



MESTNA OBČINA MARIBOR
ŽUPAN

Ulica heroja Staneta 1, 2000 Maribor,
www.maribor.si, email: mestna.obcina@maribor.si



GMS – 108

Številka: 47600-8/2018-60

Datum: 30.5.2019

MESTNI SVET
MESTNE OBČINE MARIBOR

**ZADEVA: PREDLOG ZA OBRAVNAVO NA __ REDNI SEJI MESTNEGA SVETA
MESTNE OBČINE MARIBOR**

NASLOV GRADIVA: **Odločitev o prodaji 14,51% kapitalskega deleža Mestne občine Maribor v podjetju Arriva Štajerska d.d**

GRADIVO PRIPRAVIL: Komisija za prodajo lastniških deležev v družbah Dimnikarstvo Maribor d.o.o. in Arriva Štajerska d.d., v sestavi:

mag. Mateja Cekić, predsednica
Branka Krajnc, članica
Marija Kaučič, članica
Olga Krebs Kauran, članica
mag. Nataša Sluga članica

GRADIVO PREDLAGA: Aleksander Saša Arsenovič, župan

POROČEVALEC: *OLGA KREBS KAURAN, BRANKA KRAJNC*

PREDLOG SKLEPA: **Mestni svet sprejme odločitev da se 14,51% kapitalski delež (71.366 delnic) Mestne občine Maribor v podjetju Arriva Štajerska d.d., proda kupcu Arriva International Limited, 1. Admiral Way, Doxford International Business; Park, Sunderland, Tyne & Wear SR3 3XP po ceni 1.600.000,00 EUR.**

Mestni svet potrdi pogodbo o prodaji in nakupu delnic.



Aleksander Saša Arsenovič,
župan



MESTNA OBČINA MARIBOR
MESTNA UPRAVA

VODSTVO

Številka: 47600-8/2018-60

Datum: 30.5.2019

PODPISNI LIST

PREDLOGA ZA OBRAVNAVO NA ___ REDNI SEJI MESTNEGA SVETA

MESTNE OBČINE MARIBOR

Naslov gradiva:	Odločitev o prodaji 14,51% kapitalskega deleža Mestne občine Maribor v podjetju Arriva Štajerska d.d
Priloge gradiva (navedba morebitnih prilog):	1. Cenitev 2. Predlog pogodbe

Pregledali in parafirali:

Podpisniki	Ime in priimek podpisnika	Pristojen organ	Datum	Podpis tistega, ki podpiše oz. parafira
Gradivo pripravil-a:	Komisija za prodajo lastniških deležev v družbah Dimnikarstvo Maribor d.o.o. in Arriva Štajerska d.d., v sestavi: mag. Mateja Cekić, predsednica Branka Krajnc, članica Marija Kaučič, članica Olga Krebs Kauran, članica mag. Nataša Sluga članica	MU SSZ UKPP UFP UFP	03.06.19 03.06.19 3.6.2019 3.6.2019 3.6.2019	
Gradivo pregledal-a vodja organa in morebitni vodja NOE:				
Gradivo usklajeno s pristojnimi organi (če je gradivo pripravljeno izven MOM):				
Dodatni pregled na predlog pripravljavca				

Gradivo prejela služba MS v fizični in elektronski obliki	Rosana Klančnik	Služba za delovanje mestnega sveta	3.6.2019	
--	-----------------	------------------------------------	----------	--

Gradivo pregledal v.d. direktorja MU	Boris Železnik	Kabinet župana		
Dokument parafiral podžupan: (obkrožite tistega, ki je odgovoren za vaše področje)	Dr. Samo Peter Medved Gregor Reichenberg Mag. Helena Kujundžič Lukaček	Kabinet župana		
Gradivo podpisal župan:	Aleksander Saša Arsenovič	Kabinet župana		

Obrazložitev:

V skladu z določilom 55. člena **Uredbe o prodaji in drugih oblikah razpolaganja s finančnim premoženjem države in občin** (Uradni list RS, št. 123/03, 140/06, 95/07, 55/09 - odl. US in 38/10 – ZUKN; v nadaljevanju: uredba) je Komisija za prodajo lastniških deležev v družbah Dimnikarstvo Maribor d.o.o. in Arriva Štajerska d.d. pripravila zapisniški potek razpisnega postopka in pogajanj ter posredovala županu Mestne občine Maribor g. Aleksandru Saši Arsenoviču predlog pogodbe z najugodnejšim ponudnikom. Župan tako predlaga Mestnemu svetu Mestne občine Maribor v obravnavo odločitev o kupcu in predlog pogodbe.

Letni program prodaje občinskega finančnega premoženja, v katerega je bila kot predmet prodaje uvrščena naložba -14,51 % delež oz. 71.366 delnic v družbi Arriva Štajerska, družba za prevoz potnikov, d.d. je bil sprejet v okviru Proračuna za leto 2018 ter v Proračunu za leto 2019. Iz zadnjega letnega plana prodaje občinskega finančnega premoženja v okviru proračuna za leto 2019 izhaja knjigovodska vrednost naložbe 753.711,37 EUR ter ocenjena prodajna vrednost 1.571.970 EUR.

Za izvedbo postopka prodaje je bila imenovana Komisija za prodajo lastniških deležev v družbah Dimnikarstvo Maribor d.o.o. in Arriva Štajerska d.d., v sestavi:

mag. Mateja Cekič, predsednica
Branka Krajnc, članica
Marija Kaučič, članica
Olga Krebs Kauran, članica
mag. Nataša Sluga članica

Komisija je pripravila posamični plan prodaje, ki ga je potrdil Mestni svet Mestne občine Maribor na 19. izredni seji dne 4.7.2018.

Na podlagi potrjenega posamičnega plana prodaje, je komisija izvedla postopek javnega naročila za izbor cenilca vrednosti podjetja po postopku zbiranja ponudb. Kot najugodnejši ponudnik za pripravo cenitve je bilo izbrano podjetje ABECEDA Svetovanje d.o.o. in cenilka Irena Vihar.

Iz prejete cenitve izhaja vrednost 14,51 % kapitalskega deleža v podjetju Arriva Štajerska d.d., v lasti MOM – 1.585.753 EUR.

Javno zbiranje ponudb za nakup je bilo prvič objavljeno v Uradnem listu št. 66/2018 dne 12.10.2018. Rok za oddajo ponudb je bil določen za 30.11.2018 do 9.00 ure, odpiranje ponudb 30.11.2018 ob 10.00 uri ter pogajanja 30.11.2018 ob 12.00 uri.

Do roka ni bila prejeta nobena ponudba, zato je komisija sprejela sklep, da objavi novo javno zbiranje ponudb, z rokom oddaje 25.3.2019.

Javno zbiranje ponudb je bilo objavljeno v Uradnem listu dne 14.12.2018. Rok za oddajo ponudb je bil določen za 25.3.2019 do 9.00 ure, odpiranje ponudb 25.3.2019 ob 11.00 uri ter pogajanja 25.3.2019 ob 12.00 uri.

Do roka ni bila prejeta nobena ponudba.

Komisija je nato na svoji 9. seji dne 17.4.2019, po sprejetju proračuna za leto 2019 in potrditvi Letnega plana prodaje finančnega premoženja MOM sprejela sklep o novi objavi javnega zbiranja ponudb.

Javno zbiranje ponudb je bilo objavljeno v Uradnem listu št. 26/2019 dne 26.4.2019. Rok za oddajo ponudb je bil določen za 24.5.2019 do 9.00 ure, odpiranje ponudb 24.5.2019 ob 11.30 uri ter pogajanja 24.5.2019 ob 12.00 uri.

V roku je bila vplačana varščina in prejeta ponudba ponudnika:

Arriva International Limited, 1. Admiral Way, Doxford International Business; Park, Sunderland, Tyne & Wear SR3 3XP, v znesku 1.100.000,00 EUR.

V skladu z objavo so bila izvedena pogajanja in dosežena končna ponudbena cena 1.600.000,00 EUR.

Glede na to, da je s pogajanja dosežena končna cena višja od ocenjene vrednosti, ki izhaja iz cenitve ter vrednosti naložbe planirane v proračunu in letnem planu prodaje finančnega premoženja MOM, je komisija predlagala županu, župan pa Mestnemu svetu, da sprejme

Odločitev:

14,51% kapitalski delež (71.366 delnic) Mestne občine Maribor v podjetju Arriva Štajerska d.d., se proda kupcu Arriva International Limited, 1. Admiral Way, Doxford International Business; Park, Sunderland, Tyne & Wear SR3 3XP po ceni 1.600.000,00 EUR in potrdi pogodbo o prodaji in nakupu delnic.

MESTNA OBČINA MARIBOR, Ulica heroja Staneta 1, 2000 Maribor, ki jo zastopa župan Aleksander Saša Arsenovič (v nadaljevanju: prodajalec)

in

ARRIVA INTERNATIONAL LIMITED,1 ADMIRAL WAY, DOXFORD INTERNATIONAL BUSINESS, PARK, SUNDERLAND, TYNE & WEAR SR2 3 XP, UNITED KINGDOM, davčna številka: _____, matična številka: _____, ki jo zastopa predsednik uprave _____ (v nadaljevanju: kupec)

sklepata naslednjo

POGODBO O PRODAJI IN NAKUPU DELNIC

1. člen

Pogodbeni stranki uvodoma ugotavljata:

- da je prodajalec lastnik 71.366 navadnih delnic družbe Arriva Štajerska d.d., kar dokazuje z Zbirnim izpisom stanja na računih vrednostnih papirjev v centralnem registru KDD, ki je priloga k tej pogodbi. Prodajalec hkrati jamči, da so te delnice proste kakršnihkoli bremen, so prosto prenosljive in da ne obstaja kakršna koli prepoved razpolaganja z njimi. Prodajalec izjavlja, da ima soglasje Mestnega sveta Mestne občine Maribor za razpolaganje z delnicami, ki so predmet te pogodbe;
- da je prodajalec izvedel postopek javnega zbiranja ponudb za prodajo finančnega premoženja 71.366 navadnih delnic oziroma 14,51% deleža Arrive Štajerska d.d.. Razpis je bil objavljen v Uradnem listu RS, št. 26/2019, z dne 26.04.2019. Prispela je ena ponudba in sicer ponudba družbe ARRIVA INTERNATIONAL LIMITED,1 ADMIRAL WAY, DOXFORD INTERNATIONAL BUSINESS, PARK, SUNDERLAND, TYNE & WEAR SR2 3 XP, UNITED KINGDOM.

2. člen

Prodajalec proda, kupec pa kupi delnice iz 1. člena te pogodbe za skupno kupnino 1.600.000,00 EUR (z besedo: en milijon šesto tisoč evrov 00/100).

3. člen

Kupec je za resnost ponudbe dne 16.05.2019 plačal prodajalcu varščino v višini 150.000,00 EUR, ki se všteje v kupnino. Kupec tako plača prodajalcu samo razliko kupnine iz 2. člena te pogodbe v višini 1.450.000,00 EUR v 8 (osmih) dneh od obojestranskega podpisa pogodbe, na račun prodajalca št. 01270-0100008403.

Prodajalec lahko odstopi od pogodbe, če kupec kupnine ne plača v dogovorjenem roku. V tem primeru ima prodajalec pravico zadržati vplačano varščino.

4. člen

Pogodbeni stranki ugotavljata, da je prenos delnic, ki so predmet te pogodbe, v skladu s 4. točko 44. člena Zakona o davku na dodano vrednost (ZDDV-1) prost plačila davka na dodano vrednost.

5. člen

Prenos delnic od prodajalca na kupca izvrši prodajalec na trgovalni račun kupca številka _____, odprtega pri članu KDD _____ v 3 (treh) delovnih dneh po poravnavi vseh obveznosti kupca iz naslova plačila kupnine po tej pogodbi.

Prodajalec ima odprt trgovalni račun pri Novi KBM d.d. številka 7915952.

Stroške preknjižbe lastništva delnic iz prodajalca na ime kupca nosi kupec.

6. člen

Pogodba velja od dneva, ko jo podpišeta obe pogodbeni stranki.

V primeru spora bosta pogodbeni stranki spor reševali sporazumno, v nasprotnem primeru pa je za reševanje spora pristojno Okrožno sodišče v Mariboru.

7. člen

Pogodbe je sestavljena v 5 (petih) enakih izvodih, od katerih prejme kupec 2 (dva), prodajalec pa 3 (tri) izvode.

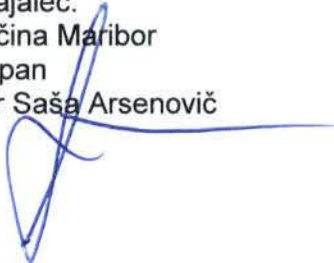
Številka pogodbe: _____

Datum:

Datum:

Prodajalec:
Mestna občina Maribor
Župan
Aleksander Saša Arsenovič

Kupec:



**POROČILO O
OCENITVI VREDNOSTI PODJETJA**

ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.
Meljska cesta 97
2000 MARIBOR

NA DAN 31.12.2017

PTUJ, 27.08.2018

VSEBINA:

1	POVZETEK	4
1.1	PODLAGE ZA OCENJEVANJE	4
1.2	SKLEPNE UGOTOVITVE OCENJEVANJA	6
2	PODATKI O PODJETJU	11
2.1	OSNOVNI PODATKI O PODJETJU	11
2.2	ZGODOVINA PODJETJA	11
2.3	ZNAČILNOSTI LASTNIŠTVA V OCENJEVANEM PODJETJU	12
2.4	IZPLAČILA DOBIČKA	14
2.5	TRGOVANJE Z DELEŽI PRED DATUMOM OCENJEVANJA VREDNOSTI	14
2.6	ANALIZA EKONOMSKIH RAZMER IN RAZVOJNE MOŽNOSTI V PODJETJU	14
2.6.1	<i>Analiza dejavnosti podjetja</i>	15
2.6.2	<i>Analiza prodaje in njene razvojne možnosti</i>	18
2.6.3	<i>Analiza investicij</i>	22
2.6.4	<i>Analiza nabave in njene razvojne možnosti</i>	23
2.6.5	<i>Analiza kadrov in njihove razvojne možnosti</i>	25
2.6.6	<i>Analiza poslovne uspešnosti in premoženjsko finančnega položaja</i>	27
3	ANALIZA POLOŽAJA OCENJEVANEGA PODJETJA IN NJEGOVEGA OKOLJA	37
3.1	MAKROEKONOMSKO OKOLJE	37
3.2	ANALIZA IN NAPOVED EKONOMSKIH RAZMER V DEJAVNOSTI OCENJEVANEGA PODJETJA	43
3.3	ANALIZA POSLOVANJA PRIMERLJIVIH PODJETIJ IN DEJAVNOSTI	47
4	IZBIRA VRSTE VREDNOSTI IN METOD OCENJEVANJA	57
4.1	IZBIRA VRTE VREDNOSTI	57
4.2	IZBOR METOD OCENJEVANJA VREDNOSTI	57
5	OCENJEVANJE PODJETJA Z METODO, KI TEMELJI NA DONOSU ZASNOVANEM NAČINU	59
5.1	METODOLOŠKA IZHODIŠČA ZA OCENJEVANJE Z METODO DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	59
5.1.1	<i>Pričakovani donosi</i>	59
5.1.2	<i>Ocenjevanje zahtevane stopnje donosnosti</i>	60
5.1.3	<i>Izračun vrednosti po metodi sedanje vrednosti neto denarnih tokov</i>	66
5.1.4	<i>Pribitki in odbitki</i>	67
5.2	NAPOVED POSLOVANJA	77

Priloge:

1. Izjava ocenjevalca
2. Izjava ocenjevanega podjetja
3. Dovoljenje za delo pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij

Viri informacij o podjetju:

1. Revidirani računovodski izkazi za leta 2013, 2014, 2015, 2016 in 2017
2. Statut
3. Podatki iz registra podjetij – AJPES
4. Ostali podatki pridobljeni od ocenjevanega podjetja
5. Javno dostopne informacije in podatki o ocenjevanem podjetju ter primerljivih podjetjih

Ostali viri pri ocenjevanju:

1. UMAR, Jesenka napoved gospodarskih gibanj 2017, september 2017
2. AJPES in GVIN – podatki o dejavnosti in primerljivih podjetjih
3. Damodaran Online – pages.stern.nyu.edu/adamodar/
4. Duff & Phelps, Equity Risk Premium & Risk-Free Rates
5. Institutional Investor Global Rankings, The Country Credit Survey
6. www.mtsslovenia.com
7. Duff & Phelps 2016 Valuation Handbook
8. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2017
9. Bojan Praznik, Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij, 2011
10. Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweis, Valuing a Business, 2000
11. Thomson PPCs Guide to Business Valuations, 2003
12. Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, Cost of Capital, Applications and Examples, 2010
13. Shannon P. Pratt, Discounts and Premiums, 2009
14. Literatura Slovenskega inštituta za revizijo

1 POVZETEK

1.1 Podlage za ocenjevanje

Na osnovi naročilnice, prejete od naročnika Mestna občina Maribor, Ulica heroja Staneta 1, Maribor, je izvajalec ABECEDA SVETOVANJE d. o. o., Stegne 21 c, Ljubljana ocenil vrednost podjetja ARRIVA ŠTAJERSKA d.d., Meljska cesta 97, Maribor.

a) Ocenjevalec vrednosti:

Oceno vrednosti je opravil pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij.

