

POROČILO O OCENI TRŽNE VREDNOSTI PODJETJA XYZ D.O.O.

KAZALO VSEBINE

Kaj je vrednost podjetja in katero vrednost ocenjujemo v poročilu	str. 03
Namen ocene vrednosti	str. 04
Metode ocene vrednosti	str. 04
Kako brati poročilo o oceni vrednosti podjetja	str. 05
Ključni kazalniki uspešnosti	str. 05
Slovar izrazov	str. 06
Osnovni podatki ocene vrednosti	str. 07
Viri informacij za oceno vrednosti	str. 07
Ključne predpostavke	str. 07
Profil podjetja	str. 08
Razpon ocene vrednosti	str. 09 
Uporabljene metode ocene vrednosti	str. 11
Ključni kazalnik 1: Rast prihodkov od prodaje	str. 13
Ključni kazalnik 2: EBITDA marža	str. 14
Ključni kazalnik 3: D/E razmerje	str. 15
Ključni kazalnik 4: ROE (Donosnost lastniškega kapitala)	str. 16
Ključni kazalnik 5: ROIC (Donosnost celotnega vloženega kapitala)	str. 17
Ključni kazalnik 6: NET CAPEX (Neto stopnja investicij)	str. 18
Ključni kazalnik 7: Obratni kapital	str. 19
Ključni kazalnik 8: D/EBITDA in Pokritost obresti	str. 20
Pravno obvestilo/Pravne opombe	str. 21
Priloge	str. 22

To poročilo je bilo ustvarjeno, da bi lastniku ali direktorju podjetja, podjetnikom, drugim svetovalcem ali potencialnim kupcem zagotovilo splošno oceno o poštenu tržni vrednosti ocenjevanega podjetja.

Ko je govora o »Vrednosti Podjetja« v tem poročilu, se le-ta nanaša na vrednost Lastniškega Kapitala.

Lastniški kapital je že po svoji definiciji razlika med sredstvi in obveznostmi. Sredstva so vse »stvari«, s katerimi podjetje opravlja svojo dejavnost (nepremičnine, stroji, oprema, denar na računu, še neplačane terjatve kupcev, morebitne finančne naložbe itd.), medtem ko so obveznosti na drugi strani vir, s katerim podjetje financira svoja sredstva. Poleg že omenjenega lastniškega kapitala, lahko podjetje financira svoja sredstva predvsem še s posojili (ter neplačanimi obveznostmi do dobaviteljev). Kapital je tehnično tudi obveznost, saj »mora« le-tega podjetje »vrniti« lastnikom oziroma delničarjem, vendar pa pri oceni vrednosti podjetja, kot obveznosti upoštevamo le tiste, ki jih mora podjetje vrniti drugim. **Da bi lahko ocenili tržno vrednost podjetja moramo najprej oceniti tržno vrednost sredstev (vrednost iz poslovanja + vrednost presežnih sredstev, ki jih podjetje ne potrebuje za redno poslovanje) ter nato tržno vrednost obveznosti, iz katerih lahko nato ocenimo tržno vrednost lastniškega kapitala.**

Za razumevanje oziroma razlago »vrednosti« podjetja je pomembno, da se zavedamo **obstoja dveh osnovnih tipov vrednosti:**

1. Tržna vrednost delujočega podjetja

Pri prvem se vsako podjetje pri ocenjevanju obravnava kot delujoče podjetje (angl. Going concern), kar pomeni, da se pri oceni vrednosti upošteva, da bo obravnavano podjetje nadaljevalo s svojim poslovanje v neskončnost in nima niti namena, niti potrebe po likvidaciji ali znatnem zmanjšanju obsega poslovanja. Prav tako se smatra, da kupec in prodajalec na trgu delujeta racionalno, neodvisno in brez prisile. Tržna vrednost predstavlja najverjetnejšo ceno na prostem trgu na določen datum. Tržna vrednost velja le na določen datum vrednotenja in je lahko popolnoma neustrezna za kakšen drug datum, saj se razmere na trgu konstantno in hitro spreminjajo.

2. Likvidacijska vrednost podjetja

Na drugi strani je Likvidacijska vrednost podjetja vrednost izračunana ob predpostavki likvidacije podjetja in ni enaka tržni vrednosti podjetja. Uporablja se praviloma takrat, ko imamo opravka s podjetjem, kjer je potencialno ogroženo nadaljnje poslovanje (vprašljiv going concern) ali kadar ocenjujemo podjetje, kjer materialno najpomembnejšo vrednost predstavljajo sredstva podjetja (nepremičninska podjetja ter holdingi), prav tako pa je ena izmed metod, ki se uporablja pri ocenjevanju vrednosti v povezavi s stečajnimi postopki. Pri ocenjevanju likvidacijske vrednosti podjetja se praviloma zahteva sodelovanje veliko drugih ocenjevalcev vrednosti, kot so ocenjevalci nepremičnin, strojev, opreme itd. Likvidacijska vrednost je lahko nižja ali višja od tržne vrednosti podjetja.

Poleg Vrednosti delujočega podjetja in Likvidacijske vrednosti poznamo še eno specifično vrednost, in sicer **»Investitorjevo vrednost«**. Investitorjeva ali naložbenikova vrednost je vrednost, ki jo je specifični kupec pripravljen plačati in je običajno višja od poštene tržne vrednosti, ker je specifični kupec za nakup izredno motiviran, saj v nakupu prepozna možne sinergije, možnosti razvoja blagovne znamke in druge dodane vrednosti, ki jih ostali investitorji ne prepoznavajo.

V poročilu sestavljena ocena vrednosti podjetja je ocena Tržne vrednosti delujočega podjetja in ne likvidacijska vrednost, niti investitorjeva vrednost. Ocena vrednosti je v poročilu predstavljena v obliki razpona ocene vrednosti (razpon, v katerem se nahaja poštna vrednost podjetja) ter najbolj verjetne vrednosti znotraj tega razpona.

2 NAMEN OCENE VREDNOSTI

V splošnem velja, da je potrebno pred pričetkom vrednotenja določiti njegov namen, saj različni nameni privedejo do različnih ocen vrednosti. Ključno je, da se prodajalec odloči, kaj je sprejemljivo zanj in kaj za potencialne kupce. Pri vrednotenju s strani prodajalca in s strani potencialnih kupcev vedno nastane konflikt interesa, saj prodajalec želi čim višjo ceno, (potencialni) kupci pa čim nižjo.

Razrešitev prej omenjenih konfliktov interesov je ocena vrednosti narejena neodvisno od kupcev in prodajalca, ki temelji na lastnostih in potencialu podjetja, ki je predmet vrednotenja.

Ocene se v mnogih primerih lahko razlikujejo od zneska, ki bi lahko bil realiziran ob prodaji na trgu zaradi. Dejanska cena dosežena v transakciji na trgu, lahko tudi odstopa od ocenjene tržne vrednosti zaradi različnih dejavnikov, kot so motivacije strank, pogajalske sposobnosti ali drugih dejavnikov, ki so specifični za posamezne transakcije.

3 METODE OCENE VREDNOSTI

V poročilu o oceni vrednosti sta uporabljeni metodi:

1. Metoda prostih denarnih tokov

Za namen ocene vrednosti je tržna vrednost, vrednost sedanjih in bodočih prostih denarnih tokov, saj s finančnega vidika velja, da je vrednost podjetja enaka sedanjim in bodočim koristim, ki jih prinaša lastništvo podjetja. Pri metodi prostih denarnih tokov brez upoštevanja zadolženosti upoštevamo, da bo podjetje nadaljevalo s poslovanjem v neskončnost. Za uporabo te metode je potrebno najprej prilagoditi poslovne rezultate podjetja ter ugotoviti vse denarne tokove podjetja, nato pa je potrebno še prek temeljev poslovanja in glede na panožne podatke oceniti prihodnji razvoj podjetja. V zaključku je potrebno oceniti še rizik podjetja oziroma stopnjo donosnosti kapitala, ki bi jo potencialni vlagatelji zahtevali za prevzem tveganja in naložbo v dano podjetje.

