikazanih predpostavk, z uporabo na donosu osnovanem načinu ocenjevanja vrednosti podjetja, z uporabo metode diskontiranja prostih denarnih in znaša za 100 % delež lastniškega kapitala družbe ROLET d.o.o., na dan 31.12.2009, na obvladujoči in omejeno tržljivi osnovi, znaša :

4.252 EUR

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

SKLEPNE UGOTOVITVE OCENJEVANJA – KONČNI SKLEP O OCENI VREDNOSTI PODJETJA

59

- ☐ Na osnovi dejstev, predpostavk ter metod ocenjevanja, ki so navedene v poročilu, podajamo naše mnenje o oceni tržne vrednosti 100 % lastniškega kapitala podjetja ROLET d.o.o.
 - ☐ Končni sklep o oceni vrednosti je podan z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki redne likvidacije podjetja.
 - ☐ Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala z uporabo na donosu zasnovanega načina ocenjevanju z uporabo metode diskontiranega denarnega toka znaša 4.252 EUR.

- ☐ Ocenjena tržna vrednost podjetja Rolet d.o.o. na podlagi prikazanih predpostavk, na sredstvih zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti podjetja, z uporabo metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki redne likvidacije podjetja, za 100 % lastniški delež v lastniškem kapitalu ROLET d.o.o., na dan 31.12.2019, na obvladujoči in omejeno tržljivi osnovi, znaša:

4.433 EUR.

ROMAN JERMAN

Sodni izvedenec za vrednotenje podjetij



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

IZJAVA O OCENJEVANJU VREDNOSTI PODJETJA

Pri svojem najboljšem poznavanju in prepričanju izjavljam, da:

- ☐ so v poročilu prikazani podatki in informacije preverjeni v skladu z možnostmi ter prikazani in uporabljeni v dobri veri, da so točni;
- ☐ so prikazane moje osebne analize, mnenja in sklepi, ki so omejeni samo s predpostavkami in omejevalnimi okoliščinami, opisanimi v tem poročilu;
- ☐ nimam navedenih sedanjih oziroma prihodnjih interesov glede imetja, ki je predmet tega poročila in nimam osebnih interesov ter nisem pristranski glede oseb, ki jih ocena vrednosti zadeva;
- ☐ plačilo za moje storitev v zvezi z ocenitvijo vrednosti ni vezano na vnaprej določeno vrednost predmeta ocenjevanja vrednoti ali doseganje dogovorjenega izida ocenjevanja vrednoti ali pojava kakršnegakoli poslovnega dogodka, ki bi bil posledica analiz, mnenj in sklepov tega poročila;
- ☐ nisem osebno pregledal imetja podjetja, ki je predmet tega ocenjevanja vrednosti;
- ☐ mi pri izdelovanju analiz in ocenjevanja vrednosti nihče ni dajal pomembne strokovne pomoči;
- ☐ so moje analize, mnenja in sklepi oblikovani ter to poročilo sestavljeno v skladu s Hierarhijo standardov ocenjevanja vrednosti, Slovenskimi poslovno finančnim standardom in Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti in zahtevami kodeksa poslovne etike.
- ☐ sem sposoben zagotoviti objektivno in nepristransko ocenjevanje vrednosti;

ROMAN JERMAN

Sodni izvedenec za vrednotenje podjetij



PREDPOSTAVKE IN OMEJEVALNE OKOLIŠČINE

60

Glavne predpostavke in omejevalne okoliščine pri ocenjevanju vrednosti so:

- ☐ Ocenjevalec vrednosti se je pri analizi zanašal na javno dostopne podatke brez neodvisne preveritve ali potrditve le-teh ter podatke, ki smo jih prejeli od podjetja. Prav tako ne izdajamo nobenega mnenja ali druge oblike zagotovitve glede pravilnosti teh podatkov.
- ☐ Pri oceni vrednosti smo izhajali iz analize nerevidiranih računovodskih izkazov družbe Rolet d.o.o. v obdobju od 2012 do 2019.
- ☐ Ocena tržne vrednosti opreme s strani sodnega izvedenca zaradi nematerialnosti ni bila izdelana, kar predstavlja omejevalno okoliščino tega poročila.
- ☐ Struktura zapadlosti kratkoročnih poslovnih terjatev do kupcev, izpostavljenost do posameznih kupcev ter informacija in morebitnih terjatvah, ki bi lahko bile problematične, nam niso poznane. Informacije smo poskušali pridobiti od podjetja, vendar jih nismo prejeli. Nepoznavanje strukture terjatev do kupcev in izpostavljenosti do posameznih kupcev predstavlja omejevalno okoliščino tega poročila.
- ☐ Ker temeljijo finančne projekcije na predpostavkah glede gibanja določenih parametrov v prihodnosti, le-te vedno vključujejo določen delež negotovosti. Poudarjamo, da lahko v prihodnosti pride do nepričakovanih dogodkov, ki lahko materialno vplivajo na bodoče poslovanje in jih v času ocenjevanja vrednosti nisem mogel predvideti.
- ☐ Ocene, izračuni in mnenja v tem poročilu so uporabni le za v tem poročilu določen namen in datum ocenjevanja.
- ☐ Ne razpolagamo z informacijami o poslovno nepotrebnem premoženju družbe.
- ☐ Velja le s strani izvajalca podpisan originalni izvod poročila.