Izvajalec je pred sprejemom naročila skrbno proučil obseg ter vrsto znanj in izkušenj, ki so potrebna za strokovno oceno. Ocenjevalec je s posebno izjavo:

- izključil svoje sedanje in bodoče interese v zvezi z ocenjevanim podjetjem in povezanost pogodbene vrednosti z vrednostjo podjetja;
- podal zavezo po strokovnem in nepristranskem ocenjevanju, opravljenem v skladu s Slovenskimi poslovno finančnimi standardi za ocenjevanje vrednosti in Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti (MSOV).

b) Naročnik ocenjevanja vrednosti:

Mestna občina Maribor

c) Uporabniki poročila o ocenjevanju vrednosti:

Mestna občina Maribor

d) Predmet ocenjevanja vrednosti:

14,51% lastniški delež v podjetju ARRIVA ŠTAJERSKA d.d. na dan 31.12.2017.

e) Valuta ocenjevanja vrednosti:

Valuta ocenjevanja vrednosti je EUR.

f) Namen ocenjevanja vrednosti:

Namen ocene vrednosti je ugotovitev tržne vrednosti podjetja z vidika 14,51% lastništva za namen potencialne prodaje. Ocena vrednosti ni namenjena računovodskemu poročanju.

g) Podlaga vrednosti:

Izvajalec je opravil oceno tržne vrednosti v skladu z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti 2017. *Tržna vrednost* je 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 katerem sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile.

h) Datum ocenjevanja vrednosti in datum priprave poročila o ocenjevanju vrednosti:
Ocena vrednosti velja na dan 31.12.2017. Osnutek Poročila smo izdali 13.8.2018. Končno Poročilo smo izdali dne 27.8.2018.

- i) Vrsta in obseg dela ocenjevalca vrednosti in morebitne omejitve:
- Proučili smo značilnosti lastništva v ocenjevanem podjetju.
 - Zbrali smo podatke o izplačilnih dobička in o trgovanju z lastniškimi deleži.
 - Analizirali smo preteklo poslovanje podjetja.
 - Analizirali smo okolje, v katerem je poslovalo ocenjevano podjetje (makrookolje, dejavnost, primerljiva podjetja).
 - Pri ocenjevanju z metodo diskontiranih denarnih tokov smo na podlagi prejete napovedi poslovanja podjetja za obdobje 2018 - 2022 ocenili podjetje z vidika manjšinskega lastništva. Ker smo prejeto napoved opredelili kot pesimistično smo še sami pripravili dodaten optimistični scenarij z vidika manjšinskega lastništva.
- j) Vrsta in viri informacij, na katere se je zanašal ocenjevalec vrednosti:
Pri ocenjevanju smo se zanašali na:
- Revidirani računovodski izkazi za leta 2013, 2014, 2015, 2016 in 2017
 - Statut
 - Podatki iz registra podjetij – AJPES
 - Ostali podatki pridobljeni od ocenjevanega podjetja
 - Javno dostopne informacije in podatki o ocenjevanem podjetju ter primerljivih podjetjih
- Ocena vrednosti se opira na podatke, pridobljene od ocenjevanega podjetja in na podatke, pridobljene iz okolja.

k) Pomembne predpostavke in/ali posebne predpostavke

Ocenjuje se delujoče podjetje.

Različne ocene vrednosti, ki so prikazane v Poročilu o ocenitvi vrednosti, se nanašajo samo na to vrednotenje in se ne smejo uporabiti izven tega konteksta.

Izvajalec verjame ocenjevanemu podjetju, da so informacije, ki jih je posredoval za namene ocenjevanja popolne in točne.

Izvajalec ni dolžan pričati pred sodiščem ali sodelovati v pogajanjih v zvezi z vsebino Poročila o ocenitvi, če se o tem dodatno ne dogovori.

l) Vrsta poročila:

Pripravljeno je dolgo pisno poročilo o ocenjevanju vrednosti podjetja.

m) Omejitve uporabe:

Izvidi cenitvenega poročila se ne smejo kopirati ali publicirati ali nepooblaščno pokazati tretjim osebam brez posebnega pisnega dovoljenja naročnika ali izvajalca.

n) Uporabljeni standardi pri ocenjevanju vrednosti:

Ocena vrednosti je pripravljena v skladu z MSOV 2017. Ocenjevalec vrednosti je ocenil primernost vseh pomembnih vhodnih podatkov in ugotovil, da so primerni.

1.2 Sklepne ugotovitve ocenjevanja

predmet ocenjevanja vrednosti	Podjetje ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.
velikost lastniškega deleža, ki se ocenjuje	14,51% lastniški delež oz. 71.366 delnic
namen ocenjevanja vrednosti	za namen potencialne prodaje deleža
podlaga vrednosti	tržna vrednost
datum ocenjevanja vrednosti	31.12.2017
izbrane metode ocenjevanja vrednosti	metoda diskontiranja čistih denarnih tokov

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja smo uporabili metodo diskontiranega denarnega toka, ki najbolj ustreza namenu in predmetu vrednotenja ter uporabljeni podlagi vrednosti. Za metodo diskontiranega denarnega toka je značilno, da je teoretično najbolj sprejemljiva metoda za ocenjevanje vrednosti podjetja, saj zajema sedanjo vrednost vseh, v prihodnosti planiranih denarnih tokov.

Metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzi in metode primerljivih transakcij nismo uporabili, ker primerljivih podjetij na borzi in primerljivih transakcij ni mogoče identificirati.

Pri ocenjevanju z metodo diskontiranja čistih denarnih tokov, smo izhajali iz obstoječega stanja podjetja na dan 31.12.2017 in njegovih zmožnosti v prihodnje. Osnovna dejavnost podjetja je dejavnost izvajanja javnega linijskega prevoza potnikov, kot dopolnilno dejavnost pa družba opravlja še ostale spremljajoče dejavnosti v kopenskem prometu, kot so občasni in posebni linijski prevozi potnikov.

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja po tej metodi smo najprej opravili celovito analizo podjetja, opravili pa smo tudi analizo dejavnosti in primerljivih podjetij ter širšega okolja (obdelano v poglavju 2 in 3). Od posloводства ocenjevanega podjetja smo pridobili napoved poslovanja za obdobje 2018 – 2022. Prejeta napoved predvideva v naslednjih petih letih minimalne rasti poslovnih prihodkov, ter slabše rezultate poslovanja kot v letu 2017. Prejeta napoved smo opredelili kot pesimistično napoved z vidika manjšinskega lastništva. Dodatno smo na podlagi analize poslovanja dejavnosti pripravili še eno napoved z vidika manjšinskega lastništva, ki smo jo opredelili kot optimistično.

Scenarij 1 – pesimistična napoved z vidika manjšinskega lastništva

Osnovne predpostavke pri ocenjevanju:

- Prejeta napoved s strani posloводства ocenjevanega podjetja smo opredelili kot pesimistično napoved z vidika manjšinskega lastništva. Napoved je pesimistična, ker pri približno enakem obsegu poslovanja predvideva poslabšanje rezultatov poslovanja.
- Napoved prihodnjega poslovanja je pripravljena v nominalnih vrednostih.
- Za leto 2018 je posloводство ocenjevanega podjetja napovedalo 0,1% rast poslovnih prihodkov, za leta za tem pa od 0,6 do 0,8 letno rast poslovnih prihodkov. Poslovni prihodki tako v celotnem petletnem obdobju napovedi narastejo za skupno 2,8%.
- Posloводство je napovedalo, da bodo stroški rasli bolj hitro kot poslovni prihodki. Najvišja rast stroškov je predvidena pri stroških dela in sicer iz 42,4% v poslovnih prihodkih v letu 2017 postopoma na 45,9% v poslovnih prihodkih v letu 2022.
- Davka od dohodka pravnih oseb posloводство ni napovedalo, saj so planirane investicije tako visoke, da bi pri planiranih rezultatih davčne olajšave za investicije davčno osnovo v celoti znižale.
- Investicije je posloводство v letih 2018 – 2022 napovedalo v višini 12,8 mio EUR, kar je za 1,35 mio EUR več kot je napovedane amortizacije v istem obdobju.
- Pri planiranju potrebnih vlaganj v obratni kapital smo izhajali iz analize obratnega kapitala podjetja in dejavnosti v preteklosti.
- Pri izračunu diskontne mere smo zaradi ocenjevanja z vidika manjšinskega lastništva izhajali iz obstoječe stopnje zadolženosti.
- Od preliminarne ocene lastniškega kapitala iz poslovanja na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva smo odšteli finančne obveznosti in rezervacije za tožbe, prišteli pa smo presežna denarna sredstva na datum ocenjevanja in finančne naložbe.
- Odbitka za pomanjkanje obvladovanja nismo upoštevali, ker je napoved poslovanja pripravljena z vidika manjšinskega lastništva, upoštevali pa smo odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

EBIT marža

Za v prihodnje je posloводство napovedalo EBIT v višini med 898 in 612 tisoč EUR na leto oz. EBIT maržo v višini med 5,5 in 3,7 % poslovnih prihodkov. Glede na to, da je podjetje v zadnjih petih letih doseglo povprečno EBIT v višini 9,1%, in v zadnjem letu v višini 5,6% menimo, da napovedana EBIT marža predstavlja pesimistično EBIT maržo z vidika manjšinskega lastništva. Napovedana EBIT

marža je nižja od že dosežene EBIT marže celotne dejavnosti v preteklosti, ki je v preteklih petih letih povprečno znašala 7,9%, v zadnjem letu pa 7,1%.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost podjetja z vidika manjšinskega pod 25% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 1 na dan 31. 12. 2017, v višini

8.033.679 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost ene delnice z vidika pod 25% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 1 na dan 31. 12. 2017, v višini

16,34 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 1 na dan 31. 12. 2017, v višini

1.166.120 EUR.

Scenarij 2 – optimistična napoved z vidika manjšinskega lastništva

Osnovne predpostavke pri ocenjevanju:

- Ker smo prejeto napoved s strani posloводства podjetja opredelili, kot pesimistično napoved z vidika manjšinskega lastništva smo sami dodatno pripravili še optimistično napoved z vidika manjšinskega lastništva.
- Za leto 2018 smo povzeli napoved posloводства ocenjevanega podjetja.
- Za leta 2019 – 2022 smo v skladu z analizo preteklega posloovanja ocenjevanega podjetja, primerljivih podjetij in dejavnosti napovedali 2% rast poslovnih prihodkov na leto, kar je enako na dolgi rok pričakovani inflaciji. Poslovni prihodki tako v celotnem obdobju napovedi narastejo za skupno 8,3%. Celotni dejavnosti so poslovni prihodki v letu 2017 narasli za 5,5%, v letu 2016 pa za 2,6%
- Pri stroških smo napovedali, da bodo ti zaradi vpliva fiksnih stroškov rasli bolj počasi, kot poslovni prihodki.
- Predvideli smo plačilo davka od dohodka pravnih oseb v skladu z ugotovljenimi davčnimi osnovami.
- Investicije smo napovedali v višini planirane amortizacije s čimer je uresničena predpostavka ohranitve kapacitet.
- Pri planiranju potrebnih vlaganj v obratni kapital smo izhajali iz analize obratnega kapitala podjetja in dejavnosti v preteklosti.
- Pri izračunu diskontne mere smo zaradi ocenjevanja z vidika manjšinskega lastništva izhajali iz obstoječe stopnje zadolženosti.

- Od preliminarne ocene lastniškega kapitala iz poslovanja na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva smo odšteli finančne obveznosti in rezervacije za tožbe, prišteli pa smo presežna denarna sredstva na datum ocenjevanja in finančne naložbe.
- Odbitka za pomanjkanje obvladovanja nismo upoštevali, ker je napoved poslovanja pripravljena z vidika manjšinskega lastništva, upoštevali pa smo odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

EBIT marža

Za v prihodnje je poslovodstvo napovedalo EBIT v višini med 898 in 612 tisoč EUR na leto oz. EBIT maržo v višini med 5,5 in 3,7 % poslovnih prihodkov, kar smo opredelili kot pesimistično napoved. Glede na to da je podjetje v zadnjih petih letih doseglo povprečno EBIT maržo v višini 9,1%, in v zadnjem letu v višini 5,6%, za celotno dejavnost pa je v zadnjih petih letih povprečno znašala 7,9%, v zadnjem letu pa 7,1%, smo za naprej napovedali, da se bo EBIT marža postopoma dvignila na 8,7% v letu 2022. Predpostavljene EBIT marže v tem scenariju opredeljujemo kot optimistične.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost podjetja z vidika manjšinskega pod 25% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 2 na dan 31. 12. 2017, v višini

13.816.753 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost ene delnice z vidika pod 25% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 2 na dan 31. 12. 2017, v višini

28,10 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 2 na dan 31. 12. 2017, v višini

2.005.385 EUR.

Scenarij 1 smo opredelili kot pesimistični, Scenarij 2 pa kot optimistični. Pri določitvi tržne vrednosti smo oba scenarija obravnavali kot enakovredna.

	Scenarij 1	Scenarij 2	Tržna vrednost
Ocenjena vrednost celotnega lastniškega kapitala, na netržijivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva	8.033.679	13.816.753	10.925.216
ocenjena vrednost na eno delnico zaokroženo	16,34	28,10	22,22
ocenjena vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva	1.166.120	2.005.385	1.585.753

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je tržna vrednost podjetja z vidika manjšinskega pod 25% lastništva, na dan 31. 12. 2017, v višini

10.925.216 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je tržna vrednost ene delnice z vidika pod 25% lastništva na dan 31. 12. 2017, v višini

22,22 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je tržna vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva, na dan 31. 12. 2017, v višini

1.585.753 EUR.

POOBlašČENA OCENJEVALKA VREDNOSTI PODJETIJ

Irena Viher, univ. dipl. ekon.

DOP-P-1/17-342



Irena Viher

ABECEDA SVETOVANJE, s.p.
Blažičeva 81c, 1000 Ljubljana

2 PODATKI O PODJETJU

2.1 Osnovni podatki o podjetju

Ime in sedež podjetja: ARRIVA ŠTAJERSKA d.d., Meljska cesta 97, Maribor
 Matična številka: 5263433
 SI31727077
 Davčna številka: 49.391 Medkrajevni in drugi cestni potniški promet
 Glavna dejavnost družbe: 2.051.756,15 EUR
 Osnovni kapital na dan 31.12.2017:
 Direktor: Bo Erik Karlsson, predsednik uprave
 Aljaž Vuk, prokurist

Osnovni knjigovodski podatki iz računovodskih izkazov na dan ocenjevanja:

Dolgoročna sredstva	10.724.771 EUR
Kratkoročna sredstva	8.347.460 EUR
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	165.437 EUR
Kapital	13.970.115 EUR
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	602.559 EUR
Dolgoročne obveznosti	142.046 EUR
Kratkoročne obveznosti	4.194.047 EUR
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	328.901 EUR

2.2 Zgodovina podjetja

Začetek delovanja podjetja sega v leto 1926, ko je mariborski občinski Mestni svet ustanovil podjetje Avtobusni promet Maribor. V začetku je imelo podjetje 3 avtobuse. Prvi avtobus je prvič peljal potnike 26. decembra 1926 na liniji Maribor – Celje. Že naslednji dan, 27. decembra 1926 pa je avtobus peljal potnike tudi iz Maribora v Dravograd. Že leta 1927 je bilo nabavljenih naslednjih 9 novih avtobusov in podjetje je uvedlo mestni promet v Mariboru. V izredno težkih pogojih dela, ko je mehanik bil tudi hkrati voznik, je podjetje kljubovalo času. Posebej težke čase je podjetje preživljalo v času energetske krize 1935 – 1937 in v času druge svetovne vojne. V tistih težkih časih leta 1939 je podjetje zgradilo za tiste čase izredno moderno delavnico v Mariboru, ki je še do pred kratkim služila svojemu namenu.

Leta 1940 je podjetje imelo 23 avtobusov število katerih pa se je med vojno zmanjšalo na 16. Po zaslugi prostovoljnega dela, samoodpovedovanja in ponosa se je leta 1946 tako rekoč iz nič podjetje obnovilo. V avtoparku je bilo takrat 30 vozil. Tega leta je podjetje v interesu racionalnosti pokrivanja prometnega prostora in v interesu zadovoljevanja potreb potnikov ustanovilo poslovalnici v Murski Soboti in v Ptujju. Kako neverjetno hiter razvoj je imelo podjetje v tem času, kažejo naslednji podatki:

- leta 1961 je bilo v avtoparku 100 avtobusov,
- leta 1976 je bilo v avtoparku 300 avtobusov,
- leta 1986 je bilo v avtoparku v vsej zgodovini podjetja največ avtobusov – kar 475 in 1412 zaposlenih delavcev.

Vojna za samostojno Slovenijo leta 1991, v kateri je neposredno sodelovalo tudi podjetje, je bistveno posegla v proces nadaljnjega razvoja. Novo okolje je zelo hitro poslabšalo pogoje poslovanja. Število potnikov je upadlo, zmanjšali so se pogodbeni prevozi, porasla je zasebna konkurenca, cena prevoza v mestnem prometu je naraščala počasneje kot inflacija. Kljub velikim težavam v poslovanju v tem prehodnem obdobju je podjetje doseglo nekaj zelo pomembnih uspehov:

- uvedli so dve novi liniji v Nemčijo;
- v mestni promet so vpeljali nov, moderni tarifni sistem z magnetno kartico;
- integrirali so dejavnost Štajertoursa d.d. in s tem ustvarili dobre možnosti za nadaljnji razvoj in hkrati povečali svoj tržni delež.

Leta 1996 je bilo podjetje po uspešno izpeljanem lastniškem preoblikovanju v delniško družbo vpisano v sodni register. Podjetje je bilo prevzeto v letu 2002 s strani družbe Connex Transport AB, članom skupine Veolia Environment in nato leta 2013 bilo zopet prodano skupini Arriva, ki je del skupine Deutsche Bahn.

Dne 19.06.2013 se je v skladu s smernicami matične družbe podjetje Certus preimenovalo v Arriva Štajerska d.d. s sedežem Meljska cesta 97, 2000 Maribor.