2. Metoda tržnih primerjav

Za oceno vrednosti se uporablja tudi metoda ocenjevanja vrednosti, ki temelji na tržnih primerjavah podobnih podjetij, katerih delice se prosto prodajajo na trgu. Na podlagi teh vrednosti je mogoče izračunati različne multiplikatoje, ki jih je na to mogoče uporabiti za namen vrednotenja (vrednost/dobiček, vrednost/EBITDA ipd.). Predpostavlja se, da v kolikor se podobna podjetja prodajajo za določen večkratnik poslovnega rezultata, naj bi bila vrednost ocenjevanega podjetja prav tako večkratnik tega poslovnega rezultata. Ker pa gre za podjetja, ki kotirajo na organiziranem trgu je njihove multiplikatorje potrebno prilagoditi za posamezne dejavnike (politično tveganje, makroekonomsko tveganje, velikost, specifično tveganje, ipd), da bi jih lahko nato uporabili za namen ocene vrednosti manjših zasebnih podjetij.

Z uporabo obeh omenjenih metod tako dobimo vrednost poslovanja podjetja, ki je bistvena za razumevanje vrednosti delujočih sredstev podjetja. Za dobiti končno vrednost lastniškega kapitala pa moramo omenjenim pridobljenim vrednostim prišteti še vrednost presežnih sredstev - sredstev, ki jih ima podjetje v lasti, vendar jih ne potrebuje za redno poslovanje (denar na računu, finančne naložbe, določena opredmetena sredstva, ki jih ne uporablja za poslovanje, kot so zemljišča, nepremičnine ipd.) ter odšteti še finančne obveznosti, ki jih podjetje dolguje bankam ali drugim posojilodajalcem.

KAKO BRATI POROČILO O OCENI VREDNOSTI PODJETJA

V poročilu pred vami so predstavljene ključne ugotovitve o stanju, potencialu in tržni vrednosti podjetja, ki je bilo predmet ocenjevanja. Na ravni podjetja je bil ocenjen potencial z vidika rasti prodaje in dobičkonosnosti ter identificirane morebitna težavna področja. Analiza je temeljila na izpolnjenem obrazcu na spletni strani Valuator.si s strani naročnika. Tekom analize, ki je predstavljena v nadaljevanju smo analizirali kako se podjetje primerja s podobnimi podjetji v panogi kjer deluje.

Dodatno smo uporabili zunanje in interne vire, ki so potrebni za izvedbo vrednotenja (diskontne stopnje, rasti residuala, panožne podatke, javne evidence ipd.). Na podlagi vseh zgoraj omenjenih virov informacij je bil nato ocenjen razpon poštene tržne vrednosti podjetja (lastniškega kapitala) oziroma najbolj verjetna ocena tržne vrednosti znotraj danega razpona.

KLJUČNI KAZALNIKI USPEŠNOSTI

Namen ključnih kazalcev uspešnosti (angl. Key Performance Indicators – KPI) je predvsem merjenje uspešnosti podjetja ter spremljanje sprememb skozi čas. To je še posebej pomembno v današnjem hitro spreminjajočem se poslovnem okolju.

Poznavanje ključnih kazalnikov uspešnosti ter njihovo redno preverjanje je zelo koristno za razumevanje splošne finančne in operativne situacije podjetja, ocene finančnega zdravja podjetja, druge potencialne in trende ter kritične situacije, ki jih je potrebno izboljšati.

Ključni kazalniki uspešnosti so bili izračunani na podlagi analize finančnih in drugih podatkov ocenjevanega podjetja ter so bili primerjani s podatki večjega števila primerljivih podjetij v panogi.

Če se kazalniki uporabljajo pravilno, lahko postanejo pomemben del strategije podjetja. Ti zagotavljajo bistvene informacije za pravilno sprejemanje odločitev ter hitrejše in učinkovitejše doseganje zastavljenih ciljev.

- **EBIT** – Dobiček iz poslovanja – Prikazuje dobičkonosnost poslovanja podjetja pred izidom iz financiranja in davki.
- **EBITDA** – Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo, odpisi, prihodki in odhodki iz financiranja ter davki (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – Prikazuje približek denarnega toka, ki ga ustvarja podjetja. Denarni tok je nato lahko uporabljen po željah lastnika (nove investicije, izplačilo dobička, ipd.)
- **D/EBITDA** – Finančni dolg glede na EBITDA – Kazalnik prikazuje sposobnost poplačila finančnih dolgov podjetja.
- **EV/EBITDA** – Vrednost podjetja glede na letni denarni tok iz poslovanja.
- **Obratni Kapital** – Vrednost zalog, terjatev in denarja zmanjšana za kratkoročne poslovne obveznosti. Obratni kapital predstavlja ob prihodkih in dobičkonosnosti eno najpomembnejših postavk podjetja, njegovo upravljanje pa je ključno za ohranjanje likvidnosti podjetja.
- **Tržna Vrednost** – Vrednost, ki bi jo ob prodaji na trgu lahko dosegli lastniki podjetja oziroma kapitala.
- **Presežna Sredstva** – So tista sredstva v lasti podjetja, ki bi jih podjetje lahko prodalo, pa bi kljub temu lahko normalno nadaljevalo s poslovanjem.
- **Finančne naložbe** – So naložbe kot so lastniški deleži v drugih podjetjih, ali dana posojila podjetja.
- **Multiplikator** – Večkratnik vrednosti z uporabo katerega lahko ocenimo vrednost podjetja. Največkrat se za to uporablja multiplikator EV/EBITDA.
- **CAPEX** – Investicijski izdatki. Izdatki za nakup ali obnovo nepremičnin, naprav, opreme in neopredmetenih sredstev oziroma vsi drugi izdatki, ki ustvarjajo dolgoročne koristi podjetju.
- **NOPLAT** – čisti dobiček iz poslovanja zmanjšan za prilagojen davek
- **Prosti denarni tok** – Predstavlja denar, ki ga podjetje ustvari po vseh stroških poslovanja ter izdatkih za investicije in vzdrževanje ali obračanje sredstev. Za razliko od dobička je prosti denarni tok merilo dobičkonosnosti, ki pa izključuje vse nedenarne odhodke, vendar pa vključuje vse odhodke za vzdrževanje opreme in drugih sredstev ter spremembo obratnega kapitala
- **WACC** – Tehtan povprečen strošek kapitala (Weighted Average Cost of Capital). Stopnja donosnosti kapitala, ki bi jo potencialni vlagatelji zahtevali za prevzem tveganja in naložbo v dano podjetje. Vključuje strošek lastniškega kapitala ter strošek finančnega dolga.
- **Makroekonomska prilagoditev** – Prilagoditev multiplikatorjev glede na rizičnost trgov oziroma držav. Prilagoditev je nujna v primeru, da ocenjevano podjetje deluje na trgih oziroma državah, ki imajo večjo rizičnost kot primeljiva borzna podjetja, ki so zajeta v vzorec
- **Prilagoditev glede na velikost** – Prilagoditev multiplikatorjev glede večjo rizičnost manjših mikro podjetij kot primeljivih večjih borznih podjetij zajetih v vzorec.
- **Prilagoditev glede na specifičnost** – Prilagoditev multiplikatorjev glede na večjo ali manjšo rizičnost določenih lastnosti ocenjevanega podjetja v primerjavi z borznimi podjetji zajetih v vzorec.
- **Diskont za Likvidnost** – Je ocena izgube vrednosti, ki se zgodi pri nelikvidnih predmetih ocene vrednosti kot so manjša podjetja, v primeru da jih želimo prodati na trgu.
- **Premija za Kontrolo** – Kaže povečanje vrednosti v kolikor gre za lastništvo v večinski lasti in s tem popolno kontrolo nad podjetjem.

7 OSNOVNI PODATKI OCENE VREDNOSTI

PREDMET OCENE VREDNOSTI	Predmet ocene vrednosti je večinski lastniški delež v velikosti 100,0% podjetja XY d.o.o.
DATUM OCENE VREDNOSTI	Ocena vrednosti je veljavna na dan zadnjih posredovanih finančnih podatkov. V primeru ocene vrednosti podjetja XY je to 31.12.2017.
DATUM IZDELAVE POROČILA	Poročilo je bilo izdelano v mesecu marcu 2019

8 VIRI INFORMACIJ ZA OCENO VREDNOSTI

Ključne informacije od katerih je odvisna natančnost najbolj verjetne ocene razpona v kateri se nahaja tržna vrednost predmeta vrednotenja, so bili pridobljeni preko obrazca, ki ga je izpolnil naročnik na spletni strani in kateri povzetek se nahaja v prilogah tega poročila.