POJASNILO KRATIC IN DEFINICIJE

- AČR - Aktivne časovne razmejitve.
- PČR - Pasivne časovne razmejitve.
- KFN - Kratkoročne finančna naložbe.
- SBMS - Stroški blaga materiala in storitev.
- OOS - Opredmetena osnovna sredstva.
- NDS - Neopredmetena dolgoročna sredstva.
- Obratni kapital - Znesek za katerega kratkoročna sredstva (zaloge + terjatve iz poslovanja + kratkoročne finančne naložbe + denarna sredstva + aktivne časovne razmejitve) presegajo kratkoročne obveznosti iz poslovanja (kratkoročne obveznosti iz poslovanja + pasivne časovne razmejitve).
- Prilagojen obratni kapital - Obratni kapital pri katerem ne upoštevno denarnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb.
- Finančni dolg - Kratkoročne obveznosti iz financiranja + dolgoročne obveznosti iz financiranja.
- Neto dolg - Finančni dolg zmanjšan za kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva.
- EBITR - Dobiček iz poslovanja.
- EBIT marža - Dobiček iz poslovanja deljeno s kosmatim donosom iz poslovanja.
- EBITDA - Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo.
- EBITDA marža - Razmerje med EBITDA in kosmatim donosom iz poslovanja.
- Profitna marža - Čisti dobiček deljeno s čistimi prihodki od prodaje.

- D/E - Razmerje med finančnim dolgom (knjigovodsko, tržno) in lastniškim kapitalom (knjigovodsko, tržno).
- ROE - Donosnost kapitala. Čisti dobiček deljeno s knjigovodsko (tržno) vrednostjo lastniškega kapitala.
- ROA - Donosnost sredstev. Čisti dobiček deljeno s celotnimi sredstvi.
- ROIC - Donosnost investiranega kapitala. Čisti dobiček deljeno z vsoto knjigovodske (tržne) vrednosti lastniškega kapitala in finančnega dolga.
- Kapitalni koeficient - Razmerje med vsoto opredmetenih osnovnih sredstev in neopredmetenih osnovnih sredstev ter prihodki od prodaje.
- Dodana vrednost na zaposlenega - Dodana vrednost na zaposlenega oziroma produktivnost se izračuna, tako da se od kosmatega donosa od poslovanja odštejejo stroški blaga materiala in storitev ter drugi poslovni odhodki, nato pa se ta znesek deli s povprečnim številom zaposlencev na podlagi delovnih ur v obračunskem obdobju.
- MVIC - Tržna vrednost investiranega kapitala, izračunana kot tržna vrednost lastniškega kapitala plus vrednost neto finančnega dolga
- YTM - Donosnost do dospelja obveznice.

IZKAZ USPEHA - NEPRILAGOJEN

63

Izkaz poslovnega izida v EUR	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.
v tisoč EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Čisti prihodki od prodaje	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943
Sprememba vrednosti zalog	0	0	0	0	0	0	0	0
storitve	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0	0	0	0
Kosmati donos iz poslovanja	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943
Nabavna vrednost prodanega blaga in stroški porabljenega materiala	1.064	634	5.742	8.060	1.696	7.068	18.773	9.980
Stroški storitev	2.438	3.033	4.736	3.097	2.189	6.303	6.068	2.901
Stroški dela	0	0	0	0	0	0	0	1.561
Amortizacija	43	65	22	50	200	456	604	442
Prev.posl.odh. (OOS, NDS)	0	0	0	0	0	0	0	317
Odpisi obratnih sredstev	0	0	0	1	0	0	0	0
Drugi poslovni odhodki	0	25	759	0	0	0	0	49
EBIT	1.509	138	150	121	191	780	-4.734	1.693
EBIT marža	0,5%	3,5%	1,3%	1,1%	4,5%	5,3%	-22,9%	10,0%
EBITDA	1.552	203	172	171	391	1.236	-4.130	2.135
EBITDA marža	4,4%	5,2%	1,5%	1,5%	9,1%	8,5%	-19,9%	12,6%
Finančni prihodki	0	0	0	0	0	0	0	16
Finančni odhodki	0	2	0	15	0	0	10	0
Drugi prihodki	0	0	0	0	0	0	0	12
Drugi odhodki	0	0	0	1	17	0	0	170
Celotni poslovni izid	1.509	136	150	105	174	780	-4.744	1.551
Davek iz dobička	272	23	26	22	30	315	0	122
Odloženi davki	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisti poslovni izid	1.237	113	124	83	144	465	-4.744	1.429
profitna marža	7,7%	2,9%	1,1%	0,7%	3,4%	3,2%	-22,9%	8,4%