2.3 Značilnosti lastništva v ocenjevanem podjetju

Na dan 31.12.2017 je imelo podjetje naslednjo lastniško strukturo:

Delničar	število delnic	Delež v %
ARRIVA INTERNATIONAL LIMITED	373.099	75,88%
MESTNA OBČINA MARIBOR	71.366	14,51%
POLFIN D.O.O.	24.396	4,96%
PLEŠA PAVAO	11.435	2,33%
CERTA D.D.	4.970	1,01%
ILIRIKA MODRA ZVEDA D.D.	869	0,18%
OSTALI DELNIČARJI	5.550	1,13%
SKUPAJ	491.685	100,00%

V nadaljevanju povzemamo značilnosti lastništva podjetja iz statuta, ki je bil notarsko overjen 30.08.2016.

Osnovni kapital družbe znaša 2.051.765,15 EUR in je razdeljen na 491.685 prosto prenosljivih imenskih kosovnih delnic. Vsaka kosovna delnica ima enak delež in pripadajoč znesek v osnovnem kapitalu.

O povečanju osnovnega kapitala z novo izdajo delnic, glede vrste ter razreda delnic, odloča skupščina s $\frac{3}{4}$ večino pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala. Dotedanji delničarji imajo prednostno pravico do vpisa novih delnic v sorazmerju z njihovimi deleži v osnovnem kapitalu družbe. Prednostna pravica se lahko izključni samo na podlagi sklepa skupščine, sprejetega s $\frac{3}{4}$ večino.

Skupščina lahko z navadno večino sklene, da se osnovni kapital družbe poveča iz rezerv oz. iz dobička družbe.

Družba lahko zmanjša osnovni kapital, če tako zahteva zakon ali če tako sklene skupščina s $\frac{3}{4}$ večino pri sklepanju zastopanega kapitala.

Organi družbe so skupščina, nadzorni svet in uprava.

Skupščina veljavno odloča, če je na seji prisotnih več kot 15% glasov (prvi sklic).

Skupščina odloča z večino oddanih glasov, če zakon ali statut ne določata drugače. S $\frac{3}{4}$ večino pri sklepanju zastopanega kapitala odloča skupščina predvsem v naslednjih zadevah:

- spremembi statuta, ukrepih za povečanje in zmanjšanje osnovnega kapitala,
- odobreno povečanje osnovnega kapitala,
- statusnih spremembah in prenehanju družbe,
- izključitvi prednostne pravice delničarjev pri novi izdaji delnic,
- drugih primerih, če tako določa zakon ali statut.

Nadzorni svet šteje 3 člane od katerih 2 z večino oddanih glasov imenuje skupščina, 1 pa svet delavcev. Vsi člani nadzornega sveta družbe imajo enake pravice in dolžnosti, če ni s statutom drugače določeno.

Uprava vodi družbo samostojno in na lastno odgovornost ter jo zastopa in predstavlja nasproti tretjim osebam neomejeno.

Delničarji imajo pravico do deleža v bilančnem dobičku, razen če je skupščina s sklepom o uporabi bilančnega dobička v skladu z ZGD odločila, da se bilančni dobiček uporabi za druge rezerve, oziroma da se bilančni dobiček ne razdeli delničarjem (preneseni dobiček). O uporabi bilančnega dobička odloča skupščina.

Delničarje, katerih delež v celotnem osnovnem kapitalu družbe znaša najmanj 5% mora družba obveščati tudi pisno.

14,51% lastniški delež ne obvladuje podjetja. V primeru prodaje tega deleža podjetju ARRIVA INTERNATIONAL LIMITED, bi to imelo nad 90% lastništvo, kar pomeni, da bi se družba lahko preoblikovala v družbo z omejeno odgovornostjo.

2.4 Izplačila dobička

V obdobju 2013 – 2017 je družba izplačala dobiček le v letu 2017 v višini 83.586 EUR oz. 0,17 EUR na delnico. Knjigovodska vrednost delnice je na dan 31.12.2017 znašala 28,41 EUR.

2.5 Trgovanje z deleži pred datumom ocenjevanja vrednosti

V obdobju 2013 – 2017 se višina lastništva pri glavnih dveh lastnikih, ni spremenila. Po kakšnih vrednostih so bile opravljene transakcije med ostalimi lastniki nam ni znano.

2.6 Analiza ekonomskih razmer in razvojne možnosti v podjetju

Cilj analize ekonomskih razmer in napovedi razvojnih možnosti v podjetju je ugotoviti prednosti in slabosti podjetja ter priložnosti in nevarnosti iz okolja.

V ta namen smo analizirali poslovno uspešnost in premoženjsko finančni položaj podjetja v zadnjih letih, s poudarkom na zadnjem letu, in posamezne poslovne funkcije. V nadaljevanju analiziramo in ocenjujemo razvojne možnosti podjetja na naslednjih področjih:

- Dejavnost;
- Prodaja;
- Investicije;
- Nabava;
- Kadri;
- Poslovna uspešnost in premoženjsko finančni položaj.

2.6.1 Analiza dejavnosti podjetja

Cilj analize dejavnosti in napovedi njenih razvojnih možnosti je ugotoviti vpliv le te na preteklo in prihodnje poslovanje podjetja, ugotoviti prednosti in slabosti v podjetju ter priložnosti in nevarnosti iz okolja.

GLAVNI PROGRAMI PODJETJA IN NJIHOVA VSEBINA

Arriva Štajerska posluje na območju Štajerske regije – trikotnik Maribor – Ptuj – Slovenska Bistrica.

Glavne dejavnosti so prevoz potnikov na javnih linijah, posebni linijski prevozi za znane naročnike (delodajalce za delavske prevoze, občine za šolske prevoze) ter občasne prevoze. Podjetje na svojem sedežu opravlja tudi dejavnost delavnice za tahografe.

POMEN POSAMEZNIH PROGRAMOV V PRETEKLOSTI

Družba opravi 70 % posla za naročnika Republiko Slovenija v okviru gospodarske javne službe javni linijski prevoz oseb v cestnem prometu, kar predstavlja »hrbtenico« za podjetje.

VIZIJA PROGRAMOV

Ker družba 70 % prihodkov pridobi od javnih naročnikov, je družba vezana na komercialni uspeh v okviru javnih naročil naročnikov.

Ključni izziv v prihodnosti bo ali bo družbi uspelo obdržati obseg poslovanja v okviru javnih linijskih prevozov tudi po decembru 2019, ko se izteče trenutno veljavna koncesijska pogodba. Naročnik mora namreč izvesti konkurenčen javni razpis, ki bo po izkušnjah skupine zmanjšal cene na trgu, čemur se bo družba morala prilagoditi – na eni strani na prihodkovni strani, na drugi strani pa na stroškovni strani, kjer bo oz. je že velika konkurenca tudi pri zaposlovanju voznikov.

Ostali segmenti poslovanja so v veliki meri vezani na hrbtenično omrežje javnega linijskega prometa

PREDNOSTI, SLABOSTI, PRILOŽNOSTI IN NEVARNOSTI PODJETJA KOT CELOTE

Prednosti:

- vpetost v mednarodno verigo,
- vzpostavljen sistem preventivnih internih varnostnih pregledov vozil, zanesljivost, spoštovanje zakonodaje,

- dokaj konstanten obseg poslovanja,
- enotna organiziranost v okviru ARRIVINIH podjetij v Sloveniji,
- zelo nizka finančna zadolženost,
- možnost pridobitve finančnih virov v okviru skupine ARRIVA ali DB.

Slabosti:

- velika odvisnost od javnih razpisov,
- velika odvisnost od opravljanja javne gospodarske službe javni potniški promet,
- kratko obdobje koncesije – 3 leta za javni linijski promet,
- visoka povprečna starost avtobusov,
- občasne stavke voznikov avtobusov,
- tveganja, ki izhajajo iz vozil glede njihove tehnične brezhibnosti. Navedeno tveganje zmanjšujejo predvsem s preventivnimi varnostnimi pregledi za vsako vozilo, ki je bolj zahtevno od tehničnega pregleda, predpisanega z zakonom. Navedeni pregledi se izvajajo vsakih 6-8 tednov, kar pomeni, da se vozilo temeljito pregleda 6,5 do 8,5 krat v enem letu, ter še dvakrat na predpisanih tehničnih pregledih,
- tveganja, ki izhajajo iz voznikov zaradi njihovega psihofizičnega stanja poskušajo zmanjševati z ustreznim osveščanjem voznikov, občasnim preverjanjem – kontrolo. Predvsem pa z ustrežno organizacijo dela na način, ki je skladen z zakonodajo. Potrebna so izobraževanja, kot tudi izoblikovanje ustreznih odnosov v družbi.

Priložnosti:

- morebitne pridobitve novih linij v letu 2019, ko bo ponoven javni razpis za koncesijske pogodbe (od sedanjih koncesionarjev AP MS, NOMAGO),
- pridobitve koncesij mestnega prometa,
- morebitna sprememba zakonodaje, ki bi omogočila daljše koncesijsko obdobje,
- nadaljnja gospodarska rast v Sloveniji in s tem porast prevozov potnikov tako javnih kot tudi komercialnih za delodajalce in tudi v okviru turističnih potovanj.

Nevarnosti:

- največji dejavnik tveganja je opravljanje dejavnosti same – to je izvajanje prevozov v javnem potniškem prometu. Obstoječa koncesijska pogodba velja maksimalno do 2.12.2019 in obstaja nevarnost, da v naslednjem javnem razpisu podjetje ne bo uspelo kot najugodnejši ponudnik na vseh linijah, ki jih že opravlja,
- kratko koncesijsko obdobje – 3 leta po Uredbi.

- nevarnost predstavlja velik delež financiranja iz javnih virov,
- strateško tveganje oz. tveganje ekonomskih sprememb in sprememb pri kupcih se nanaša na ustvarjalce prometne politike, oziroma je odvisno od vloge javnega potniškega prometa v prometni politiki in v vsakdanjem življenju. Od umeščenosti javnega potniškega prometa je tudi odvisna višina namenjenih proračunskih sredstev.
- Pritiski na zmanjšanje marž s strani države, saj koncesionar po Uredbi o načinu izvajanja gospodarske javne službe javni linijski prevoz potnikov v notranjem prometu in o koncesiji te javne službe v 50. členu določa, da znesek nadomestila za izvajanje obveznosti javne službe ne sme presegati zneska, potrebnega za pokrivanje upravičenih stroškov, ki so nastali pri izpolnjevanju obveznosti javne službe, ob upoštevanju ustreznih prihodkov in primernega dobička. Višina nadomestila se določi tako, da se stroškom, ki nastanejo z izvajanjem javne službe, prištejejo primeren dobiček in stroški financiranja ter odštejejo vsi prihodki pri izvajanju javne službe. Razlika predstavlja višino nadomestila. Primeren dobiček predstavlja največ višino obrestne mere za državne vrednostne papirje primerljive ročnosti glede na koncesijsko pogodbo, povečano za največ 2%. V skladu z Uredbo je trajanje koncesije tri leta.

Podatki o številu avtobusov, prevoženih kilometrih in prepeljanih potnikih:

	2013	2014	2015	2016	2017
število avtobusov	164	165	183	186	179
povprečna starost avtobusov	9,7	9,9	10,2	10,2	8,7
število prevoženih km	8.542.184	9.427.357	10.065.615	9.510.651	9.502.734
število prepeljanih potnikov	2.949.919	3.306.281	3.867.005	4.060.399	4.095.095

Čisti prihodki od prodaje po dejavnostih:

V EUR	2013	2014	2015	2016	2017	skupaj
Redne vožnje na domačem trgu (javna služba)	3.029.976	3.186.591	3.244.834	3.035.638	2.934.398	15.431.437
Redne vožnje v mednarodnem prometu	67.260	688.918	1.070.245	106.155	74.261	2.006.839
Šolski pogodbeni prevozi (pogodbe z občinami)	2.831.603	2.978.558	3.166.724	3.022.279	2.736.181	14.735.345
Delavski pogodbeni prevozi (npr. BOXMAR in SWATY)	969.745	1.011.014	1.134.472	1.060.200	1.074.133	5.249.564
Posebne vožnje na domačem trgu (izleti)	719.772	818.580	854.110	822.978	774.471	3.989.911
Posebne vožnje v mednarodnem prometu (izleti)	321.133	265.096	269.659	271.492	268.762	1.396.142
Medsebojno sodelovanje in svetovanje v skupini	218.939	325.078	278.980	416.162	537.345	1.776.504
Prihodki od organiziranih potovanj (turistična agencija)	0	220.437	420.325	215.584	168.154	1.024.500
Ostali prihodki	1.065.407	826.802	783.486	461.371	424.081	3.561.147
Skupaj	9.223.835	10.321.074	11.222.835	9.411.859	8.991.786	49.171.389

V %	2013	2014	2015	2016	2017	skupaj
Redne vožnje na domačem trgu (javna služba)	33%	31%	29%	32%	33%	31%
Redne vožnje v mednarodnem prometu	1%	7%	10%	1%	1%	4%
Šolski pogodbeni prevozi (pogodbe z občinami)	31%	29%	28%	32%	30%	30%
Delavski pogodbeni prevozi (npr. BOXMAR in SWATY)	11%	10%	10%	11%	12%	11%
Posebne vožnje na domačem trgu (izleti)	8%	8%	8%	9%	9%	8%
Posebne vožnje v mednarodnem prometu (izleti)	3%	3%	2%	3%	3%	3%
Medsebojno sodelovanje in svetovanje v skupini	2%	3%	2%	4%	6%	4%
Prihodki od organiziranih potovanj (turistična agencija)	0%	2%	4%	2%	2%	2%
Ostali prihodki	12%	8%	7%	5%	5%	7%
Skupaj	100%	100%	100%	100%	100%	100%

V letu 2018 je bila dejavnost turistične agencije bila prenesena na drugo podjetje v okviru skupine ARRIVA.

Podjetje dosega izredno visoke druge poslovne prihodke, ki se večinoma nanašajo na prihodke od subvencij:

	2.013	2.014	2015	2016	2017	Skupaj
Drugi poslovni prihodki						
prihodki od subvencij	6.594.204	6.319.071	6.217.842	6.906.258	7.097.625	33.135.000
prevrednotovalni poslovni prihodki (dobiček od prodaje OS)	46.049	2.770	12.611	51.107	62.720	175.257
prevrednotovalni poslovni prihodki od terjatev	3.793.089	4.366	20.670	21.162	17.071	3.856.358
prihodki od odprave rezervacij	3.030				7.200	10.230
Skupaj	10.436.372	6.326.207	6.251.123	6.978.527	7.184.616	37.176.845

Prihodki od subvencij so skozi leta narasli. Nanašajo se na nadomestilo za javni linijski potniški promet in na subvencije za prevoz dijakov in študentov.

2.6.2 Analiza prodaje in njene razvojne možnosti

Cilj analize prodaje in napovedi njenih razvojnih možnosti je ugotoviti vpliv prodaje na preteklo in prihodnje poslovanje podjetja, ugotoviti prednosti in slabosti v podjetju ter priložnosti in nevarnosti iz okolja.

Ocenjevano podjetje ima s koncedentom Republika Slovenija, Ministrstvo za infrastrukturo sklenjeno Koncesijsko pogodbo za opravljanje gospodarske javne službe javni linijski prevoz potnikov v notranjem cestnem prometu, ki je bila sklenjena 29.12.2017.

Predmet pogodbw je opravljanje GJS JPP v obsegu in na način, kot to določajo Zakon o prevozih v cestnem prometu, Uredba o koncesijah za opravljanje gospodarske javne službe izvajanja javnega linijskega prevoza potnikov v notranjem cestnem prometu in Uredba o načinu izvajanja gospodarske javne službe javni linijski prevoz potnikov v notranjem cestnem prometu in o koncesiji te javne službe.

Koncesionar se v skladu s to pogodbo zavezuje, da bo izvajal prevoze po registriranih voznihih redih, objavljenih na spletni strani: <ftp://ftp.drsc.si> (Register voznihih redov), ki so sestavni del te pogodbe.

Koncesijsko razmerje po tej pogodbi traja do sklenitve nove pogodbe o izvajanju storitev GJS JPP, vendar najkasneje do 2.12.2019. Če nova koncesijska pogodba ne nadomesti predmeta koncesijskega razmerja v celoti, se ta pogodba preneha uporabljati za tisti del registra voznihih redov, za katerega je nova pogodba sklenjena, koncesijsko razmerje po tej pogodbi pa preneha s sklenitvijo nove koncesijske pogodbe za zadnji registrirani vozni red, ki je predmet te pogodbe.

Koncesionar bo v obdobju od 1.1.2018 do najkasneje 2.12.2019 opravljal prevoze na registriranih voznihih redih in izvajal dejavnost, ki je predmet GJS JPP pod pogodbi iz modela normirane cene opredeljenega v točki 3. člena te pogodbe dobro delujočega podjetja in v skladu z Medsebojnim dogovorom, sklenjenim med Ministrstvom za infrastrukturo, ki je kot priloga sestavni del te pogodbe.

Koncedent bo koncesionarju izplačal kompenzacijo (IK) za opravljanje gospodarske javne službe, ki je predmet koncesijske pogodbe pod pogoji in v višini, kot je določeno v tej pogodbi, vendar ne več kot znaša maksimalna kompenzacija (MK).

Koncesionar se zavezuje, da bo najkasneje v 20 dneh po sklenitvi aneksa k tej pogodbi na začetku posameznega koledarskega leta koncedentu predložil nepogojno, nepreklicno in na prvi pisni poziv plačljivo bančno garancijo za dobo izvedbo del za čas trajanja izvajanja GJS JPP tekom koledarskega leta, kot sledi iz vsakokratne koncesionarjeve ponudbe. Garancija mora veljati še najmanj 30 dni po pretoku koledarskega leta. Vrednost garancije znaša 0,8% pogodbene vrednosti preračunano na koledarsko leto.