Poleg prejetih informacij s strani naročnika smo za analizo ter sestavo ocene vrednosti in ključnih kazalnikov uspešnosti uporabili še makroekonomske podatke oziroma napovedi za gospodarstvo (vir: Eurostat - European office of statistics, Trading economics - tradingeconomics.com ter druge statistične urade za posamezne države) ter panožne podatke (vir: Prof. A. Damodaran, NYU Stern School of Business).

9 KLJUČNE PREDPOSTAVKE

- Podlaga je tržna vrednost delujočega podjetja (brez sinergij prevzemnika in brez ocene likvidacijske vrednosti sredstev). Predpostavlja se, da bo podjetje s poslovanjem še naprej delovalo v prihodnosti.
- Tekom sestave poročila nismo revidirali oziroma preverjali točnosti, popolnosti ali veljavnosti prejetih podatkov posredovanih s strani naročnika prek izpolnjenega in oddanega obrazca na spletni strani. Za sestavo poročila in posledične ocene se predpostavlja, da prejeti podatki odražajo dejanske finančne in druge podatke ocenjevanega podjetja. Natančnejši kot so prejeti podatki oziroma odgovori, natančnejše so sestavljene ocene.
- Ocena vrednosti je sestavljena na podlagi zadnjih javno dostopnih oziroma zadnjih posredovanih finančnih podatkih s strani naročnika. V kolikor je med datumom sestave poročila in datumom zadnjih posredovanih ali javno dostopnih podatkov precejšnja časovna razlika, je lahko ocenjena vrednost na dan vrednotenja neustrezna glede na sedanjo stanje podjetja.
- Pridobljena vrednost lastniškega kapitala le delno upošteva izgubo ključne osebe. Glede na odgovor v obrazcu, ki se nanaša na pomembnost ključne osebe, je prilagojena vrednost denarnih tokov, v kolikor pa obstaja nevarnost, da bi podjetje z odhodom trenutnega lastnika ali druge ključne osebe izgubilo vsa potrebna znanja, poslovne kontakte, ipd., ter novi lastnik ne bi bil sposoben nadomestiti omenjenih izgub, bi bilo v oceni vrednosti potrebno upoštevati še večji diskont za izgubo ključne osebe, ki v projekcijah trenutno ni bil upoštevan.

IME PODJETJA	XYX d.o.o.
SEDEŽ	Slovenija
DEJAVNOST	Nastanitvena in gostinska dejavnost. Dejavnost turizma in s tem povezanih storitev.
OPIS PODJETJA	Podjetje se ukvarja z najemom in nadaljnjo oddajo nastanitvenih obratov v turističen namen. Poleg tega drugim ponudnikom na slovenskem trgu nudi storitve povezane s tovrstno dejavnostjo, kot je upravljanje kapacitet, čistilni servisi ipd.
GEOGRAFSKI TRGI NA KATERIH USTVARJA PRIHODKE	Slovenija
PODJETJE NA TRGU DELUJE ŽE..	Med 5-10 let
POMEMBNOST KLJUČNE OSEBE	Srednja - 3 (od 1 do 10)
KONKURENCA	Podobno storitev/proizvod je mogoče dobiti tudi pri manjšemu večjem konkurentov

11 RAZPON OCENE VREDNOSTI

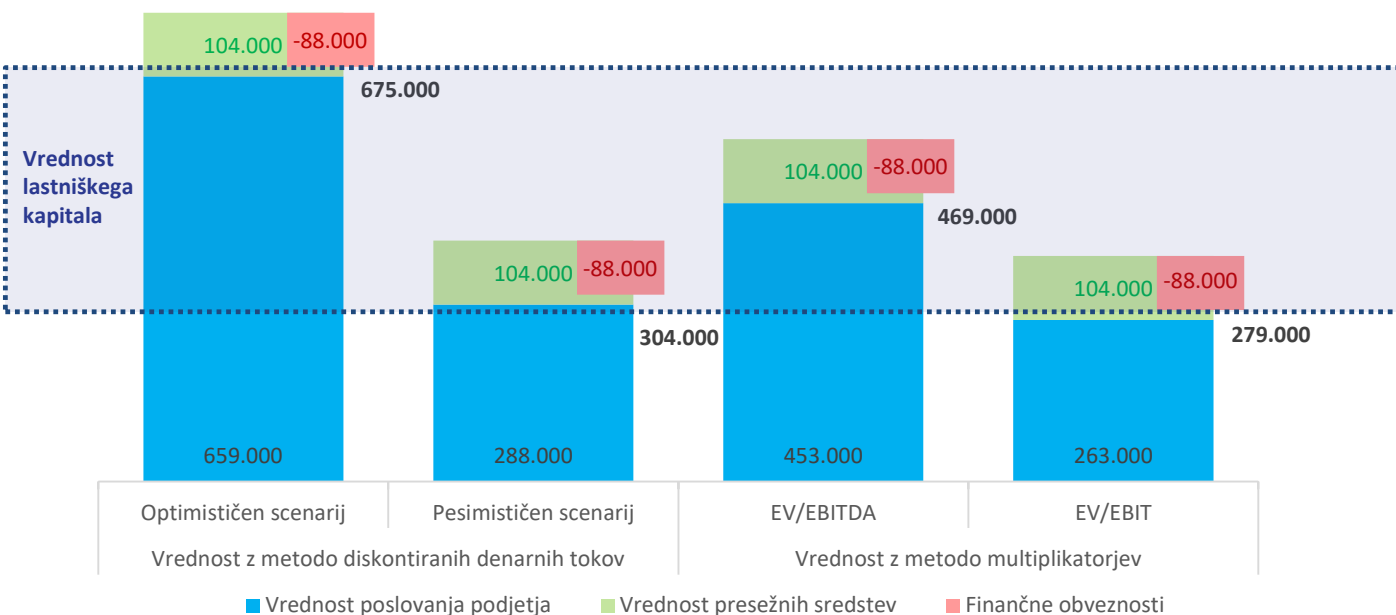
Ocenjena tržna vrednost 100,0% večinskega lastniškega deleža podjetja XYZ d.o.o., na dan 31.12.2018, znaša:

279.000 EUR

409.000 EUR

675.000 EUR

Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala podjetja znaša 409.000 EUR EUR.
Razpon ocene poštene vrednosti se giblje med 279.000 EUR in 675.000 EUR.



Ocenjena vrednost temelji na 4 ocenah vrednosti, ki temeljijo na 2 metodah vrednotenja:

- A – Metoda Prostega Denarnega Toka - Optimistični Scenarij (OPT)
- B – Metoda Prostega Denarnega Toka - Pesimistični Scenarij (PES)
- C – Metoda Tržnih Multiplikatorjev (EV/EBITDA)
- D – Metoda Tržnih Multiplikatorjev (EV/prihodki)

Najbolj verjetna tržna vrednost se nahaja v zgoraj ocenjenem razponu vrednosti. Končna vrednost transakcije (v primeru prodaje, dokapitalizacije, itd.) pa je odvisna o več dejavnikov. Npr. v primeru, da je potencialnih kupcev več, se tržna vrednost lahko približa zgornji meji razpona in obratno. Podobno velja, če ima podjetje posebno dobre/slabe pogoje za rast v prihodnje, kadar je podjetje lastnik unikatnih znanj, saj so v tem primeru kupci lahko pripravljene podjetju priznati večjo vrednost. Prav tako je pomemben faktor dejstvo, ali je ključna oseba lažje nadomestljiva, ali pa je ključna oseba bistvena za delovanje podjetja.

Razlaga vrednosti v grafu

Vrednost iz poslovanja

Je temeljna vrednost podjetja, saj je namen podjetij prav poslovanje in ustvarjanje dobička za lastnike, zato predstavlja ta vrednost najpomembnejšo vrednost večine podjetij.