Vir: Ajpes in podatki od družbe

IZKAZ USPEHA - PRILOGOJEN

Izkaz poslovnega izida v EUR	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.
v tisoč EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Čisti prihodki od prodaje	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943
Sprememba vrednosti zalog	0	0	0	0	0	0	0	0
storitve	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0	0	0	0
Kosmati donos iz poslovanja	5.054	3.895	11.409	11.329	4.276	14.607	20.711	16.943
Nabavna vrednost prodanega blaga in stroški porabljenega materiala	1.064	634	5.742	8.060	1.696	7.068	18.773	9.980
Stroški storitev	2.438	3.033	4.736	3.097	2.189	6.303	6.068	2.901
Stroški dela	0	0	0	0	0	0	0	1.561
Amortizacija	43	65	22	50	200	456	604	442
Prev.posl.odh. (OOS, NDS)	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisi obratnih sredstev	0	0	0	1	0	0	0	0
Drugi poslovni odhodki	0	25	759	0	0	0	0	49
EBIT	1.509	138	150	121	191	780	-4.734	2.010
EBIT marža	0,5%	3,5%	1,3%	1,1%	4,5%	5,3%	-22,9%	11,9%
EBITDA	1.552	203	172	171	391	1.236	-4.130	2.452
EBITDA marža	4,4%	5,2%	1,5%	1,5%	9,1%	8,5%	-19,9%	14,5%
Finančni prihodki	0	0	0	0	0	0	0	16
Finančni odhodki	0	2	0	15	0	0	10	0
Drugi prihodki	0	0	0	0	0	0	0	12
Drugi odhodki	0	0	0	1	17	0	0	170
Celotni poslovni izid	1.509	136	150	105	174	780	-4.744	1.868
Davek iz dobička	272	23	26	22	30	315	0	122
Odloženi davki	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisti poslovni izid	1.237	113	124	83	144	465	-4.744	1.746
profitna marža	7,7%	2,9%	1,1%	0,7%	3,4%	3,2%	-22,9%	10,3%

Vir: Ajpes in podatki od družbe

BILANCA STANJA

63

IZKAZ STANJA V EUR	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.	Ne Rev.
	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dolgoročna sredstva	86	22	0	950	750	1.212	1.037	779
Neopredmetena sredstva in DAČR	0	0	0	0	0	0	0	0
Opredmetena osnovna sredstva	86	22	0	950	750	1.212	1.037	779
Kratkoročna sredstva	8.902	10.222	11.174	10.400	9.569	10.332	15.866	17.261
Zaloge	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne finančne naložbe	7.295	7.332	9.320	5.693	8.786	0	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	1.600	631	1.532	3.968	777	3.747	9.770	10.971
Denarna sredstva	7	2.259	322	739	6	6.585	6.096	6.290
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0	0
Skupaj sredstva	8.988	10.244	11.174	11.350	10.319	11.544	16.903	18.040
Kapital	8.737	8.850	8.974	9.058	9.204	9.669	4.924	6.354
Vpoklicani kapital	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500
Kapitalske rezerve	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerve iz dobička	62	68	74	78	78	78	78	78
Presežek iz prevrednotenja	0	0	0	0	0	0	0	0
Preneseni čisti poslovni izid	0	0	1.282	1.400	1.482	1.626	2.091	-1.224
Čisti poslovni izid poslovnega leta	1.175	1.282	118	80	144	465	-4.745	0
Rezervacije	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne obveznosti	251	1.394	2.200	2.292	1.114	1.874	11.978	11.686
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0	321	72
Kratkoročne poslovne obveznosti	251	1.394	2.200	2.292	1.114	1.874	11.657	11.614
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0	0	0	0
Skupaj obveznosti do virov sredstev	8.988	10.244	11.174	11.350	10.318	11.543	16.902	18.040

Vir: Ajpes in podjetje