Iz aneksa št. 1 h koncesijski pogodbi z dne 29.12.2017, sledi da znaša v skladu s 7. in 8. členom koncesijske pogodbe od 1.1.2018 do 31.3.2018 višina normirane lastne cene 1,81 EUR/km brez DDV, višina maksimalne kompenzacije pa 0,56 EUR/km z DDV. V tem obdobju bo koncesionar opravil 2.008.264 km in okvirno 1.200 ur za izvajanje kontrole produktov IJPP, kar skupaj predstavlja pogodbeno vrednost v višini 1.153.907,84 EUR z DDV.

Glavni kupci podjetja v letu 2017 in 2016 in prodajni postopek

Z.š.	Naziv kupca	2017	2016
1.	Ministrstvo za infrastrukturo -Direktorat	3.914.475,61	3.788.275,00
2.	Ministrstvo za infrastrukturo	3.725.338,04	3.585.387,04
3.	BOXMARK LEATHER d.o.o.	1.019.196,81	1.022.724,53
4.	OBČINA SLOVENSKA BISTRICA	581.755,54	551.899,89
5.	ARRIVA ALPETOUR d.o.o.	410.840,23	0,00
6.	Mestna občina Ptuj - Oddelk za negospodarske	311.561,22	363.697,66
7.	ARRIVA DOLENJSKA IN PRIMORSKA d.o.o.	209.707,24	429.484,26
8.	OBČINA ORMOŽ	209.391,20	210.227,84
9.	HABJANIČ BRANISLAV s.p.	173.572,53	160.876,97
10.	OBČINA GORNJA RADGONA, Odsek za	153.926,93	0,00
	SKUPAJ	10.709.765,35	10.112.573,19

Prodajni postopek poteka v večini primerov preko javnih naročil. Prodajo občasnih prevozov izvajajo lokacijsko (Ptuj in Maribor). Obenem izvajajo dejavnosti, katerih namen je promocija potovanj z družbo.

Ponudba dopolnilnega programa

Delavnica precizne mehanike – enota PME, ki se ukvarja z overitvijo in popravili tahografov. S prihodki pokrivajo stroške, kar pomeni, da je navedena storitev za vozila družbe brezplačna.

Identifikacija trga in velikost

Arriva Štajerska posluje na območju Štajerske regije – trikotnik Maribor – Ptuj – Slovenska Bistrica.

Družba posluje na naslednjih lokacijah:

- delavnica za vzdrževanje vozil s parkirišči in servis tahografov Meljska cesta 97 v Mariboru – Prometna pisarna, komerciala, prometno planiranje, delavnice ter servis skupnih služb;
- delavnica za vzdrževanje vozil s parkirišči in servis tahografov na Ptuj;
- avtobusna postaja na Ptuj – prometna pisarna in prodaja vozovnic;
- enota v Slovenski Bistrici – prometna pisarna in prodaja vozovnic;
- Mlinska cesta 28, Maribor - poslovalnica za prodajo občasnih prevozov;
- Miklošičeva 2, Ptuj - poslovalnica za prodajo občasnih prevozov;
- avtobusna postaja Ormož - prodaja vozovnic.

Položaj in mesto ocenjevanega podjetja na obstoječem trgu

Najpomembnejše tržišče je tržišče Štajerske regije. Podjetje opravi 7 milijonov km v javnem linijskem prevozu, kar na ravni Slovenije predstavlja 15 % tržni delež, na območju Štajerske regije pa 80 %.

Pri šolskih prevoznih je delež družbe v regiji 52 %, pri delavskih prevoznih 60 %, pri občasnih prevoznih pa med 8-10 %. Konkurenčni podjetji Nomago d.o.o. ter Avtobusni promet Murska Sobota d.d. sta največja konkurenta na področju javnega linijskega prevoza, njuna deleža sta 37 % oz. 6 % na ravni Slovenije – v regiji pa obvladujeta 15 % delež.

Na področju šolskih, občasnih in delavskih prevozov je konkurenca huda in agresivna – kar nekaj malih prevoznikov z do 25 avtobusi, ki poslujejo z drugačnim poslovnim modelom (Tajhman turizem d.o.o., Karl Pajnkhiher s.p., Marprom d.o.o., Temna Luna 9 d.o.o., AP Novak d.o.o., Vectorius d.o.o.....)

Ocena absorpcijske sposobnosti trga in njegove razvojne tendence

Omejitve trenutno predstavlja položaj voznikov oz. razpoložljivi kandidati, ki jih bi zaposlili v primeru večjega povečanja poslovanja.

Razvojne tendence ocenjevanega podjetja na trgu

Smer razvoja je digitalizacija, uvajanje spletne prodaje, in zagotavljanje informacij potnikom v realnem času.

Izpostavljenost prodajnemu tveganju

Izpostavljenost prodajnemu tveganju je relativno visoka in se povečuje na vseh segmentih poslovanja. Največji del prihodkov družba ustvari s prevozom potnikov v linijskem prometu, kjer koncesijska pogodba družbi kot koncesionarju določa pogoje za opravljanje dejavnosti, med drugim tudi, da mora vozovnice prodajati v skladu s pogoji in tarifami, ki jih določi koncedent. Koncesijska pogodba in finančni aneksi, ki določajo finančno razmerje med koncedentom in koncesionarjem, se sklepajo za kratko obdobje in so odvisni od vsakokratno zagotovljenih proračunskih sredstev. Število brezposelnih in življenjski standard še posebej vpliva na dejavnost prodaje izletov in turističnih aranžmajev. Vplivom gospodarskega okolja pa je podvržena tudi dejavnost vzdrževanja in popravil gospodarskih vozil. S kakovostnim opravljanjem storitev in širokim izborom ponujenih storitev družba uspešno obvladuje navedeno tveganje. Del glavne dejavnosti, to je prevoz potnikov v linijskem prometu, družba opravlja po Koncesijski pogodbi za opravljanje gospodarske javne službe za izvajanje javnega linijskega prevoza potnikov, sklenjeni z Ministrstvom za infrastrukturo. Pogodba je veljavna do podelitve koncesije na podlagi javnega razpisa, vendar najkasneje do 2.12.2019.

2.6.3 Analiza investicij

Cilj analize investicij in njihove napovedi je ugotoviti vpliv le teh na preteklo in prihodnje poslovanje podjetja, ugotoviti prednosti in slabosti v podjetju ter priložnosti in nevarnosti iz okolja.

V preteklem petletnem obdobju so v podjetju izvedli naslednje investicije:

INVESTICIJE	2013	2014	2015	2016	2017	Skupaj
vlaganja v neopredmetena sredstva	30.051	16.997	3.711	120.400	14.821	185.980
vlaganje v zgradbe	166.780	120.980	51.727			339.487
avtobusi in oprema v avtobusih	1.824.648	1.367.533	3.112.598	751.000	3.742.266	10.798.045
računalniška oprema	41.539	92.500	11.734	99.806	36.993	282.572
ostalo	86.567	96.881	109.172	125.937	189.415	607.972
Skupaj	2.149.585	1.694.891	3.288.942	1.097.143	3.983.495	12.214.056

Podjetje je največ investiralo v avtobuse in opremo v avtobusih. Te investicije so predstavljale 88% vseh izvedenih investicij.

Skupno je bilo v investicije namenjeno 12,2 mio EUR, od česar je bil vir v višini 8,9 mio EUR oz. 73% v amortizaciji, ostalo pa je bilo financirano iz dobička in s krediti.

Investicije so v povprečju presegle amortizacijo za 37%.

	2013	2014	2015	2016	2017	Skupaj
poslovni prihodki	19.660.207	16.647.282	17.473.958	16.390.387	16.176.402	86.348.236
amortizacija	1.567.996	1.610.303	1.625.275	1.969.948	2.142.256	8.915.778
% amortizacije v poslovnih prihodkih	8,0%	9,7%	9,3%	12,0%	13,2%	10,3%
investicije	2.149.585	1.694.891	3.288.942	1.097.143	3.983.495	12.214.056
% investicij glede na poslovne prihodke	10,9%	10,2%	18,8%	6,7%	24,6%	14,1%
% investicij glede na amortizacijo	137,1%	105,3%	202,4%	55,7%	185,9%	137,0%

Amortizacija je v povprečju predstavljala 10,3% od poslovnih prihodkov in je od leta 2013 narasla iz 8% na 13,2% v letu 2017. V letu 2016 je podjetje na novo ocenilo dobo koristnosti avtobusov. Ugotovili so, da so glede na pričakovano fizično izrabljanje in tehnično staranje spremembe amortizacijskih stopenj utemeljene. Novi avtobusi se od 1.1.2016 amortizirajo na 8 let (pred tem med 12 in 15 let), rabljeni avtobusi pa med 5 in

8 let (odvisno od starosti vozila ob nakupu). Učinek spremembe (povišanja) amortizacijskih stopenj v letu 2016 je na poslovni izid vplival v višini 382.893 EUR.

Iz letnih poročil je razvidno, da podjetje vsako leto izloča in prodaja starejše avtobuse in osebna vozila.

Konec leta 2017 je podjetje imelo 179 avtobusov s povprečno starostjo 8,7 leta.

2.6.4 Analiza nabave in njene razvojne možnosti

Cilj analize nabave in napovedi njenih razvojnih možnosti je ugotoviti vpliv nabave na preteklo in prihodnje poslovanje podjetja, ugotoviti prednosti in slabosti v podjetju ter priložnosti in nevarnosti iz okolja.

Podjetje se spopada z vedno višjim nabavnim tveganjem, ki izhaja iz visoke stopnje odvisnosti od cene goriva, kot tudi iz naslova nakupov preko sistema javnega naročanja. Cena goriva predstavlja enega od osnovnih elementov v strukturi stroškov.

	2013	2014	2015	2016	2017	skupaj
stroški energije	2.717.651	2.774.192	2.621.440	2.127.532	2.348.881	12.589.696
stroški materiala	480.178	512.417	563.376	577.030	570.161	2.703.162
odpis drobnega inventarja	147.971	203.470	200.896	212.071	145.277	909.685
stroški pisarniškega materiala, strokovne literature in magnetnih kartic	42.372	33.561	33.559	44.356	23.632	177.480
drugi stroški materiala	19.210	8.468	20.027	14.442	12.013	74.160
Skupaj	3.407.382	3.532.108	3.439.298	2.975.431	3.099.964	16.454.183

	2013	2014	2015	2016	2017	skupaj
stroški energije	17,7%	16,7%	15,0%	13,0%	14,5%	15,3%
stroški materiala	3,1%	3,1%	3,2%	3,5%	3,5%	3,3%
odpis drobnega inventarja	1,0%	1,2%	1,1%	1,3%	0,9%	1,1%
stroški pisarniškega materiala, strokovne literature in magnetnih kartic	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,1%	0,2%
drugi stroški materiala	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Skupaj	22,1%	21,2%	19,7%	18,2%	19,2%	20,0%

Delež stroškov materiala se je skozi leta zmanjšal zaradi manjšega deleža stroškov energije v kosmatem donosu oz. pogonskega goriva. Ta se je v štirih letih zmanjšal za 3,2 odstotni točki oz. iz 0,32 EUR/km na 0,25 EUR/km.

Zelo pomembne stroške predstavljajo tudi stroški storitev

Najbolj so se stroški storitev v letu 2017 znižali pri najemninah in sicer na račun najemnin za avtobuse.

	2013	2014	2015	2016	2017	skupaj
stroški transportnih storitev	310.823	281.001	320.835	337.712	362.461	1.612.832
stroški storitev v zvezi z vzdrževanjem osnovnih sredstev	425.088	448.452	384.261	375.512	366.302	1.999.615
najemnine	379.663	416.312	473.232	472.111	373.835	2.115.153
povračila stroškov zaposlencem v zvezi z delom	60.162	94.123	99.152	65.955	61.960	381.352
stroški plačilnega prometa in bančnih storitev ter zavarovalne premije	377.845	356.048	377.377	340.394	369.996	1.821.660
stroški intelektualnih in osebnih storitev	269.080	387.856	384.013	368.825	349.968	1.759.742
stroški revizijskih storitev	27.605	18.000	19.710	28.349	13.622	107.286
stroški sejmov, reklame in reprezentance	55.659	86.497	60.226	12.758	14.163	229.303
stroški storitev fizičnih oseb	6.871	16.299	15.068	13.690	35.198	87.126
stroški drugih storitev	823.064	1.273.942	1.601.231	1.138.702	1.104.864	5.941.803
Skupaj	2.735.860	3.378.530	3.735.105	3.154.008	3.052.369	16.055.872

	2013	2014	2015	2016	2017	skupaj
stroški transportnih storitev	2,0%	1,7%	1,8%	2,1%	2,2%	2,0%
stroški storitev v zvezi z vzdrževanjem osnovnih sredstev	2,8%	2,7%	2,2%	2,3%	2,3%	2,4%
najemnine	2,5%	2,5%	2,7%	2,9%	2,3%	2,6%
povračila stroškov zaposlencem v zvezi z delom	0,4%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,5%
stroški plačilnega prometa in bančnih storitev ter zavarovalne premije	2,5%	2,1%	2,2%	2,1%	2,3%	2,2%
stroški intelektualnih in osebnih storitev	1,7%	2,3%	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%
stroški revizijskih storitev	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
stroški sejmov, reklame in reprezentance	0,4%	0,5%	0,3%	0,1%	0,1%	0,3%
stroški storitev fizičnih oseb	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
stroški drugih storitev	5,3%	7,7%	9,2%	6,9%	6,8%	7,2%
Skupaj	17,8%	20,3%	21,4%	19,2%	18,9%	19,6%

Njihov delež se je gibal med 17,8 in 21,4% v kosmatem donosu, v povprečju pa je znašal 19,6% v kosmatem donosu. Najpomembnejši so stroški drugih storitev, ki se nanašajo na:

	2013	2014	2015	2016	2017
pomembnejši stroški drugih storitev					
licenčnine za IT	125.766	129.395	100.549	86.849	125.845
stroški turističnih potovanj	0	220.437	420.396	215.584	168.154
cestnine	84.893	157.045	218.465	88.385	87.557
postajnine	344.741	384.128	406.188	414.878	409.479
skupaj	555.400	891.005	1.145.599	805.696	791.036
ostalo	267.664	382.937	455.632	333.006	313.828

2.6.5 Analiza kadrov in njihove razvojne možnosti

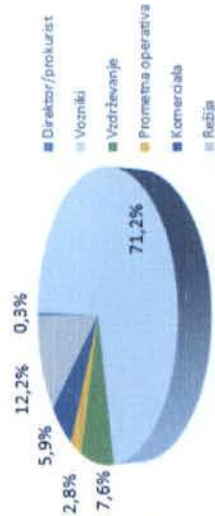
Cilj analize kadrov in napovedi njegovih razvojnih možnosti je ugotoviti vpliv kadrov na preteklo in prihodnje poslovanje podjetja, ugotoviti prednosti in slabosti v podjetju ter priložnosti in nevarnosti iz okolja.

	2013	2014	2015	2016	2017
povprečno število zaposlenih	262,00	291,00	293,00	291,00	288,00
skupni prihodki na zaposlenega	58.983	57.368	59.698	56.363	56.242
povprečni stroški dela na zaposlenega	21.509	21.646	22.848	23.525	23.799
rast stroškov dela na zaposlenega		0,6%	5,6%	3,0%	1,2%

Število zaposlenih se je bistveno povečalo v letu 2014. Skupni prihodki na zaposlenega so skozi leta upadli, povprečni stroški dela pa narasli za skupno 10,6%. Konec leta 2017 je podjetje povejšalo plače na podlagi zahtev voznikov, ki so bile izražene na stavki. Povišanje plač iz tega naslova se bo v celoti odrazilo v letu 2018, poleg tega pa je na podlagi stavkovnih zahtev predvideno nadaljnje povišanje plač še v letu 2018 in 2019.

Povprečno število zaposlenih po sektorjih:

Sektor	Povprečje 2016		Povprečje 2017		indeks 17/16
	število	delež	število	delež	
Direktor/prokurist	1	0,3%	1	0,3%	100
Vozniki	204	70,1%	205	71,2%	100
Vzdrževanje	23	7,9%	22	7,6%	96
Prometna operativa	11	3,8%	8	2,8%	73
Komerciala	18	6,2%	17	5,9%	94
Režija	34	11,7%	35	12,2%	103
Skupaj zaposleni	291	100,0%	288	100,0	99
				%	

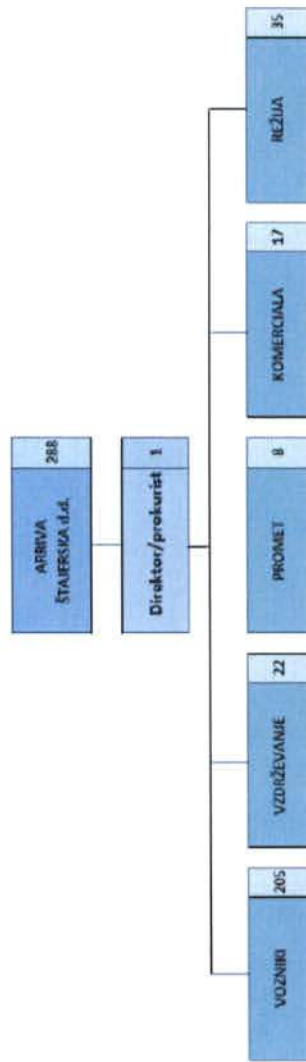


Izobrazbena struktura zaposlenih

Stopnja izobrazbe	31.12.2016		31.12.2017		indeks 17/16
	število	delež	število	delež	
I.	11	3,8%	12	4,2%	109
II.	14	4,8%	14	4,9%	100
III.	2	0,7%	2	0,7%	100
IV.	190	65,3%	184	63,9%	97
V.	49	16,8%	51	17,7%	104
6/1	13	4,5%	13	4,5%	100
6/2	11	3,8%	11	3,8%	100
7	1	0,3%	1	0,3%	100
8/1	0	0,0%	0	0,0%	
8/2	0	0,0%	0	0,0%	
Skupaj	291	100,0%	288	100,0%	99

Največji delež med zaposlenimi predstavljajo vozniki, ki imajo zaključeno IV. stopnjo izobrazbe. Druga večja skupina pa so delavci z zaključeno V. stopnjo izobrazbe, in sicer so to pretežno režijski delavci ter delavci zaposleni v prometni operativi in komerciali.