- Vrednost poslovanja prikazuje kolikšna je vrednost vseh delujočih sredstev podjetja. **Pridobimo jo z uporabo dveh priznanih metod vrednotenja (metoda diskontiranih denarnih tokov brez upoštevanja zadolženosti in metoda multiplikatorjev), pri čemer uporabimo različne scenarije ali predpostavke znotraj določene izbrane metode.**
- Za oceno omenjene vrednosti je potrebno analizirati pretekle finančne podatke, napovedati najverjetnejši prihodnji razvoj podjetja ter bodoča tveganja. Ker je, kljub vsem prizadevanjem in natančnih analizah, prihodnji razvoj podjetja vedno neznan, je najboljša izbira za oceno vrednosti iz poslovanja, uporaba več različnih metod, scenarijev oziroma predpostavk, ki pa nedvoumno pripeljejo **do različnih vrednosti iz poslovanja, kar ustvari razpon potencialne poštene tržne vrednosti iz poslovanja.**
- Za končno oceno najverjetnejše poštene tržne vrednosti iz poslovanja uporabimo **tehtano povprečje** vseh dobljenih vrednosti znotraj razpona.

Vrednost presežnih sredstev

To so sredstva, ki jih ima podjetje v lasti, vendar niso nujna za redno poslovanje podjetja. Podjetje bi jih lahko prodalo, pa bi kljub temu lahko normalno nadaljevalo s poslovanjem. Običajno je to denar na bančnem računu podjetja, v določenih primerih pa tudi finančne naložbe, nepremičnine ali druga opredmetena sredstva, ki jih podjetje ne uporablja za svoje redno poslovanje.

- Različna podjetja imajo lahko enako vrednost iz poslovanja, a različno vrednost presežnih sredstev. Lastniki določenega podjetja si morda dobičke redno izplačujejo, pri drugem podjetju pa lahko lastniki denar iz pozitivnih denarnih tokov v zadnjih letih puščajo na bančnem računu podjetja. Čeprav sta obe podjetji enako uspešni v svojem poslovanju, pa ima drugo podjetje zaradi presežnega denarja na bančnem računu (ki ga prvo podjetje nima) večjo vrednost presežnih sredstev ter s tem večjo vrednost podjetja. V kolikor bi drugo podjetje presežna sredstva v naslednjem obdobju prodalo oziroma si jih izplačalo, bi bila vrednost obeh podjetij enaka.
- Vrednost presežnih sredstev pridobimo iz **podanih odgovorov** v obrazcu na spletni strani. V kolikor naročnik omenjenih odgovorov ne poda, vrednost presežnih sredstev ocenimo kot **knjigovodsko vrednost** denarnih sredstev, naložbenih nepremičnin, sredstev za prodajo ter finančnih naložb v bilanci stanja zadnjih prejetih finančnih podatkov.
- Vrednost presežnih sredstev je zato **v vseh scenarijih enako visoka.**

Finančne obveznosti

Finančne obveznosti so obveznosti, ki jih podjetje dolguje bankam oziroma drugim posojilodajalcem ter negativno vplivajo na končno vrednost lastniškega kapitala.

- **Za končno vrednost lastniškega kapitala je potrebno celotni vrednosti podjetja (vrednosti iz poslovanja in vrednosti presežnih sredstev) odšteti vrednost finančnih obveznosti.**
- Podjetja so lahko med seboj različno zadolžena oziroma imajo različen delež kapitala in dolga v svoji kapitalski strukturi. V primeru da se določeno podjetje v celoti financira iz kapitala lastnikov, je vrednost lastniškega kapitala enaka vsoti vrednosti iz poslovanja ter vrednosti presežnih sredstev. Po drugi strani bi moralo podjetje, ki je zadolženo pri bankah ali drugih posojilodajalcih, svoj dolg v prihodnosti povrniti, zato je za pridobitev ocene lastniškega kapitala takega podjetja potrebno vrednost celotnega kapitala zmanjšati za finančni dolg, ki ga ima podjetje na datum zadnjih prejetih finančnih podatkov.
- Vrednost finančnih obveznosti je zato **v vseh scenarijih enako visoka.**

Primer metode Prostih denarnih tokov brez upoštevanja zadolženosti – OPTIMISTIČNI SCENARIJ

	2019	2020	2021	2022	2023	Residual
Prihodki	1.319.000	1.436.000	1.559.000	1.663.000	1.842.000	2.008.000
Rast Prihodkov		7,6%	7,8%	6,2%	7,6%	9,0%
Predvideni EBITDA	96.000	113.000	130.000	154.000	176.000	171.000
EBITDA marža	6,9%	7,5%	8,1%	9,0%	9,6%	8,5%
Amortizacija	44.000	41.000	37.000	38.000	38.000	10.000
Predvideni EBIT	51.000	72.000	94.000	116.000	138.000	161.000
EBIT marža	3,9%	5,0%	6,0%	7,0%	7,5%	8,0%
Capex	70.000	64.000	58.000	59.000	59.000	16.000
Delež Capexa v prihodkih od prodaje	6,7%	6,2%	5,0%	3,6%	3,2%	0,8%
Delež Obratnega Kapitala v prihodkih od prodaje	-3,0%	-2,0%	-0,5%	0,5%	1,5%	1,5%
Davek	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Noplat	42.000	58.000	76.000	94.000	112.000	130.000
Amortizacija	44.000	41.000	37.000	38.000	38.000	10.000
Capex	70.000	64.000	58.000	59.000	59.000	16.000
Sprememba Obratnega Kapitala	1.000	12.000	22.000	17.000	19.000	2.000
Prosti denarni tok	15.000	23.000	33.000	56.000	71.000	122.000
Rast Residuala						1,8%
WACC	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	12,3%
Sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov	13.000	18.000	23.000	34.000	39.000	649.000
Diskont za Likvidnost						15,1%
Vrednost iz Poslovanja						659.000
Presežna Sredstva						71.000
Presežne Finančne Naložbe						33.000
Finančne in Potencialne Obveznosti						88.000
Vrednost Lastniškega Kapitala - Večinski Lastnik						675.000

- **Presežna Sredstva** – So tista sredstva v lasti podjetja, ki bi jih podjetje lahko prodalo, pa bi kljub temu lahko normalno nadaljevalo s poslovanjem.
- **CAPEX** – Investicijski izdatki. Izdatki za nakup ali obnovo nepremičnin, naprav, opreme in neopredmetenih sredstev oziroma vsi drugi izdatki, ki ustvarjajo dolgoročne koristi podjetju.
- **NOPLAT** – čisti dobiček iz poslovanja zmanjšan za prilagojen davek
- **Prosti denarni tok** – Predstavlja denar, ki ga podjetje ustvari po vseh stroških poslovanja ter izdatkih za vzdrževanje ali obračanje sredstev.
- **WACC** – Tehtan povprečen strošek kapitala (Weighted Average Cost of Capital). Vključuje strošek lastniškega kapitala ter strošek finančnega dolga.
- **Diskont za Likvidnost** – Je ocena izgube vrednosti, ki se zgodi pri nelikvidnih predmetih ocene vrednosti kot so podjetja, v primeru da jih želimo prodati na trgu.

Primer metode Tržnih multiplikatorjev - EV/EBITDA

		EV/EBITDA
Osnova (EBITDA)		96.000
Tržni Multiplikator		14,9
Prilagoditev - Makroekonomsko	-12,5%	-1,9
Prilagoditev - Velikost	-40,6%	-6,0
Prilagoditev - Specifičnost	-12,9%	-1,9
Prilagojen Multiplikator		5,1
Premija za Kontrolo	10,0%	49.000
Diskont za Likvidnost	15,1%	81.000
Vrednost Po Prilagoditvah		453.000
Presežna Sredstva		71.000
Presežne Finančne Naložbe		33.000
Finančne in Potencialne obveznosti		88.000
Vrednost Lastniškega Kapitala - Večinski Lastnik		469.000

- **Makroekonomska prilagoditev** – Prilagoditev multiplikatorjev glede na rizičnost trgov oziroma držav. Prilagoditev je nujna v primeru, da ocenjevano podjetje deluje na trgih oziroma državah, ki imajo večjo rizičnost kot primeljiva borzna podjetja, ki so zajeta v vzorec
- **Prilagoditev glede na velikost** – Prilagoditev multiplikatorjev glede večjo rizičnost manjših mikor podjetij kot primeljivih večjih borznih podjetij zajetih v vzorec.
- **Prilagoditev glede na specifičnost** – Prilagoditev multiplikatorjev glede na večjo ali manjšo rizičnost določenih lastnosti ocenjevanega podjetja v primerjavi z borznimi podjetji zajetih v vzorec.
- **Diskont za Likvidnost** – Je ocena izgube vrednosti, ki se zgodi pri nelikvidnih predmetih ocene vrednosti kot so podjetja, v primeru da jih želimo prodati na trgu.
- **Premija za Kontrolo** – Kaže povečanje vrednosti v kolikor gre za lastništvo v večinski lasti in s tem popolno kontrolo nad podjetjem.