Organizacijska shema:



2.6.6 Analiza poslovne uspešnosti in premoženjsko finančnega položaja

Opravili smo analizo preteklega poslovanja podjetja v obdobju od 2013 do 2017. Računovodski izkazi podjetja so revidirani. Pri analizi se opiramo predvsem na strukturne kazalnike. Pri branju analize je treba upoštevati tudi dejstva, ki so opisana v ostalih točkah poglavja 2.6 Analiza ekonomskih razmer in razvojne možnosti v ocenjevanem podjetju.

Značilnosti poslovanja v letu 2013

V letu 2013 je bil dosežen znaten napredek v sodnih postopkih zoper Mestno občino Maribor in sicer je bila potrjena pravnomočnost obeh sodnih odločb za izterjavo neplačanih subvencij za leta 2006 - 2011. Pravnomočnost sodnih odločb je bil pomemben mejnik zaradi končne razrešitve desetletnega vprašanja glede dogovora o višini subvencije po sklenjeni koncesijski pogodbi za mestni promet v mestu Maribor, ki je botroval preteklim negativnim rezultatom zaradi popravkov vrednosti terjatev. Navkljub vložnim revizijam na obe sodbi je družba odpravila popravek vrednosti v višini 3.788.574,00 EUR, knjižila dodaten prihodek v višini 478.916,28 EUR ter upoštevala natečene zamudne obresti v višini 2.218.387,81 EUR. Poslovni učinek vsega navedenega v letu 2013 je znašal 6.485.778,09 EUR.

Značilnosti poslovanja v letu 2014

V letu 2014 je podjetje sklenilo sporazum o poravnavi z Mestno občino Maribor, v katerem je bila dogovorjena poravnava obveznosti (glavnice v znesku 7.053.852,11 EUR, v letih 2014, 2015 in 2016 – vsako leto ena tretjina skupaj z natečenimi dogovorjenimi obrestmi po letni obrestni meri

6,5%. V letu 2014 je bil iz tega naslova prejem plačila prvega obroka po sporazumu v znesku 2.385.200,51 EUR. Zadolženost do matične družbe se je v tem letu zmanjšala za 1.478.142 EUR. Znatno so se povečali prihodki od prodaje in sicer za 1.097.240 EUR, od česar večji del odpade na tuje trge iz naslova nove mednarodne line IC Bus.

Značilnosti poslovanja v letu 2015

Zadolženost do matične družbe se je zmanjšala za 4.775.570 EUR. V tem letu je bila izdana dokončna odločitev Vrhovnega sodišča v zadevi spora z Mestno občino Maribor in sicer so bile vložene revizije zavrnjene. Ponovno so se znatno povečali prihodki od prodaje in sicer za 901.760 EUR, od česar del povečanja odpade na tuje trge zaradi celoletnega izvajanja IC Bus linije z dvonadstropnimi avtobusi, kot tudi uvedbe dodatne 4. rotacije v poletni sezoni, del povečanja prihodkov pa je iz naslova večjega obsega izvajanja šolskih prevozov ter dejavnosti turistične agencije.

Značilnosti poslovanja v letu 2016

V letu 2016 so nadomestili prihodek iz izgubljenih pogodb za šolske prevoze z drugimi posli. V letu 2016 je bilo izvedeno končno plačilo obveznosti s strani Mestne občine Maribor. Aktivno so sodelovali pri uvedbi Integriranega javnega potniškega prometa. Vzpostavitev integriranega javnega potniškega prometa je povzročila delno spremembo v financiranju izvajanja gospodarske javne službe javnega linijskega prevoza v cestnem prometu. V letu 2016 so prenehali z izvajanjem šolskih prevozov v Mestni občini Maribor, ker je naročnik prenesel izvajanje le-teh na javno podjetje, ki je lasti same občine. V letu 2016 so na dobro poslovanje vplivale nižje cene goriva. Na področju primestnega prometa je bilo leto 2016 prelomno iz vidika uveljavitve nove koncesijske pogodbe za obdobje od 1.1.2016 do najkasneje 2. decembra 2019 ter aneksa k navedeni pogodbi za celotno koledarsko leto 2016. Navedeno predstavlja korak naprej k dolgoročni ureditvi financiranja dejavnosti javnega potniškega prometa. Normirana cena se z koncesijsko pogodbo prilagaja spremembah v ceni goriva, posledično je normirana cena upadla. Uvedba Integriranega javnega potniškega prometa pomeni sočasno tudi začetek priprav na razpis, ki naj bi se zgodil v letu 2018.

Značilnosti poslovanja v letu 2017

29.12.2017 je bila sklenjena nova koncesijska pogodba z enako veljavnostjo, t.j. do 2.12.2019 oziroma do podelitve nove koncesije na podlagi javnega razpisa. Sklenila se je tudi nova pogodbe o poravnavi subvencije za izvajanje subvencioniranega prevoza dijakov in študentov prvič za obdobje od 1.1.2017 do vključno 30.09.2017 in drugič od 1.10.2017 do 31.8.2018. Podaljšala pa se je tudi pogodba za opravljanje mestnega prometa v občini Ptuj. V septembru 2017 je v družbi potekala stavka voznega osebja. Družba je s predstavniki delojemalcev sklenila sporazum, s katerim je uredila višino urne postavke za vozno osebje do leta 2019 ter uredila vsa vprašanja stavkovnih zahtev.

Analiza izkaza poslovnega izida oz. poslovne uspešnosti

	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	Skupaj	Skupaj	V EUR in v %
Poslovni prihodki	19.660.207	16.647.282	17.473.958	16.390.387	16.176.402	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	86.348.236	86.348.236	100,0
- čisti prihodki od prodaje	9.223.835	10.321.075	11.222.835	9.411.859	8.991.786	46,9	62,0	64,2	57,4	55,6	57,4	55,6	57,4	55,6	57,4	55,6	49.171.390	49.171.390	56,9
- sprem. vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0,0
- usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0,0
- drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi posl. prih.)	10.436.372	6.326.207	6.251.123	6.978.528	7.184.616	53,1	38,0	35,8	42,6	44,4	42,6	44,4	42,6	44,4	42,6	44,4	37.176.846	37.176.846	43,1
Poslovni odhodki	13.514.306	15.048.286	15.676.381	15.081.093	15.275.145	68,7	90,4	89,7	92,0	94,4	89,7	92,0	94,4	89,7	92,0	94,4	74.595.211	74.595.211	86,4
- nabavna vrednost prodanega blaga in materiala						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0,0
- stroški porabljenega materiala	3.407.382	3.532.108	3.439.298	2.975.431	3.099.964	17,3	21,2	19,7	18,2	19,2	18,2	19,2	18,2	19,2	18,2	19,2	16.454.183	16.454.183	19,1
- stroški storitev	2.735.860	3.378.530	3.735.105	3.154.008	3.052.369	13,9	20,3	21,4	19,2	18,9	19,2	18,9	19,2	18,9	19,2	18,9	16.055.872	16.055.872	18,6
- stroški dela	5.635.261	6.298.900	6.694.575	6.845.726	6.854.023	28,7	37,8	38,3	41,8	42,4	38,3	41,8	42,4	38,3	41,8	42,4	32.328.485	32.328.485	37,4
- amortizacija	1.567.996	1.610.303	1.625.275	1.969.948	2.142.256	8,0	9,7	9,3	12,0	13,2	9,3	12,0	13,2	9,3	12,0	13,2	8.915.778	8.915.778	10,3
- prevredn. poslovni odhod. pri neopr. sredstvih in OOS	76			482	798	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.356	1.356	0,0
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	50.111	82.352	27.291	41.138	12.590	0,3	0,5	0,2	0,3	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	213.482	213.482	0,2
- drugi poslovni odhodki	117.620	146.093	154.837	94.360	113.145	0,6	0,9	0,9	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	626.055	626.055	0,7
POSLOVNI PRIHODKI - POSLOVNI ODHODKI	6.145.901	1.598.996	1.797.577	1.309.294	901.257	31,3	9,6	10,3	8,0	5,6	10,3	8,0	5,6	10,3	8,0	5,6	11.753.025	11.753.025	13,6
Finančni prihodki	2.274.474	381.454	222.522	66.911	15.353	11,6	2,3	1,3	0,4	0,1	1,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	2.960.714	2.960.714	3,4
Finančni odhodki	169.494	77.285	60.129	33.911	18.629	0,9	0,5	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	359.448	359.448	0,4
FINANČNI PRIHODKI - FINANČNI ODHODKI	2.104.980	304.169	162.393	33.000	-3.276	10,7	1,8	0,9	0,2	0,0	0,9	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	2.601.266	2.601.266	3,0
ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	8.250.881	1.903.165	1.959.970	1.342.294	897.981	42,0	11,4	11,2	8,2	5,6	11,2	8,2	5,6	11,2	8,2	5,6	14.354.291	14.354.291	16,6
Drugi prihodki	4.581	7.288	2.770	1.401	5.805	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21.845	21.845	0,0
Drugi odhodki	22.621	2.610	5.452	4.945	2.542	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	38.170	38.170	0,0
DRUGI PRIHODKI - DRUGI ODHODKI	-18.040	4.678	-2.682	-3.544	3.263	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-16.325	-16.325	0,0
CELOTNI POSLOVNI IZID	8.232.841	1.907.843	1.957.288	1.338.750	901.244	41,9	11,5	11,2	8,2	5,6	11,2	8,2	5,6	11,2	8,2	5,6	14.337.966	14.337.966	16,6
Davek iz dobička	673.891	312.937	270.202	230.115	3.4	3,4	1,9	1,5	1,4	0,0	1,4	0,0	1,4	0,0	1,4	0,0	1.487.145	1.487.145	1,7
Odloženi davki	547.607	2.163	-22.404	-57.966	-108.966	2,8	0,0	-0,1	-0,4	-0,7	-0,4	-0,7	-0,4	-0,7	-0,4	-0,7	360.434	360.434	0,4
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	7.011.343	1.592.743	1.709.490	1.166.601	1.010.210	35,7	9,6	9,8	7,1	6,2	9,8	7,1	6,2	9,8	7,1	6,2	12.490.387	12.490.387	14,5

Ugotovili smo, da je v podjetju v letu 2013 nastopil enkratni dogodek, ki je na poslovni rezultat vplival v višini 6.485.778,09 EUR in se je nanašal na sodne postopke zoper Mestno občino Maribor. Iz tega naslova je podjetje odpravilo popravek vrednosti v višini 3.788.574,00 EUR, knjižilo dodaten prihodek v višini 478.916,28 EUR ter upoštevalo natečene zamudne obresti v višini 2.218.387,81 EUR. Ta enkratni dogodek je vplival na poslovanje še naslednja tri leta, in sicer z zamudnimi obrestmi:

- v letu 2014 v višini 342.034 EUR,
- v letu 2015 v višini 207.864 EUR in
- v letu 2016 v višini 56.998 EUR.

Po korekcijah za enkratne dogodke so izkazi poslovnega izida naslednji:

	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017	2017	2017	Skupaj	Skupaj
						100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	82.080.846	100,0
Poslovni prihodki	15.392.817	16.647.282	17.473.958	16.390.387	16.176.402	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	82.080.846	100,0
- čisti prihodki od prodaje	9.223.835	10.321.075	11.222.835	9.411.859	8.991.786	59,9	62,0	64,2	57,4	55,6	57,4	55,6	55,6	59,9	49.171.390	59,9
- sprem. vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0,0
- usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0,0
- drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi posl. prih.)	6.168.982	6.326.207	6.251.123	6.978.528	7.184.616	40,1	38,0	35,8	42,6	44,4	42,6	44,4	44,4	40,1	32.909.456	40,1
Poslovni odhodki	13.514.306	15.048.286	15.676.381	15.081.093	15.275.145	87,8	90,4	89,7	92,0	94,4	92,0	94,4	94,4	90,9	74.595.211	90,9
- nabavna vrednost prodanega blaga in materiala						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0,0
- stroški porabljenega materiala	3.407.382	3.532.108	3.439.298	2.975.431	3.099.964	22,1	21,2	19,7	18,2	19,2	18,2	19,2	19,2	20,0	16.454.183	20,0
- stroški storitev	2.735.860	3.378.530	3.735.105	3.154.008	3.052.369	17,8	20,3	21,4	19,2	18,9	19,2	18,9	18,9	19,6	16.055.872	19,6
- stroški dela	5.635.261	6.298.900	6.694.575	6.845.726	6.854.023	36,6	37,8	38,3	41,8	42,4	41,8	42,4	42,4	39,4	32.328.485	39,4
- amortizacija	1.567.996	1.610.303	1.625.275	1.969.948	2.142.256	10,2	9,7	9,3	12,0	13,2	12,0	13,2	13,2	10,9	8.915.778	10,9
- prevredn. poslovni odhod. pri neopr. sredstvih in OOS	76			482	798	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.356	0,0
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	50.111	82.352	27.291	41.138	12.590	0,3	0,5	0,2	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	213.482	0,3
- drugi poslovni odhodki	117.620	146.093	154.837	94.360	113.145	0,8	0,9	0,9	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	626.055	0,8
POSLOVNI PRIHODKI - POSLOVNI ODHODKI	1.878.511	1.598.996	1.797.577	1.309.294	901.257	12,2	9,6	10,3	8,0	5,6	8,0	5,6	5,6	9,1	7.485.635	9,1
Finančni prihodki	56.086	39.420	14.658	9.913	15.353	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	135.431	0,2
Finančni odhodki	169.494	77.285	60.129	33.911	18.629	1,1	0,5	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4	359.448	0,4
FINANČNI PRIHODKI - FINANČNI ODHODKI	-113.408	-37.865	-45.471	-23.998	-3.276	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-224.017	-0,3
ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	1.765.103	1.561.131	1.752.106	1.285.296	897.981	11,5	9,4	10,0	7,8	5,6	7,8	5,6	5,6	8,8	7.261.617	8,8
Drugi prihodki	4.581	7.288	2.770	1.401	5.805	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21.845	0,0
Drugi odhodki	22.621	2.610	5.452	4.945	2.542	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	38.170	0,0
DRUGI PRIHODKI - DRUGI ODHODKI	-18.040	4.678	-2.682	-3.544	3.263	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-16.325	0,0
CELOTNI POSLOVNI IZID	1.747.063	1.565.809	1.749.424	1.281.752	901.244	11,3	9,4	10,0	7,8	5,6	7,8	5,6	5,6	8,8	7.245.292	8,8
Davek iz dobička	673.891	312.937	270.202	230.115	230.115	4,4	1,9	1,5	1,4	0,0	1,4	0,0	0,0	1,8	1.487.145	1,8
Odloženi davki	547.607	2.163	-22.404	-57.966	-108.966	3,6	0,0	-0,1	-0,4	-0,7	-0,4	-0,7	-0,7	0,4	360.434	0,4
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	525.565	1.250.709	1.501.626	1.109.603	1.010.210	3,4	7,5	8,6	6,8	6,2	6,8	6,2	6,2	6,6	5.397.713	6,6

V poslovnih prihodkih je struktura posameznih postavk odhodkov poslovanja naslednja (struktura je računana na poslovne prihodke):

- Stroški porabljenega materiala so se gibali med 22,1 in 18,2% v povprečju pa so znašali 20% poslovnih prihodkov. Na njihov delež v največji meri vplivajo stroški goriva.
- Stroški storitev so se gibali med 17,8 in 21,4% poslovnih prihodkov, v povprečju pa so znašali 19,6% poslovnih prihodkov. Ker v letu 2013 še ni bila izvajana dejavnost organiziranih potovanj, so bili stroški storitev občutno nižji, kot v poznejših letih.

- Delež stroškov dela v poslovnih prihodkih je narasel iz 36,6% v letu 2013 na kar 42,4% v letu 2017. Število zaposlenih se je bistveno povečalo v letu 2014, zatem pa je ostalo na približno enakem nivoju. Povprečni stroški dela so se iz 1.792 EUR v letu 2013 povzeli na 1.983 EUR.
- Delež stroškov amortizacije v poslovnih prihodkih je v opazovanem obdobju najprej padel, v letu 2016 pa je bistveno narasel, ker je ocenjevano podjetje na novo določilo krajšo življenjsko dobo avtobusov. Učinek spremembe (povišanja) amortizacijskih stopenj v letu 2016 je na poslovni izid vplival v višini 382.893 EUR, kar predstavlja 2,3% poslovnih prihodkov. V letu 2017 se je delež stroškov amortizacije še povečal, saj je podjetje zelo dosti investiralo.
- Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih so bili po letih različni, povprečno pa so predstavljali 0,3 % poslovnih prihodkov.
- Drugi poslovnih prihodki so v poprečju predstavljali 0,8% v poslovnih prihodkih.
- Podjetje je dosegalo negativni finančni izid, vendar ta ni imel bistvenega vpliva na uspešnost poslovanja.
- Izredni izid ni vplival na uspešnost poslovanja podjetja.

Uspešnost podjetja se je skozi leta poslabšala in sicer je EBIT marža iz 12,2% v letu 2013 padla na 5,6% v letu 2017 na kar je najbolj vplivalo povečanje deleža stroška dela (+5,8 odstotnih točk) in pa stroškov amortizacije (+3,1 odstotne točke), za 3 odstotne točke pa se je znižal delež stroškov materiala.

Analiza bilance stanja – premoženjsko finančni položaji

	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017	V EUR in v %	
SREDSTVA	19.606.499	18.404.730	15.229.628	15.956.010	19.237.668	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
DOLGOROČNA SREDSTVA	13.722.243	11.333.090	9.594.366	8.777.397	10.724.771	70,0	61,6	63,0	55,0	55,7		
Neopredmetna dolgoročna sredstva in dolg. AČR	105.450	78.217	57.568	148.942	111.133	0,5	0,4	0,4	0,9	0,6		
Opredmetna osnovna sredstva	8.684.690	8.701.691	9.333.990	8.359.324	10.233.868	44,3	47,3	61,3	52,4	53,2		
Naložbene nepremičnine						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Dolgoročne finančne naložbe	50.000	38.000				0,3	0,2	0,0	0,0	0,0		
Dolgoročne poslovne terjatve	4.716.042	2.351.284				24,1	12,8	0,0	0,0	0,0		
Odložene terjatve za davek	166.061	163.898	202.808	269.131	379.770	0,8	0,9	1,3	1,7	2,0		
KRATKOROČNA SREDSTVA	5.678.592	7.006.517	5.519.619	7.049.837	8.347.460	29,0	38,1	36,2	44,2	43,4		
Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Zaloge	172.480	195.781	226.722	242.744	207.123	0,9	1,1	1,5	1,5	1,1		
Kratkoročne finančne naložbe					3.849.010	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Kratkoročne poslovne terjatve	4.347.883	4.916.997	4.730.186	1.866.009	2.561.458	22,2	26,7	31,1	11,7	13,3		
Denarna sredstva	1.158.229	1.893.739	562.711	4.941.084	1.729.869	5,9	10,3	3,7	31,0	9,0		
KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	205.664	65.123	115.643	128.776	165.437	1,0	0,4	0,8	0,8	0,9		
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	19.606.499	18.404.730	15.229.628	15.956.010	19.237.668	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		
KAPITAL	8.701.170	10.202.858	11.916.775	13.024.200	13.970.115	44,4	55,4	78,2	81,6	72,6		
REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	387.676	563.993	615.371	613.369	602.559	2,0	3,1	4,0	3,8	3,1		
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	2.336	700.886	514.606	328.326	142.046	0,0	3,8	3,4	2,1	0,7		
- dolgoročne finančne obveznosti		698.550	512.270	325.990	139.710	0,0	3,8	3,4	2,0	0,7		
- dolgoročne poslovne obveznosti	2.336	2.336	2.336	2.336	2.336	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
- odložene obveznosti za davek						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	10.371.346	6.734.747	1.972.940	1.776.899	4.194.047	52,9	36,6	13,0	11,1	21,8		
- kratkoročne finančne obveznosti	6.952.263	4.775.571	186.281	186.281	186.280	35,5	25,9	1,2	1,2	1,0		
- kratkoročne poslovne obveznosti	3.419.083	1.959.176	1.786.659	1.590.618	4.007.767	17,4	10,6	11,7	10,0	20,8		
KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	143.971	202.246	209.936	213.216	328.901	0,7	1,1	1,4	1,3	1,7		

Vrednost osnovnih sredstev niha v odvisnosti od amortizacije in investicij. Večja povečanja vrednosti osnovnih sredstev so bila v letu 2015 in 2017, ko je podjetje investiralo bistveno več, kot je bilo obračunano amortizacije.

V letih 2013 in 2014 je podjetje med dolgoročnimi poslovnimi terjatvami izkazovalo terjatve do Mestne občine Maribor, ki so bile pripoznane na podlagi sodb.

Odložene terjatve za davek so oblikovane iz naslova:

- odloženih terjatev za davek iz naslova oblikovanih popravkov vrednosti terjatev, (48 tisoč EUR),
- odloženih terjatev za davek za amortizacijo (156 tisoč EUR),
- za oblikovane rezervacije za jubilejne nagrade in odpravnine (75 tisoč EUR) in
- odloženih terjatev za neizkoriščene davčne olajšave (100 tisoč EUR).

Kratkoročne finančne naložbe v višini 3,8 mio EUR konec leta 2017 se nanašajo na kratkoročno posojilo dano družbi v skupini Deutsche Bahn AG po medbančni obrestni meri in pribitkom 0,5%.

V letih 2013, 2014 in 2015 je podjetje med kratkoročnimi poslovnimi terjatvami izkazovalo terjatve do Mestne občine Maribor v višini med 2,2 in 2,5 mio EUR, ki so bile pripoznane na podlagi sodb. Do konca leta 2016 je Mestna občina Maribor vse terjatve na podlagi sodb poplačala. Kratkoročne terjatve so bile konec leta 2016 in naprej izkazane v bistveno manjših zneskih, kot pred tem. Dnevi vezave so se skozi leta bistveno zmanjšali.

Podjetje vsa leta izkazuje visoka denarna sredstva.

Kratkoročne aktivne časovne razmejitve se večinoma nanašajo na kratkoročno odložene stroške.

Kapital podjetja je ves čas naraščal. Le v letu 2017 je bilo izplačano 84 tisoč EUR dobička. V strukturi obveznosti do virov sredstev je delež lastnega kapitala narasel iz 44,4% konec leta 2013 na kar 72,6% konec leta 2017.

Rezervacije se nanašajo na rezervacije za jubilejne nagrade in odpravnine v višini 551 tisoč EUR in na rezervacije za sodne spore v višini 52 tisoč EUR.

Dolgoročna finančna zadolženost podjetja je minimalna in se z leti zmanjšuje.

V letu 2013 in 2014 je podjetje izkazovalo visoke kratkoročne finančne obveznosti, v naslednji treh letih pa je tudi kratkoročna finančna zadolženost minimalna.

Kratkoročne poslovne obveznosti zelo nihajo zaradi visokih izkazanih obveznosti do dobaviteljev konec leta 2013 (0,8 mio EUR) in konec leta 2017 (2,2 mio EUR). Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih obveznosti in PCR zelo nihajo zaradi občasnih obveznosti do dobaviteljev OS.

Pasivne časovne razmejitev se nanašajo večinoma na vnaprejšnj računane stroške in v manjši meri na kratkoročno odložene prihodke.

V zabilančni evidenci ima podjetje izkazane dane garancije za šolske prevoze za dobro izvedbo del v višini 357 tisoč EUR in obveznost do Slovenske razvojne družbe v višini 12 tisoč EUR.

Ocena uspešnosti poslovanja

Pri oceni smo se osredotočili na kazalnike, ki izražajo donosnost, financiranje, obračanje in plačilno sposobnost, vodoravni finančni ustroj, gospodarnost, produktivnost, dohodkovnost in višino angažiranega obratnega kapitala.

	V EUR				
	2013	2014	2015	2016	2017
KAZALNIKI IZRAČUNANI NA PODLAGI PRILAGOJENIH IZKAZOV POSLOVNEGA IZIDA					
povprečno število zaposlenih (povzeto iz letnih poročil)	262,00	291,00	293,00	291,00	288,00
Kategorije izida					
EBITDA (izid pred davki, obrestmi, amortizacijo in odpisi)	3.496.694	3.291.651	3.450.143	3.320.862	3.056.901
EBIT (poslovni izid)	1.878.511	1.598.996	1.797.577	1.309.294	901.257
Finančni izid	-113.408	-37.865	-45.471	-23.998	-3.276
Izredni izid	-18.040	4.678	-2.682	-3.544	3.263
Kosmati dobiček (EBT)	1.747.063	1.565.809	1.749.424	1.281.752	901.244
Davek iz dobička in odloženi davki	1.221.498	315.100	247.798	172.149	-108.966
Čisti dobiček (izguba) poslovnega leta (E)	525.565	1.250.709	1.501.626	1.109.603	1.010.210
EBITDA maža	22,7%	19,8%	19,7%	20,3%	18,9%
EBIT marža	12,2%	9,6%	10,3%	8,0%	5,6%
E marža	3,4%	7,5%	8,6%	6,8%	6,2%
Kazalniki donosnosti					
Čista donosnost kapitala (ROE)		13,2%	13,6%	8,9%	7,5%
Kosmata dobičkovnost kapitala		16,6%	15,8%	10,3%	6,7%
Proizvodnost sredstev		89,6%	105,2%	105,6%	92,0%
Čista donosnost sredstev (ROA)		6,6%	8,9%	7,1%	5,7%
Kazalniki financiranja					
Finančna moč		0,13	0,10	0,08	0,06
Finančna neodvisnost (lastniškost financiranja)		0,54	0,71	0,84	0,79
Kvaliteta čistih obratnih sredstev		0,08	2,79	4,88	-0,03
Kazalniki obračanja					
Obračanje osnovnih sredstev (v letih)		5,6	5,6	5,5	4,8
Dnevi obračanja obratnih sredstev		177,0	165,4	178,9	218,3
Dnevi vezave zalog		4	4	5	5
Dnevi vnovčevanja terjatev in AČR		105	103	76	53
Dnevi poravnave kratkoročnih poslovnih obveznosti in PČR		78	54	53	85

Kazalniki vodoravnega finančn. ustroja in plačilne sposobnosti							
Zadolženost (obr. Sred. brez ACR/povpr. kratk. in dolg. obv)			0,35	0,30	0,77	1,07	2,81
Zadolženost (obrestovani dolg / celotni dolg)		0,35				0,05	0,02
Obrestno pokritje (EBIT/finančni odhodki)		11,08	20,69	29,90	38,61	48,38	48,38
Stopnja investiranja			0,93	0,85	0,68	0,77	0,77
Likvidnost : Pospešeni koeficient		0,55	1,02	2,74	3,90	1,98	1,98
Likvidnost : Kratkoročni koeficient		0,57	1,05	2,86	4,04	2,03	2,03
Kazalniki gospodarnosti, produktivnosti in dohodkovnosti							
Gospodarnost poslovanja		112,7%	110,4%	111,1%	108,5%	105,9%	105,9%
Čista dobičkovnost skupnih prihodkov		3,4%	7,5%	8,6%	6,8%	6,2%	6,2%
Skupni prihodki na zaposlenca		58.983	57.368	59.698	56.363	56.242	56.242
Čisti dobiček (izguba) na zaposlenca		2.006	4.298	5.125	3.813	3.508	3.508
Dodana vrednost		9.131.955	9.590.551	10.144.718	10.166.588	9.910.924	9.910.924
Dodana vrednost na zaposlenca		34.855	32.957	34.624	34.937	34.413	34.413
Povprečni mesečni stroški dela na zaposlenca		1.792	1.804	1.904	1.960	1.983	1.983
Obratni kapital							
Obratni kapital		2.321.202	4.910.218	3.638.667	5.374.779	327.219	327.219
obratni kapital zmanjšan za terjatve do MOM		167.355	2.371.315	1.210.338	5.374.779	327.219	327.219
Obratni kapital /poslovni prihodki		1,1%	14,2%	6,9%	32,8%	2,0%	2,0%
potrebna denarna sredstva - 2% od kosmatega donosa		307.856	332.946	349.479	327.808	323.528	323.528
višek ali manjko denarnih sredstev		850.373	1.560.793	213.232	4.613.276	1.406.341	1.406.341
korigiran obratni kapital		-683.018	810.522	997.106	761.503	-1.079.122	-1.079.122
korigiran obratni kapital/prihodki poslovanja		-4,4%	4,9%	5,7%	4,6%	-6,7%	-6,7%
obveznosti za investicije		837.092	0	0	0	2.213.289	2.213.289
korigiran obratni kapital		154.074	810.522	997.106	761.503	1.134.167	1.134.167
korigiran obratni kapital/prihodki poslovanja		1,0%	4,9%	5,7%	4,6%	7,0%	7,0%

Povprečno število zaposlenih je bistveno naraslo v letu 2014, zatem pa se ni bistveno spreminjalo.

Družba je celotno opazovano obdobje poslovala z dobičkom iz poslovanja in s čistim dobičkom poslovnega leta.

EBITDA marža se je skozi leta znižala iz 22,7 na 18,9%. Še bolj se je znižala EBIT marža in sicer iz 12,2 na 5,6% E marža pa se je povečala, saj je podjetje svoje finančne obveznosti zmanjšalo na minimum.

Čista donosnost kapitala je bila visoka v letu 2014 (13,2%) in v letu 2015 (13,6%), zatem pa se je bistveno znižala, ker pretekli dobički niso bili izplačevani in je kapital narasel, dobički pa upadli.

Finančna neodvisnost (lastniškost financiranja) podjetja je zelo dobra.

Obračanje osnovnih sredstev je zelo hitro, saj ima podjetje visoke amortizacijske stopnje. Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih terjatev so se zmanjšali, ko je MOM v celoti poplačala terjatve. Dnevi vezave obveznosti pa se zelo spreminjajo in so odvisni od trenutnih višin obveznosti za dobavitelje osnovnih sredstev.

Likvidnost podjetja je izredno dobra.

Skupni prihodki na zaposlenca so se zadnji dve leti nekoliko zmanjšali, dodana vrednost na zaposlenca pa je dokaj konstantna.

Povprečni mesečni stroški dela na zaposlenca so v štirih letih narasli za 10,6%.

Za viške denarnih sredstev, izredne terjatve do MOM in obveznosti do dobaviteljev osnovnih sredstev korigirani obratni kapital¹ ocenjevanega podjetja se je gibal okrog 5% v poslovnih prihodkih.

¹ Obratni kapital izračunan na sledeči način: (kratkoročna sredstva – sredstva za odtujitev – kratkoročne finančne naložbe + kratkoročne AČR – kratkoročne poslovne obveznosti – kratkoročne PCR

3 ANALIZA POLOŽAJA OCENJEVANEGA PODJETJA IN NJEGOVEGA OKOLJA

3.1 Makroekonomsko okolje²

Mednarodno okolje

Pri pripravi napovedi smo predpostavili izboljšanje gospodarskih razmer v večini glavnih trgovinskih partneric. Gospodarska rast v evrskem območju naj bi se na podlagi napovedi mednarodnih institucij v obdobju 2017–2019 gibala med 1,5 % in 1,9 %. Spodbujali jo bosta domača in tuja potrošnja. Zasebna potrošnja naj bi se okrepila ob nadaljnjem izboljšanju razmer na trgu dela, pričakuje se nadaljnje okrevanje investicij. Rast izvoza pa se bo še okrepila skladno s pričakovano rastjo svetovnega gospodarstva. Optimizem glede nadaljnje rasti in ohranjanje spodbujevalne politike ECB vplivata na izboljševanje posojilnih pogojev za podjetja in gospodinjstva ter posledično višje kreditne tokove. Med pomembnejšimi trgovinskimi partnericami izven evrskega območja naj bi se nadaljevala ugodna gospodarska rast na Hrvaškem, v Rusiji pa se po lanski stagnaciji pričakuje ponovna rast gospodarske aktivnosti, zlasti v povezavi z višjimi cenami surovin.

Predpostavke glede gospodarske rasti v najpomembnejših trgovinskih partnericah

Realne stopnje rasti, v %	2016	2017		2018		2019	
		marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017	september 2017	september 2017
EU	1,9	1,7	2,0	1,7	1,9	1,8	1,8
Evrsko območje	1,8	1,6	1,9	1,6	1,8	1,5	1,5
Nemčija	1,9	1,6	1,8	1,6	1,8	1,5	1,5
Italija	0,9	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Avstrija	1,5	1,5	2,0	1,5	1,7	1,4	1,4
Francija	1,2	1,3	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
Hrvaška	2,9	2,9	2,8	2,5	2,7	2,6	2,6
Rusija	-0,2	1,0	1,4	1,3	1,5	1,6	1,6

Vir: Eurostat (za leto 2016); Consensus Forecasts, avgust 2017; Eastern Consensus Forecasts, avgust 2017; EC Spring Forecast, maj 2017; ECB staff macroeconomic projections, junij 2017; IMF World Economic Outlook Update, julij 2017; ocena UMAR.

² Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2017 dosegljivo na <http://www.gov.si/umar>

Jesenska napoved upošteva tehnično predpostavko, ki implicira razmeroma stabilne cene nafte in surovin v prihodnjih dveh letih. Cene nafte so se po povišanju ob koncu lanskega leta v pomladanskih mesecih ponovno znižale. Pri pripravi napovedi smo upoštevali tehnično predpostavko za povprečno ceno soda nafte Brent v letu 2017 v višini 51 USD/sod, kar je manj kot v Pomladanski napovedi. Na podlagi gibanj na terminskih trgih smo predpostavili njeno ohranjanje na podobni ravni tudi v naslednjih dveh letih.

Slovensko okolje

Gospodarska rast se bo letos glede na pretekla leta še okrepila (4,4 %), poleg nadaljnje rasti izvoza in zasebne potrošnje pričakujemo tudi povečanje investicij.