a

KLJUČNI KAZALNIK 1: Rast prihodkov od prodaje

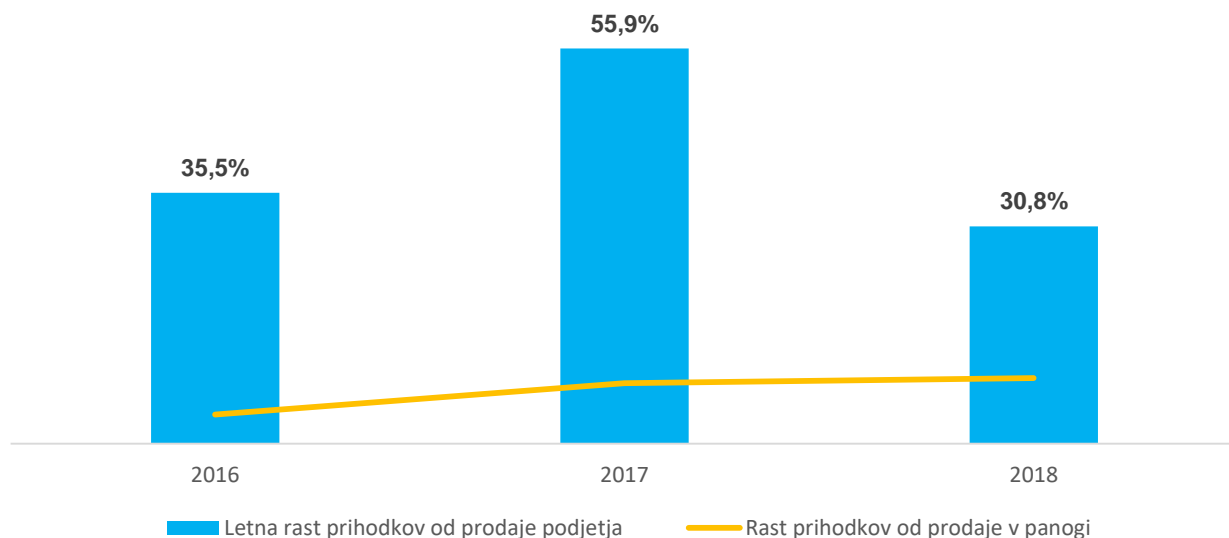
Vloga kazalnika

Povprečna letna stopnja rasti prihodkov od prodaje kaže **spodobnost podjetja pri opravljanju osnovne dejavnosti**.

Prihodki so osnovni cilj vsakega podjetja. Brez ustvarjanja prihodkov podjetje ne more poslovati dolgoročno, saj je vrednost investicije lastnikov v večini primerov omejena.

Želeno stanje: Za povečevanje vrednosti podjetja je pomemben pozitiven trend v zadnjih letih. Pomembno je, da podjetju prihodki dolgoročno rastejo vsaj na nivoju rasti v dejavnosti, v kateri deluje.

GIBANJE PRIHODKOV OD PRODAJE PODJETJA V ZADNJIH 3 LETIH



PRIMERJAVA RASTI PRIHODKOV S PANOGO



Podjetje raste **hitreje od povprečja v panogi**.

RAZLAGA KAZALNIKA

- V kolikor je **povprečna letna rast prihodkov podjetja višja kot v panogi**, podjetje z vidika povečevanja prodaje deluje **bolj uspešno** kot podobna podjetja v panogi.
- V kolikor temu ni tako, bi morali lastniki, ki imajo cilj povečevanja vrednosti podjetja, razmisliti o morebitni **spremembi strategije podjetja**.

b

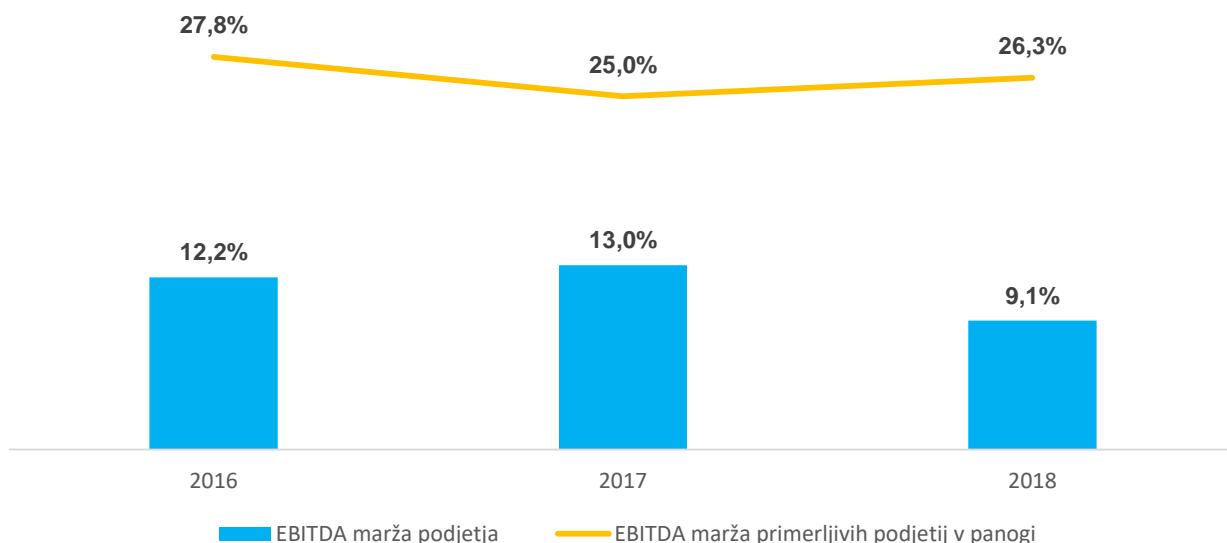
KLJUČNI KAZALNIK 2: EBITDA marža

Vloga kazalnika

EBITDA marža podjetja prikazuje dobičkonosnost osnovne dejavnosti podjetja.

Želeno stanje: Za povečevanje vrednosti podjetja je pomemben pozitiven trend v zadnjih letih. Dober pokazatelj je tudi, če EBITDA marža ostaja stabilna ob hkratnem višanju prihodkov podjetja, v kolikor pa podjetju uspe višati prihodke in EBITDA maržo hkrati, to nakazuje na določene konkurenčne prednosti podjetja v primerjavi z drugimi podjetji.

GIBANJE EBITDA MARŽE V ZADNJIH LETIH



PRIMERJAVA EBITDA MARŽE S PANOGO



Podjetje ima nižjo EBITDA maržo od povprečja v panogi.