Bruto domači proizvod (BDP) je bil v prvi polovici leta medletno večji za 4,7 %, razpoložljivi kazalniki aktivnosti in razpoloženja nakazujejo nadaljevanje ugodnih gibanj tudi v drugi polovici leta. Pomemben dejavnik letošnje višje gospodarske rasti bo občutno višja rast izvoza kot lani, kar poleg krepitve rasti tujega povpraševanja povežujemo z izboljšanjem izvozne učinkovitosti. Ob občutnem izboljšanju razmer na trgu dela se bo nadalje povečal razpoložljivi dohodek gospodinjstev. To bo ob visoki ravni zaupanja potrošnikov prispevalo k nadaljevanju rasti zasebne potrošnje. Na letošnje višje gospodarsko rast kot v letu 2016 (3,1 %) znatno vpliva tudi dinamika državnih investicij, katerih padec je lani znižal gospodarsko rast za 1,6 o. t. Letos pričakujemo njihovo rast, kar se bo ob še okrepljeni rasti zasebnih investicij v stroje in opremo ter oživitvi stanovanjskih investicij odrazilo v znatnem pospešku rasti skupnih investicij v 2017. Ob rasti zaposlenosti v sektorju država ter izdatkov za blago in storitve se bo letos sicer skromno povečala tudi državna potrošnja.

Napoved gospodarske rasti

Realne stopnje rasti, v %	2016		2017		2018		2019	
			marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017
Bruto domači proizvod	3,1		3,6	4,4	3,2	3,9		3,2
Izvoz	6,4		6,0	8,8	5,1	7,5		6,1
Uvoz	6,6		6,5	8,9	5,6	7,7		6,3
Saldo menjave s tujino (prispevek k rasti v o.t.)	0,5		0,2	0,7	0,1	0,6		0,5
Zasebna potrošnja	4,2		3,5	3,3	2,7	3,0		2,3
Državna potrošnja	2,5		1,0	1,1	0,9	0,9		0,9
Bruto investicije v osnovna sredstva	-3,6		7,0	9,0	7,0	8,0		7,0
Sprememba zalog in vrednostni predmeti (prispevek k rasti v o.t.)	0,7		0,1	0,1	0,1	0,0		0,0

Vir: SURS, 2017–2019 napoved UMAR.

V prihodnjih dveh letih se bo široko osnovana gospodarska rast nadaljevala in se bo gibala med 3 % in 4 %. Visoka rast izvoza bo izhajala iz krepitve tujega povpraševanja in še naprej tudi ugodnega konkurenčnega položaja menjalnega sektorja. Rast povpraševanja bo podpirala

nadaljnje povečanje investicij v stroje in opremo, ugodni pogoji financiranja in rast razpoložljivega dohodka bosta prispevala k rasti stanovanjskih investicij, nadalje se bodo povečale tudi ostale gradbene investicije, tudi v povezavi z načrtovanim črpanjem evropskih sredstev. Ugodne razmere na trgu dela bodo še naprej glavni dejavnik rasti razpoložljivega dohodka in posledično potrošnje gospodinjestev. V obeh letih pričakujemo tudi nadaljevanje skromne rasti državne potrošnje.

Rast zasebne potrošnje se bo ob nadaljnji rasti razpoložljivega prihodka in visokem zaupanju potrošnikov nadaljevala. Rast razpoložljivega dohodka bo izhajala iz nadaljevanja rasti zaposlenosti in plač v zasebnem in javnem sektorju, višja bodo tudi socialna nadomestila in transferji. Ob zaupanju potrošnikov precej nad dolgoletnim povprečjem se bo nadaljevala rast potrošnje trajnih dobrin, ki se krepi že četrto leto, ter potrošnje ostalih dobrin in storitev (čez 90 % skupne potrošnje), ki je začela opazneje okrevati lani. V prihodnjih dveh letih se bo ob nadaljnji rasti vseh večjih komponent razpoložljivega dohodka rast zasebne potrošnje nadaljevala, vendar se bo postopoma upočasnila, predvsem zaradi pričakovane nižje rasti zaposlenosti.

V obdobju napovedi bo rast državne potrošnje nizka. Predvidena letošnja rast (1,1 %) izhaja predvsem iz nadaljnje rasti zaposlovanja v sektorju država ter rasti izdatkov za blago in storitve, ki pa ostaja zmerna. Podobna gibanja pričakujemo tudi v letih 2018 in 2019.

Investicijska aktivnost se bo letos močno okrepla, rast napovedujemo tudi za prihodnja leta. Državne investicije se bodo po znatnem padcu v letu 2016 letos povečale. To je ob okrepljeni rasti zasebnih investicij tudi ključni dejavnik znatno višjih skupnih investicij v primerjavi s preteklim letom. Ob izboljšanju gospodarskih razmer in zmanjšanju negotovosti rast zasebnih investicij podpirajo dobički podjetij, nizke obrestne mere, precej nižja kot pred leti je zadolženost podjetij. Visoka izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti deluje spodbujevalno na investicije, za zdaj predvsem v menjalnem sektorju. Pričakujemo pa tudi zagon investicij v nemenjalnem sektorju, ki najbolj zaostajajo za ravnjo iz let pred krizo. Ob povečanem povpraševanju po nepremičninah, rasti razpoložljivega dohodka gospodinjestev in ugodnih pogojih financiranja so letos oživele stanovanjske investicije, njihovo nadaljnjo rast pa pričakujemo tudi v prihodnjih letih.

Rast izvoza se bo letos okrepla ob višji rasti tujega povpraševanja in izboljševanju konkurenčnosti izvoznikov, visoka bo tudi v prihodnjih dveh letih. Letošnja krepitev rasti tujega povpraševanja izhaja zlasti iz večjega povpraševanja na trgih EU, deloma tudi v Rusiji. Ocenjujemo, da se bo nadalje občutno izboljšala tudi izvozna učinkovitost, ki se povečuje že od leta 2011. V celotnem obdobju napovedi tako pričakujemo nadaljevanje rasti izvoza vseh pomembnejših skupin proizvodov predelovalnih dejavnosti. Rast bo v največji meri temeljila na izvozu tehnološko zahtevnejših proizvodov, ki predstavljajo več kot polovico izvoza blaga. Izstopala bo pričakovana pospešitev izvoza motornih vozil v 2017 ob začetku proizvodnje novega modela avtomobila. Nadaljevala se bo tudi rast izvoza storitev, ki bo še naprej temeljila na izvozu transportnih storitev, potovanj in poslovnih storitev.

Rast uvoza bo ob nadaljevanju relativno visoke rasti izvoza in domače potrošnje v 2017–2019 ostala visoka. Letošnja krepitev rasti uvoza blaga bo povezana zlasti z rastjo aktivnosti v predelovalnih dejavnostih. Ob nadaljnji rasti potrošnje gospodinjestev ter investicij v opremo in stroje bosta višja tudi uvoz proizvodov za široko in investicijsko potrošnjo. V prihodnjih dveh letih se bo skladno z nižjo pričakovano rastjo v predelovalnih dejavnostih in domače potrošnja nekoliko upočasnila tudi rast uvoza blaga. Podobno dinamiko kot pri blagu pričakujemo tudi pri uvozu storitev, kjer bo rast ostala široko osnovana. K rasti bo podobno kot pri izvozu največ prispeval uvoz poslovnih in transportnih storitev, v povezavi z rastjo zasebne potrošnje pa pričakujemo tudi višjo rast trošenja domačih turistov v tujini.

Dodana vrednost po dejavnostih

	v %																			
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
A Kmetijstvo, lov, gozdarstvo, ribištvo	1,3	0,0	15,4	-26,7	27,7	-5,6	-0,8	5,4	0,5	-9,4	1,6	6,8	-8,2	-0,9	16,1	-4,7	-2,0	-8,0	7,0	0,0
BCDE Rudarstvo, predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in vodo, ravnanje z odpadki, sanitiranje okolja	8,5	3,3	5,4	4,5	5,2	3,9	7,0	7,5	1,0	-14,3	6,5	2,4	-2,5	-0,2	4,6	1,4	4,4	6,1	5,4	4,5
.od tega: C Predelovalne dejavnosti	9,4	4,3	5,8	4,9	5,1	4,1	7,0	8,4	0,2	-16,0	7,3	2,8	-3,1	-0,6	5,4	1,9	4,9	6,5	6,0	5,0
F Gradbeništvo	-1,0	-0,3	2,5	5,2	0,8	3,4	14,5	17,9	4,7	-13,4	-18,2	-10,1	-7,7	-8,8	10,5	-1,6	-4,4	10,0	6,5	5,0
GHI Trgovina in popravila vozil, promet in skladiščenje, gostinstvo	4,6	7,4	5,4	2,7	3,2	5,1	7,1	7,1	3,5	-8,9	1,2	1,7	-4,1	-0,1	3,2	5,0	5,5	6,4	4,6	3,6
J Informacijske in komunikacijske dejavnosti	5,0	5,8	-1,2	11,0	8,4	12,2	9,4	9,5	11,1	-4,4	3,3	0,1	-0,3	0,8	4,9	6,7	0,3	5,0	4,5	4,0
K Finančne in zavarovalniške dejavnosti	3,5	4,5	6,5	10,7	8,0	11,3	5,7	15,7	3,7	0,9	-0,5	-3,9	-4,3	-3,0	-1,5	-2,7	2,9	3,0	3,5	3,0
L Poslovanje z nepremičninami	1,2	1,4	2,1	1,6	1,1	3,2	2,7	4,3	6,1	-0,2	1,6	-0,4	0,3	0,5	1,2	0,1	-0,2	0,7	1,0	1,5
MN Strokovne, znanstvene, tehnične dej. in druge raznovrstne poslovne dejavnosti	6,8	3,2	2,5	3,3	3,1	-2,2	8,2	7,3	5,2	-5,9	5,7	0,6	-1,7	0,4	7,7	3,0	4,5	5,0	4,5	4,0
OPQ Uprava in obramba, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	4,2	3,0	3,1	2,5	2,6	3,1	0,9	1,5	0,2	1,5	1,2	0,3	1,2	-1,1	-0,1	1,4	2,9	2,2	1,7	1,8
RST Druge storitvene dejavnosti	-6,9	0,1	-1,1	1,5	3,4	6,5	-0,2	-0,6	0,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,7	-0,3	-0,4	3,6	5,5	1,5	2,5	3,0
1. DODANA VREDNOST	4,6	3,6	4,2	3,0	4,3	3,9	5,9	7,1	2,9	-7,3	1,3	0,3	-2,3	-0,8	3,7	2,2	3,2	4,6	4,1	3,4
2. KOREKCIJSKE POSTAVKE	1,1	-1,3	0,9	1,9	4,4	5,1	4,2	5,7	6,0	-11,0	0,7	2,8	-5,0	-3,2	-1,5	2,6	3,0	2,7	2,8	2,1
3. BRUTO DOMAČI PROIZVOD (3=1+2)	4,2	2,9	3,8	2,8	4,4	4,0	5,7	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,7	-1,1	3,0	2,3	3,1	4,4	3,9	3,2

Vir podatkov: SURS, napoved UMAR.

Zaposlenost in brezposelnost

v %	2016	2017		2018		2019	
		marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017
Zaposlenost po SNA, rast	1,9	2,2	2,7	1,5	1,7	0,9	0,9
Število registriranih brezposelnih, povprečje v letu	103,2	90,2	89,1	84,9	82,2	79,5	79,5
Stopnja registrirane brezposelnosti	11,2	9,7	9,5	9,1	8,7	8,4	8,4
Stopnja brezposelnosti po anketi o delovni sili	8,0	7,0	6,8	6,4	6,2	5,8	5,8

Vir: SURS, 2017–2019 napoved UMAR.

Ob visoki ravni zaposlenosti bodo na njeno rast v prihodnjih letih vedno bolj vplivali demografski dejavniki. Zaposlenost, ki narašča od konca 2013, se je v prvi polovici letos nadalje opazno povešala, kar pripisujemo nadaljevanju široko osnovane gospodarske rasti in ugodnim gospodarskim obetom.

Število registriranih brezposelnih se bo v obdobju 2017–2019 ob rasti zaposlovanja in gospodarske aktivnosti nadalje zmanjšalo. Zmanjšanje števila registriranih brezposelnih je bilo v prvih osmih mesecih letos še nekoliko občutnejše kot lani, k čemur je prispeval zlasti odliv iz evidence v zaposlitev v začetku leta. Še naprej se postopoma zmanjšuje priliv v brezposelnost, tako zaradi manj izgub zaposlitev kot zaradi manjšega števila iskalcev prve zaposlitve.

Plače

Stopnje rasti, v %	2016	2017		2018		2019	
		marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017
Bruto plača na zaposlenega - nominalno	1,8	3,3	2,7	3,3	3,6	3,6	3,6
- zasebni sektor	1,7	3,3	2,8	3,3	3,4	4,0	4,0
- javni sektor	2,3	3,5	3,0	3,6	4,1	2,8	2,8
Bruto plača na zaposlenega - realno	1,9	1,5	1,2	1,7	2,0	1,5	1,5
- zasebni sektor	1,8	1,5	1,3	1,7	1,8	1,9	1,9
- javni sektor	2,4	1,7	1,5	2,0	2,5	0,7	0,7

Vir: SURS, 2017–2019 napoved UMAR.

Rast plač bo v obdobju napovedi 2017–2019 ostala zmerna in ne bo presejala rasti produktivnosti. Izboljšanje razmer na trgu dela se kaže bolj v rasti zaposlenosti kot plač, kjer povečanje ostaja zmerno. Rast povprečne bruto plače v zasebnem sektorju je spodbujena z gospodarsko rastjo in s tem povezanimi dobrimi poslovnimi rezultati.

Inflacija

v %	2016	2017		2018		2019	
		marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017	marec 2017	september 2017
Inflacija – dec./dec.	0,5	2,1	1,7	1,9	1,9	2,1	2,1
Inflacija – povprečje leta	-0,1	1,8	1,5	1,6	1,6	1,6	2,1

Vir: SURS, 2017–2019 napoved UMAR.

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

Tveganja za uresničitev napovedi

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

Pomembna dejstva in ugotovitve glede mednarodnega in slovenskega okolja:

- Za EU se pričakuje v letih 2017 – 2019 nekaj pod 2% gospodarska rast.
- Slovenija je od leta 2000 naprej do leta 2007, z izjemo v letu 2003 dosegala dokaj visoke in konstantne gospodarske rasti. V poprečju je v navedenem obdobju znašala rast BDP 4,4 %.
- Gospodarska kriza v drugi polovici leta 2008 je poslabšala gospodarsko rast v tem na 3,3%. V letu 2009 se je BDP znižal za 7,8%, v naslednjih dveh letih je bila rast minimalna, ponovno znižanje pa je bilo prisotno v letu 2012 in 2013.
- Po doseženi gospodarski rasti v letu 2014 v višini 3%, 2,3% v letu 2015 in 3,1% v letu 2016, se za leto 2017 pričakuje visoko povisanje gospodarske rasti – 4,4%, za leto 2018 in 2019 pa se pričakuje 3,9 oz. 3,2% gospodarska rast.

- V obdobju 2010 – 2016 je dejavnost F Gradbeništvo dosegalo negativne realne stopnje rasti dodane vrednosti in sicer v razponu med 1,6 in 18,2% z izjemo leta 2014 ko je bila dosežena pozitivna realna rast v višini 10,5%.
- Za leto 2017 je bila predvidena 6,4% realna rast dodane vrednosti za dejavnost GHI Trgovina in popravila vozil, promet in skladiščenje, gostinstvo, kamor spada tudi ocenjevano podjetje, dosežena pa je bila dosežena v višini 7%. Jesenska napoved UMAR-ja iz leta 2017 je za 2018 predvidela 4,6% realno rast dodane vrednosti, za leto 2019 pa 3,6% rast. Pomladanska napoved UMAR-ja iz leta 2018 napoveduje 6,1% rast dodane vrednosti za leto 2018, 4,7% za leto 2019 in 3,5% za leto 2020.

3.2 Analiza in napoved ekonomskih razmer v dejavnosti ocenjevanega podjetja

Cestni javni linijski potniški prevoz (medkrajevni in mednarodni) po: MERITEV, MEDKRAJEVNI/MEDNARODNI PREVOZ, LETO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Cestni javni linijski prevoz - SKUPAJ	50971	49359	47107	47196	47667	47876	47894
Medkrajevni javni linijski prevoz	49979	48230	46179	46007	46857	47107	47141	47418
Mednarodni javni linijski prevoz	991	1128	928	1189	810	769	752	819

Prevoženi kilometri (1.000)

Opombe:

Vir: Statistični urad Republike Slovenije, Ministrstvo za infrastrukturo.

Seštevki se zaradi zaokroževanje včasih ne ujemajo.

Podatki o prevoženih kilometrih za leti 2010 in 2011 so ocene, skladne s prenovljeno metodologijo (glej Metodološka pojasnila).

Vir za ocene števila linij za leti 2010 in 2011 so podatki ministrstva, pristojnega za promet.

Podatki o potnikih in potniških kilometrih v javnem linijskem prevozu ter podatki o potnikih v mestnem javnem linijskem prevozu so od septembra 2016 zaradi uvedbe integriranega javnega potniškega prometa (IJPP) in enotnih subvencioniranih vozovnic delno ocenjeni (ocene je pripravilo Ministrstvo za infrastrukturo).

Iz zgornjih podatkov SURS-a je razvidno, da se je v predstavljenem obdobju obseg prevoženih kilometrov najprej dve leti zmanjševal po skoraj 5% na leto, zatem pa zelo počasi rase (manj kot 1% na leto).

		Cestni javni linijski potniški prevoz (medkrajevni in mednarodni) po: MERITEV, RAZDALJA, MEDKRAJEVNI/MEDNARODNI PREVOZ, LETO									
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		
Potniki (1.000)	Cestni javni linijski prevoz - SKUPAJ	28552	25359	24793	25146	26708	27735	30287	31903		
	Medkrajevni javni linijski prevoz	28148	24967	24525	24836	26448	27477	29991	31667		
	Mednarodni javni linijski prevoz	404	392	268	310	260	259	296	236		

Opombe:

Vir: Statistični urad Republike Slovenije, Ministrstvo za infrastrukturo.

Seštevki se zaradi zaokroževanje včasih ne ujemajo.