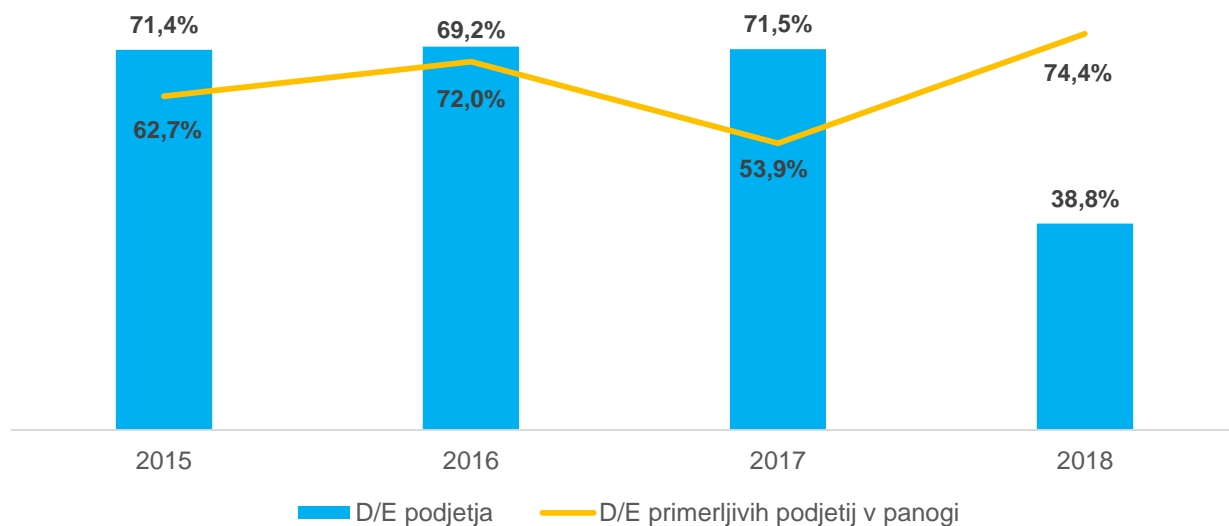
RAZLAGA KAZALNIKA

- V kolikor je marža **pozitivna** to pomeni, da podjetje v svoji osnovni dejavnosti ustvarja **pozitiven poslovni izid**.
- EBITDA marža je **koristen kazalnik pri primerjanju uspešnosti podjetja s poslovnimi rezultati drugih podjetij** v panogi. Višja marža pokaže, da je podjetje uspešnejše in dobičkonosnejše od drugih podjetij.

Vloga kazalnika

D/E prikazuje razmerje med višino finančnih obveznosti (D – debt) in višino kapitala (E – equity) v podjetju.

Želena stanje: Glede najugodnejšega razmerja kazalnika D/E ni univerzalnega pravila, predvsem je višina kazalnika odvisna od same panoge v katerem podjetje deluje. Najugodnejše razmerje D/E bi naj tako bilo nekje na ravni razmerja D/E drugih podjetij v panogi, splošno pravilo pa je, da je D/E, ki je višji od 1 obravnavan kot visok, primerna raven pa se giblje med 0 do 1. Z vidika čistega tveganja velja, da so nižje stopnje (50% ali manj) boljše, saj je treba obresti na dolg plačati ne glede na donosnost poslovanja. Po drugi strani pa tudi prenizko razmerje D/E ni najbolj ugodno za vrednost podjetja, saj je optimalno, da podjetja določen del rasti financirajo tudi z dolgom, ki je načeloma ugodnejši od lastniškega kapitala.

RAZMERJE D/E V ZADNJIH LETIH

PRIMERJAVA RAZMERJA D/E S PANOGO


Podjetje ima **nižje razmerje D/E** od povprečja v panogi.

RAZLAGA KAZALNIKA

- D/E prikazuje **finančno stabilnost podjetja**. V kolikor se D/E poviša preveč, to lahko nakazuje na to, da podjetje ne more več poplačevati svojih obveznosti. Podjetja, ki imajo visok D/E težko pridobivajo nove finančne vire s strani bank, kar omejuje njihov potencial financiranja novih projektov in s tem prihodnje rasti.

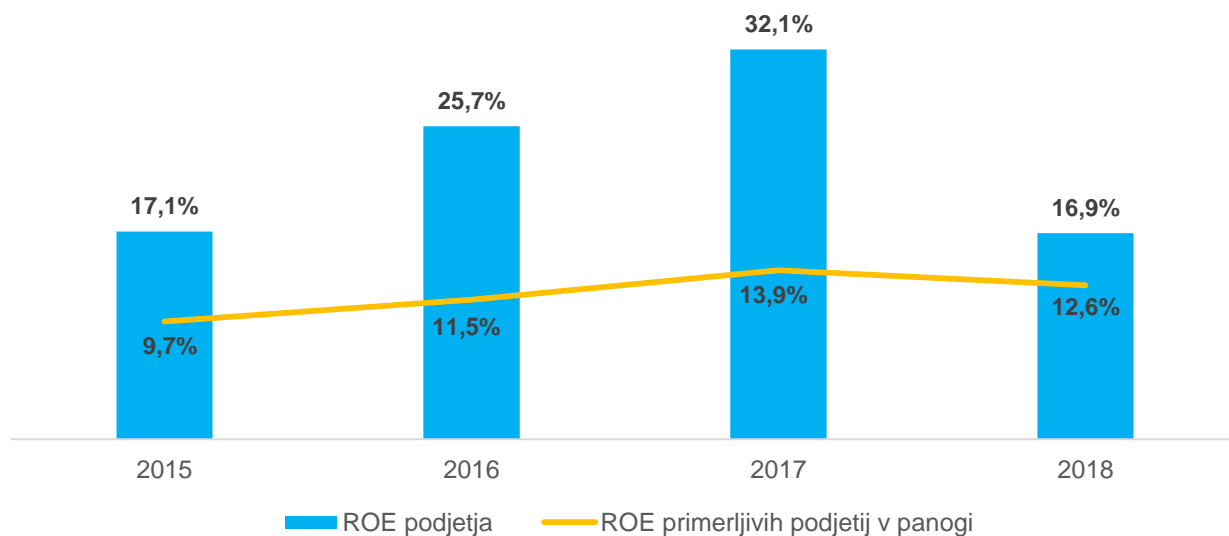
KLJUČNI KAZALNIK 4: ROE (Donosnost lastniškega kapitala)

Vloga kazalnika

ROE (Return on Equity) oziroma „Donosnost Lastniškega Kapitala“ je merilo finančne uspešnosti in prikazuje **kako učinkovito podjetje upravlja lastniški kapital za ustvarjanje dobička.**

Želena stanje: Kazalnik donosnosti kapitala je treba primerjati z drugimi podjetji v panogi. V kolikor je ta višji od drugih, to pomeni, da podjetje bolje upravlja vloženi lastniški kapital kot druga primerljiva podjetja. Na splošno bi lahko rekli, da je ROE nad 15% dober, pod 10% pa velja za slabšega, vendar pa je, kot omenjeno, kazalnik najbolj smiselno primerljati le med podjetji, ki delujejo v isti panogi in s podobno zadolžitvijo.

ROE V ZADNJIH LETIH



PRIMERJAVA ROE S PANOGO



Podjetje ima **višji ROE od povprečja v panogi.**

RAZLAGA KAZALNIKA

- Kazalnik je pomemben za lastnika ali potencialne investitorje, saj **prikazuje kak donos podjetje ustvarja z vsakim vloženim EUR lastnega kapitala.**
- V kolikor je ROE višji kot v panogi podjetje z vidika dobičkonosnosti deluje bolj uspešno kot podobna podjetja v panogi.

d

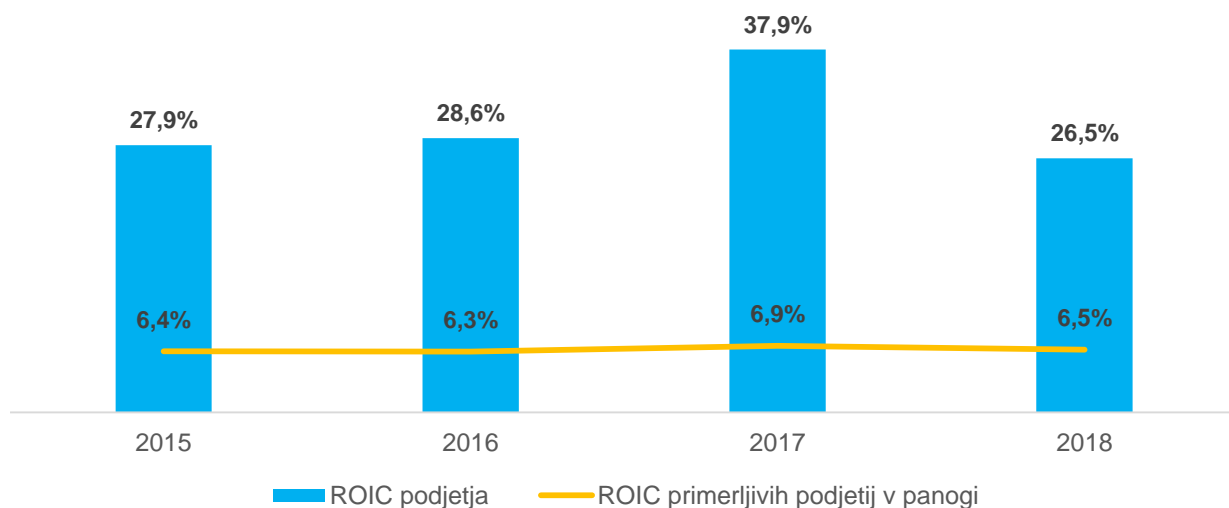
KLJUČNI KAZALNIK 5: ROIC (Donosnost celotnega vloženega kapitala)

Vloga kazalnika

ROIC (Return on Invested Capital) oziroma „Donosnost Vloženega Kapitala“ je merilo finančne uspešnosti in prikazuje **kako učinkovito podjetje upravlja celotni vloženi kapital** (lastniški + dolžniški kapital).

Želena stanje: Kazalnik donosnosti celotnega vloženega kapitala je (podobno kot ROE) treba običajno primerjati z drugimi podjetji v panogi. Če je ta višji od drugih, to pomeni, da podjetje bolje upravlja celotni vloženi kapital (lastniški in dolžniški) kot druga podjetja v panogi. Še bolj pogosta in pomembna uporaba omenjenega kazalnika, pa je njegova primerjava z zahtevano stopnjo donosnosti vlagateljev – WACC. V kolikor ima podjetje višji ROIC od WACC to pomeni, da podjetje učinkovito investira celotni kapital ter ustvarja višji donos kakor znaša strošek financiranja takega kapitala – pričakujemo lahko, da se bo v prihodnosti vrednost podjetja z rastjo poslovanja večala. Obratno, za podjetja, pri katerih je ROIC manjši od WACC lahko pričakujemo, da z novimi naložbami ne bodo ustvarjala dodane vrednosti oziroma bo podjetje z rastjo celo izgubljalo vrednost.

ROIC V ZADNJIH 3 LETIH



PRIMERJAVA ROIC S PANOGO



Podjetje ima **višji ROIC od povprečja v panogi**.

RAZLAGA KAZALNIKA

- Kazalnik prikazuje **kak donos iz poslovanja podjetje ustvari z vsakim EUR vloženega kapitala (lastniškega in dolžniškega)**.
- V kolikor je ROIC višji kot v panogi podjetje z vidika dobičkonosnosti deluje bolj uspešno kot podobna podjetja v panogi.
- Če donosnost vloženega kapitala (ROIC) presega strošek celotnega kapitala (WACC), to nakazuje na dejstvo, da podjetje z novimi investicijami in rastjo **povečuje svojo vrednost**.

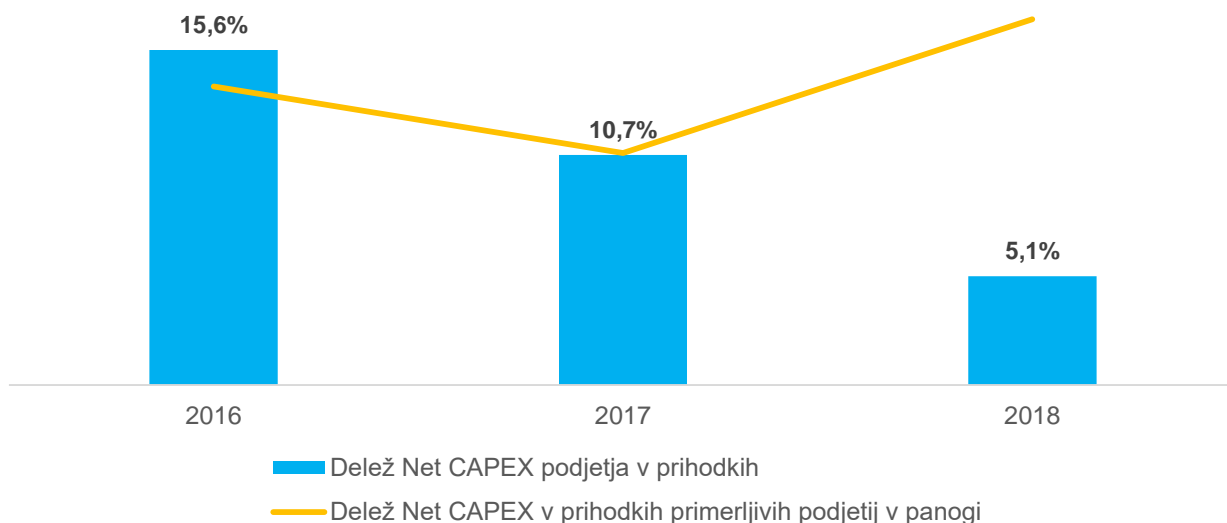
KLJUČNI KAZALNIK 6: NET CAPEX (Neto stopnja investicij)

Vloga kazalnika

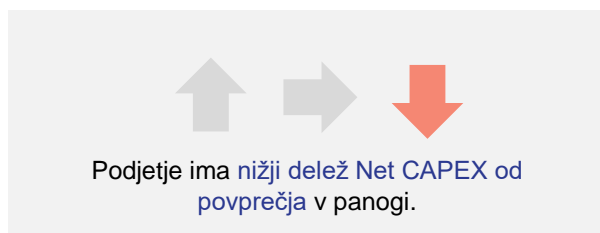
Delež Net CAPEX-a oziroma „**Neto Stopnja Investicij**“ (Investicije minus amortizacija) predstavlja denarni tok, ki je bil vložen v podjetje v posameznem letu. Kazalnik se največkrat meri kot delež v prihodkih, saj meri koliko sredstev lastniki podjetja namenijo investicijam glede na rast prodaje.

Željeno stanje: Za potencialno bodočo rast podjetja oziroma prihodkov je boljša višja stopnja investicij, saj se lastniki zavedajo pomena vlaganja v nova bolj učinkovita sredstva, nove tehnologije oziroma obnavljanje obstoječih sredstev.

DELEŽ NET CAPEX-a V PRIHODKIH V ZADNJIH 3 LETIH



PRIMERJAVA NET CAPEX-a S PANOGO



RAZLAGA KAZALNIKA

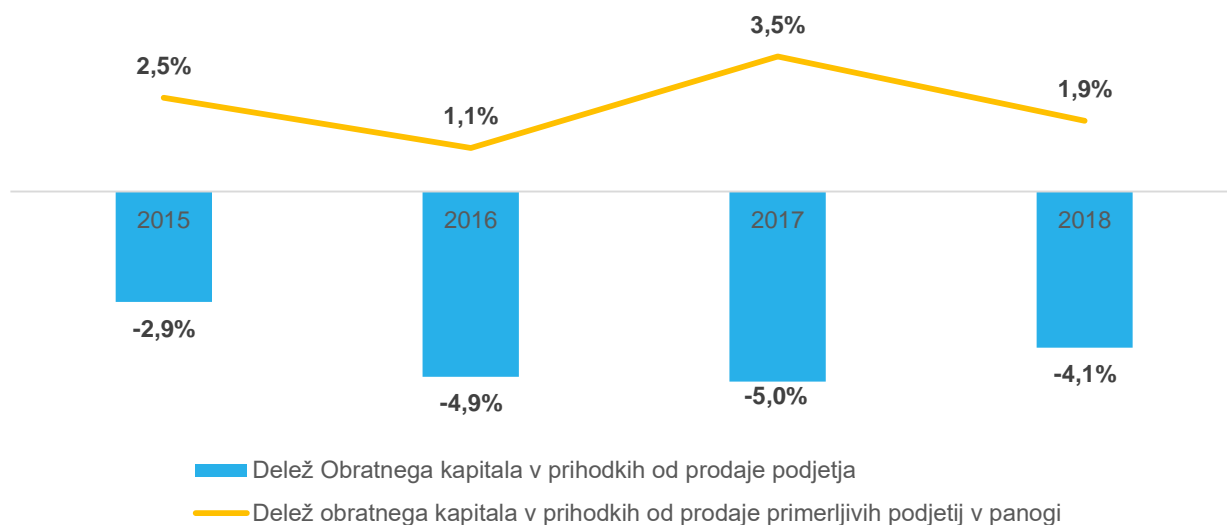
- **Večji kot je CAPEX večji je (teoretični) potencial za rast podjetja**, vendar pa vlaganja zmanjšujejo trenutni denarni tok podjetja.
- V kolikor je raven CAPEX-a v podjetju nizka nekaj zaporednih let bo denarnega toka za lastnike v teh letih sicer več, vendar pa se bo le-ta dolgoročno znižal, saj bodo konkurenti prehiteli tovrstno podjetje, tako da velja da **podjetje dolgoročno brez, ali z malo investicijam zelo težko posluje dobičkonosno.**

Vloga kazalnika

Obratni kapital ob prihodkih in dobičkonosnosti predstavlja „kri“ podjetja, njegovo upravljanje pa je ključno za ohranjanje likvidnosti podjetja.

Želena stanje: V optimalnem scenariju bi podjetje želelo imeti negativen obratni kapital, saj bi to pomenilo, da poslovanje podjetja praktično financirajo dobavitelji, vendar to v realnem poslovanju praktično ni izvedljivo, zato je potrebno stremeti k temu, da je raven obratnega kapitala čim nižja, je pa le-ta večinoma pogojena z dejavnostjo, s katero se podjetje ukvarja.

OBRATNI KAPITAL V ZADNJIH 3 LETIH



PRIMERJAVA OBRATNEGA KAPITALA S PANOGO



Podjetje ima **nižji obratni kapital** od povprečja v panogi.

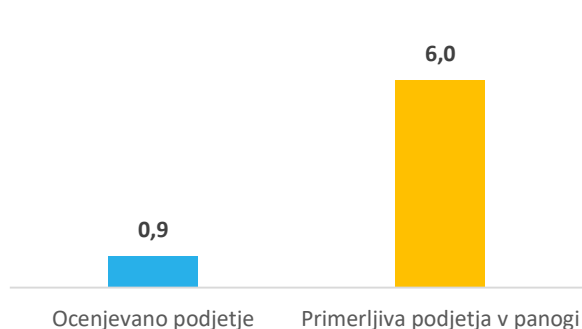
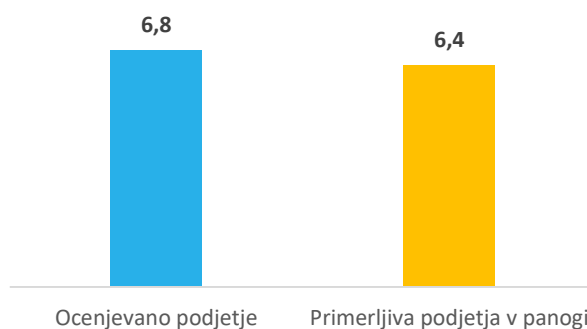
RAZLAGA KAZALNIKA

- Obratni kapital sestavljajo zaloge, kratkoročne poslovne terjatve, kratkoročne aktivne časovne razmejitve, kratkoročne poslovne obveznosti in kratkoročne pasivne časovne razmejitve. V zalogah in terjativah so vezana denarna sredstva podjetja, medtem ko kratkoročne poslovne obveznosti predstavljajo obveznost za katero bo podjetje v prihodnosti še moralo zagotoviti denarna sredstva.
- Več sredstev kot mora podjetje nameniti za obratni kapital, manj jih ostane za izplačilo lastnikov in naložbe** v rast podjetja.

Vloga kazalnikov

Oba kazalnika nakazujeta na višino zadolženosti podjetja in sta zelo dobra pokazatelja kratkoročnega finančnega zdravja podjetja. Kazalnika prikazujeta sposobnost podjetja odplačevati finančni dolg oziroma finančne obveznosti iz svojih poslovnih rezultatov.

Želena stanje: Glede na to, da so določene dejavnosti kapitalno intenzivnejše od drugih, je obe razmerji smiselno primerjati le znotraj dejavnosti v katerih podjetje deluje. Za D/EBITDA razmerje se smatra, da je nižje razmerje boljše od višjega. Pri kazalniku Pokritosti obresti velja prav obratno, nižje kot je omenjeni kazalnik, bolj je podjetje finančno obremenjeno. Stopnja Pokritosti obresti, ki je nižja od 1,5 nakazuje, da je zelo vprašljiva sposobnost podjetja poravnati stroške obresti v prihodnje.

D/EBITDA V ZADNJEM LETU

POKRITOST OBRESTI V ZADNJEM LETU

PRIMERJAVA D/EBITDA in POKRITOSTI OBRESTI S PANOGO
RAZLAGA KAZALNIKOV


Podjetje je bolj finančno stabilno od povprečja v panogi.

- **D/EBITDA razkriva sposobnost podjetja odplačevati svoj finančni dolg prek denarnega toka iz poslovanja.** V kolikor je vrednost omenjenega kazalnika višja, obstaja večja verjetnost, da bo podjetje v prihodnosti težje poravnalo svoje finančne obveznosti, hkrati pa morda ne bo zmožno pridobivati novih virov financiranja, nujnih za rast in razvoj.

- **Pokritost obresti kaže na to, kolikokrat lahko podjetje s svojim dobičkom krije plačila obresti.** Ta kazalnik je **dober pokazatelj solventnosti** podjetja. Če je kazalnik pokritosti obresti nizek, to lahko nakazuje, da ni zmožno tekoče poravnati niti obresti na svoj dolg.
- Omenjena kazalnika pogosto uporabljajo banke in drugi posojilodajalci, saj z njimi preučujejo varnost svojih posojil oziroma verjetnost, s katero bo podjetje posojilo uspešno odplačalo.

Ocene in drugi podatki vsebovani v poročilu so sestavljeni s pomočjo s strani naročnika posredovanih informacij, javno dostopnih podatkov ter javno dostopnih podatkov za različne dejavnosti. Izvajalec ne prevzema nobene odgovornosti za točnost, popolnost ali veljavnost s strani naročnika vnesenih podatkov. Prejetih podatkov, oddanih s strani naročnika prek obrazca na spletni strani, prav tako nismo dodatno preverjati, potrjevati ali ugotavljati njihovo točnost, popolnost ali veljavnost.

Pod nobenim pogojem se Valuator poročilo ne sme uporabljati oziroma šteti kot ponudba, poziv k ponudbi, priporočilo za prodajo ali kot kakršen koli drugačen poziv ali poskus ponudbe za nakup ali prodajo. Poročilo o rezultatih vrednotenja je namenjeno le za lastno, zasebno rabo in v nobenem primeru ne sme biti uporabljeno za kakršni koli komercialni namen. Predloženi izračuni in ocene se ne smejo razumeti kot finančni, pravni ali davčni nasvet.

Čeprav izvajalec zagotavlja, da bodo vse informacije v poročilu skrbno pripravljene, pa so le-te samo ocene ter so kot take lahko tudi napačne ali zastarele. Za točnost informacij vsebovanih v poročilu (v smislu ocene vrednosti ter ključnih kazalnikov uspešnosti) zato izvajalec ne podaja nobene izrecne ali implicitne garancije in/ali jamstva, ne glede na to, v kakšen namen naročnik informacije uporabi. Vsaka uporaba storitve oziroma zanašanje na kakršen koli nasvet, mnenje, izjavo, vsebovano v poročilu, je na lastno odgovornost naročnika.

Izvajalec v nobenem primeru ni odgovoren naročniku in tretjim osebam za kakršnokoli škodo ali izgubljeni dobiček, ki bi izhajal iz poročila, ki je predmet izvedene storitve s strani izvajalca. Še zlasti, vendar ne izključujoče, ni odgovoren za izgubljene poslovne priložnosti in nenastale predvidene prihodke ali dobičke, prav tako ne za dolgove, ki bi nastali na podlagi odločitev naročnika, napačne poslovne odločitve, ki bi imele za posledico izgubo poslov in/ali strank ter vse druge primere, ki bi imeli za rezultat oškodovanje naročnika ali tretjih oseb.

Poročilo izvajalca, ki ga naročnik prejme, je avtorsko delo, ki ga je brez predhodnega pisnega soglasja naročnika prepovedano javno objavljati, uporabljati na kakršenkoli drugi način, kakor za lastno uporabo, komercializirati, spreminjati, prilagajati, dodajati ali odvzemati dele poročila ali kakorkoli drugače posegati v njegovo vsebino in obliko. Prav tako je prepovedano sklicevati se nanj, v celoti ali delno, v dokumentu, ki je na voljo javnosti.

Uporaba tega poročila in v njem posredovanih informacij je predmet Splošnih pogojev poslovanja in Politike zasebnosti na spletni strani www.valuator.si