Podatki o potnikih in potniških kilometrih za leti 2010 in 2011 so ocene, skladne s prenovljeno metodologijo (glej Metodološka pojasnila).

Podatki o PKM za leto 2013 so zaradi sporočenih popravljenih podatkov revidirani.

Podatki o potnikih in potniških kilometrih v javnem linijskem prevozu ter podatki o potnikih v mestnem javnem linijskem prevozu so od septembra 2016 zaradi uvedbe integriranega javnega potniškega prometa (JPP) in enotnih subvencioniranih vozovnic delno ocenjeni (ocene je pripravilo Ministrstvo za infrastrukturo).

Število potnikov je v letu 2011 bolj upadlo, kot je upadlo število kilometrov, v letu 2012 je bil padec števila potnikov manjši od padca števila kilometrov. Od leta 2013 naprej število potnikov narašča bistveno hitreje, kot narašča število prevoženih kilometrov.

		Mestni javni linijski potniški prevoz po: MERITEV, LETO							
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Potniki (1.000)	Potniki (1.000)	47210	45980	42760	47750	47549	46321	51986	61776
	Prevoženi kilometri (1.000)	16370	14990	14307	17046	17840	17646	17645	17528

Opombe:

Vir: Statistični urad Republike Slovenije, Ministrstvo za infrastrukturo.

Seštevki se zaradi zaokroževanje včasih ne ujemajo.

Podatki o potnikih za leta od 2005 do 2010 so izračunane ocene, v katerih je odpravljen vpliv prehoda večjih podjetij na uporabo elektronskih vozovnic.

Podatki o potnikih in potniških kilometrih v javnem linijskem prevozu ter podatki o potnikih v mestnem javnem linijskem prevozu so od septembra 2016 zaradi uvedbe integriranega javnega potniškega prometa (JPP) in enotnih subvencioniranih vozovnic delno ocenjeni (ocene je pripravilo Ministrstvo za infrastrukturo).

Tudi pri mestnem javnem linijskem potniškem prevozu je bil v letu 2011 in 2012 prisoten tako upad potnikov, kot tudi prevoženih kilometrov, zadnji dve let pa je prisoten velik porast števila potnikov, ob hkratno približno enakem številu prevoženih kilometrov.

Na ekonomsko uspešnost podjetij, ki se ukvarjajo z javnim linijskim prevozom bolj vpliva število prevoženih kilometrov, kot število potnikov. Dejavnost cestnega javnega linijskega potniškega prevoza je zrela dejavnost, v kateri visoke rasti obsega celotnega poslovanja niso mogoče.

V dejavnost H 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet je v letu 2017 spadalo 193 gospodarskih družb, ki so imele 2.402 povprečno zaposlenih na podlagi delovnih ur, kar pomeni, da je imela ena družba povprečno 12,5 zaposlenih. Ustvarile so 175.164.379 EUR kosmatega donosa, kar pomeni, da je imela ena družba povprečno 0,9 mio EUR prihodkov.

Ocenjevano podjetje je bistveno večje od povprečnega podjetja v dejavnosti, tako po prihodkih, kot tudi po sredstvih.

Največje družbe po skupnih prihodkih v tej dejavnosti so:

1. Arriva Alpetour d.o.o. z 22,5 mio EUR celotnih prihodkov,
2. Arriva Štajerska d.d. z 16,2 mio EUR celotnih prihodkov,
3. Arriva Dolenjska in Primorska d.o.o. z 14,4 mio EUR celotnih prihodkov,
4. AP MS d.d. z 7,7 mio EUR celotnih prihodkov,
5. Integral brebus Brežice do.o. z 5,1 mio EUR celotnih prihodkov in
6. Arriva Kam-Bus d.o.o. z 4,8 mio EUR celotnih prihodkov v letu 2017.

Večji družbi v tej dejavnosti sta še Nomago d.o.o., ki je v letu 2016 imel 19,3 celotnih prihodkov in Javno podjetje Marprom d.o.o., ki je v letu 2016 imel 10,3 mio EUR celotnih prihodkov (za leto 2017 podatki še niso javno objavljeni).

POROČILO O OCENITVI VREDNOSTI PODJETJA ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.

Kategorije	2013	2014	2015	2016	2017	rast 2017/2013
Sredstva	169.867.349	180.172.424	206.447.055	220.089.417	238.543.914	40%
Dolgoročna sredstva	122.207.458	129.804.247	158.030.501	161.519.909	168.536.945	38%
Opremetena osnovna sredstva	106.284.237	111.064.227	113.467.466	120.457.468	127.186.480	20%
Kratkoročna sredstva	45.844.391	48.351.415	46.350.324	56.590.079	67.725.088	48%
Zaloge	2.136.187	2.056.923	1.948.563	2.184.654	2.265.254	6%
Kratkoročne poslovne terjatve	28.472.204	27.768.252	27.427.640	26.786.157	30.606.539	7%
Obveznosti do virov sredstev	169.867.349	180.172.424	206.447.055	220.089.417	238.543.914	40%
Kapital	74.280.433	84.484.076	121.132.875	133.762.722	136.818.781	84%
Finančne in poslovne obveznosti	83.667.321	82.463.012	73.798.812	74.161.430	90.598.159	8%
Dolgoročne obveznosti	32.174.501	35.575.084	35.018.614	38.003.203	45.920.186	43%
Dolgoročne finančne obveznosti	29.134.968	32.140.542	30.278.033	33.335.374	41.219.451	41%
Dolgoročne poslovne obveznosti	2.361.373	2.783.649	3.265.968	4.004.657	4.018.344	70%
Kratkoročne obveznosti	51.492.820	46.887.928	38.780.198	36.158.227	44.677.972	-13%
Kratkoročne finančne obveznosti	27.041.841	24.030.480	17.262.316	14.423.585	15.413.834	-43%
Kratkoročne poslovne obveznosti	24.450.979	22.857.448	21.517.882	21.734.642	29.264.139	20%
Kosmati donos	170.867.612	166.811.828	163.270.596	166.102.808	175.164.379	3%
Čisti prihodki od prodaje	136.154.920	135.707.751	130.373.336	132.185.347	141.237.816	4%
Poslovni odhodki	155.488.950	153.919.660	147.741.313	153.870.847	162.774.938	5%
EBITDA	34.840.654	33.055.434	36.150.644	34.380.428	35.264.061	1%
Dobiček/izgube iz poslovanja (EBIT)	15.378.662	12.892.168	15.529.283	12.231.960	12.389.442	-19%
Finančni prihodki	807.348	1.174.993	1.411.757	1.066.496	595.882	-26%
Finančni odhodki	3.690.205	2.451.665	1.945.731	1.602.602	1.600.386	-57%
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	12.345.892	11.108.342	14.051.893	12.184.045	11.747.288	-5%
Povprečno število zaposlenecv na podlagi delovnih ur v obračunskem obdobju	2.237.69	2.252,2	2.177,54	2.278,25	2.402,15	7%
Delež kapitala v financiranju	43,73	46,89	58,67	60,77	57,35	31%
Delež dolgov v financiranju	49,25	45,77	35,74	33,69	37,97	-23%
Kratkoročni koeficient likvidnosti	0,89	1,03	1,2	1,57	1,52	71%
Pospešeni koeficient likvidnosti	0,85	0,99	1,14	1,5	1,47	73%
Obračanje zalog I	50,54	63,8	63,92	63,74	62,88	24%
Obračanje kratkoročnih poslovnih terjatev	6,27	5,93	5,91	6,12	6,1	-3%
Dnevi vezave zalog I	7,22	5,72	5,71	5,73	5,8	-20%
Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih terjatev	58,22	61,59	61,76	59,6	59,8	3%
Čista dobičkovnost skupnih prihodkov	7,14	6,57	8,49	7,23	6,62	-7%
Čista donosnost sredstev	7,52	6,35	7,26	5,71	5,12	-32%
Čista donosnost kapitala	17,56	13,99	13,66	9,56	8,68	-51%
EBITDA marža glede na kosmati donos	20,4%	19,8%	22,1%	20,7%	20,1%	-1%
EBIT marža glede na kosmati donos	9,0%	7,7%	9,5%	7,4%	7,1%	-21%
E marža glede na kosmati donos	7,2%	6,7%	8,6%	7,3%	6,7%	-7%

ABECEDA SVETOVANJE d. o. o., LJUBLJANA

V opazovanem obdobju so sredstva dejavnosti narasla za 40%, kapital pa za 84%.

Kosmati donos se ni bistveno spreminjal in je nihal med 163 in 175 mio EUR, EBITDA se je gibal med 33 in 36 mio EUR, EBIT pa med 12,2 in 15,5 mio EUR. Viden je trend zniževanja EBIT marže in sicer iz 9% v letu 2013 na 7,1% v letu 2017.

Delež lastnega kapitala v financiranju se je skozi leta povečal iz 44 na 57%, čista donosnost kapitala je upadla iz 17,5% na 8,7%.

3.3 Analiza poslovanja primerljivih podjetij in dejavnosti

Kot primerljiva ali konkurenčna podjetja smo opredelili:

- Arriva Dolenjska in Primorska d.o.o.
- Nomago d.o.o.,
- Javno podjetje Marprom d.o.o.
- AP MS d.d.
- Tajhman turizem d.o.o.

Arriva Štajerska d.d.

Leto	Število zaposlenih	poslovni prihodki	ebitda	ebit	čisti dobiček	sredstva	kapital	finančni dolg	% ebitda v poslovnih prihodkih	% ebit v poslovnih prihodkih	% dobička v poslovnih prihodkih	% dobička v kapitalu	poslovni prihodki na zaposlenega	D/E	EBITDA
															marža - EBIT marža
2017	288,0	16.176.402	3.056.901	901.257	1.010.210	19.237.668	13.970.115	328.326	18,90%	5,57%	6,24%	7,23%	56.168	0,02	13,3%
2016	291,0	16.390.387	3.320.862	1.309.294	1.109.603	15.956.010	13.024.200	514.607	20,26%	7,99%	6,77%	8,52%	56.324	0,04	12,3%
2015	293,0	17.473.958	3.450.143	1.797.577	1.501.626	15.229.628	11.916.775	700.887	19,74%	10,29%	8,59%	12,60%	59.638	0,06	9,5%
2014	291,0	16.647.282	3.291.651	1.598.996	1.250.709	18.404.730	10.202.858	5.476.457	19,77%	9,61%	7,51%	12,26%	57.207	0,54	10,2%
2013	262,0	15.392.817	3.496.694	1.878.511	525.565	19.606.499	8.701.170	6.954.599	22,72%	12,20%	3,41%	6,04%	58.751	0,80	10,5%

Obseg poslovanja podjetja se ni bistveno spreminjal. Podjetje je dosegalo dobre rezultate. EBITDA in EBIT marža imata trend zmanjševanja. Kapital podjetja se je ves čas povečeval. Finančni dolg podjetja se je letu 2015 zelo zmanjšal. Poslovni prihodki na zaposlenega se zadnji dve leti zmanjšujejo.

ARRIVA Dolenjska in Primorska d.o.o.

Leto	število zaposlenih	poslovni prihodki	ebitda	ebit	čisti dobiček	sredstva	kapital	finančni dolg	% ebitda v poslovnih prihodkih	% ebit v poslovnih prihodkih	% dobička v poslovnih prihodkih	% dobička v kapitalu	poslovni prihodki na zaposlenega	EUR in v %	
														D/E	EBITDA marža - EBIT marža
2017	221,8	14.408.872	2.739.268	821.176	834.129	39.430.583	31.837.191	3.516.091	19,01%	5,70%	5,79%	2,62%	64.969	0,11	13,3%
2016	194,0	13.402.139	2.469.333	636.320	571.004	37.227.581	30.980.580	4.153.585	18,42%	4,75%	4,26%	1,84%	69.101	0,13	13,7%
2015	199,0	13.871.850	2.446.076	982.907	903.570	38.413.397	30.413.397	5.288.354	17,63%	7,09%	6,51%	2,97%	69.708	0,17	10,5%
2014	194,0	13.630.485	1.956.035	568.291	541.727	13.269.168	13.269.168	6.921.645	14,35%	4,17%	3,97%	4,08%	70.260	0,52	10,2%

Obseg poslovanja podjetja se v opazovanem obdobju ni bistveno spreminjal. EBITDA in EBIT marža sta primerljivi ocenjevanemu podjetju. Dosega pa podjetje višje poslovne prihodke na zaposlenega. Kazalec D/E je nekoliko višji kot pri ocenjevanem podjetju.

Nomago d.o.o.

Izkazi za leto 2017 še niso na razpolago.

Leto	število zaposlenih	poslovni prihodki	ebitda	ebit	čisti dobiček	sredstva	kapital	finančni dolg	% ebitda v poslovnih prihodkih	% ebit v poslovnih prihodkih	% dobička v poslovnih prihodkih	% dobička v kapitalu	poslovni prihodki na zaposlenega	EUR in v %	
														D/E	EBITDA marža - EBIT marža
2016	300,0	19.208.162	5.589.163	3.459.750	3.078.479	24.347.274	13.058.684	6.623.798	29,10%	18,01%	16,03%	23,57%	64.027	0,51	11,1%
2015	206,5	16.031.240	3.395.798	1.431.782	1.065.956	20.364.676	8.281.225	7.115.497	21,18%	8,93%	6,65%	12,87%	77.633	0,86	12,3%
2014	203,6	15.958.392	3.385.241	1.632.548	1.142.792	16.956.684	6.444.342	6.680.177	21,21%	10,23%	7,16%	17,73%	78.381	1,04	11,0%
2013	204,0	15.697.108	3.292.478	1.317.912	978.246	16.390.579	6.047.880	7.042.165	20,98%	8,40%	6,23%	16,18%	76.947	1,16	12,6%

V primerjavi s prvima dvema podjetjema, so se prihodki podjetja NOMAGO d.o.o. v letu 2016 bistveno povečali, prav tako dosega podjetja višje EBITDA in EBIT marže. Povečanje prihodkov je bilo posledica pripojitve treh podjetij Integral. So se pa poslovni prihodki na zaposlenega v letu 2016 bistveno znižali. Finančna zadolženost je višja, kot pri ocenjevanem podjetju, glede na vloženi lastni kapital pa se znižuje.

Javno podjetje MARPROM d.o.o.

Izkazi za leto 2017 še niso na razpolago.

Leto	Število zaposlenih	poslovni prihodki	ebitda	ebit	čisti dobiček	sredstva	kapital	finančni dolg	% ebitda v poslovnih prihodkih	% ebit v poslovnih prihodkih	% dobička v poslovnih prihodkih	% dobička v kapitalu	poslovni prihodki na zaposlenega	D/E	EUR in v %
															EBITDA marža - EBIT marža
2016	208,7	10.307.616	150.251	16.030	10.059	4.700.295	356.851	1.719.450	1,46%	0,16%	0,10%	2,82%	49.387	4,82	1,3%
2015	194,3	9.055.032	22.187	138.927	90.877	2.215.218	346.087	0	0,25%	1,53%	1,00%	26,26%	46.613	0,00	-1,3%
2014	166,3	7.076.614	60.625	8.338	8.676	1.950.524	255.210	0	0,86%	0,12%	0,12%	3,40%	42.548	0,00	0,7%
2013	164,5	6.640.646	-11.961	-41.641	-11.954	1.330.134	246.534	0	-0,18%	-0,63%	-0,18%	-4,85%	40.366	0,00	0,4%

Obseg poslovanja podjetja se je povečal. Podjetje je dosegalo izredno nizke vrednosti EBITDA in EBIT in s tem tudi marže. Podjetje je dosegalo bistveno nižje poslovne prihodke na zaposlenega od ocenjevanega podjetja. Podjetje ima izredno nizek lastni kapital. Avtobusi so v lasti občine Maribor.

AP MS d.d.

Leto	Število zaposlenih	poslovni prihodki	ebitda	ebit	čisti dobiček	sredstva	kapital	finančni dolg	% ebitda v poslovnih prihodkih	% ebit v poslovnih prihodkih	% dobička v poslovnih prihodkih	% dobička v kapitalu	poslovni prihodki na zaposlenega	D/E	EUR in v %
															EBITDA marža - EBIT marža
2017	136,2	7.599.526	1.460.105	438.230	506.849	10.607.639	7.651.433	1.899.709	19,21%	5,77%	6,67%	6,62%	55.809	0,25	13,4%
2016	138,0	7.309.079	1.348.422	329.615	390.660	10.251.594	7.479.277	1.758.023	18,45%	4,51%	5,34%	5,22%	52.964	0,24	13,9%
2015	139,0	7.594.960	1.665.329	695.842	681.492	10.203.446	7.211.683	2.006.139	21,93%	9,16%	8,97%	9,45%	54.640	0,28	12,8%
2014	140,0	7.660.609	1.682.667	382.382	623.246	9.910.501	6.760.033	2.129.601	21,97%	4,99%	8,14%	9,22%	54.719	0,32	17,0%

Obseg poslovanja podjetja se ni bistveno spreminjal. Podjetje je dosegalo primerljive EBITDA in EBIT marže, kot ocenjevano podjetje in nekoliko nižje poslovne prihodke na zaposlenega. Finančni dolg podjetja se ni bistveno spreminjal.

Tajhman turizem d.o.o.

Leto	število zaposlenih	poslovni prihodki	ebitda	ebit	čisti dobiček	sredstva	kapital	finančni dolg	% ebitda v poslovnih prihodkih	% ebit v poslovnih prihodkih	% dobička v poslovnih prihodkih	% dobička v kapitalu	poslovni prihodki na zaposlenega	D/E	EUR in v %	
															EBITDA marža	EBIT marža
2017	20,3	1.945.836	607.677	158.828	113.983	2.357.763	806.729	1.336.005	31,23%	8,16%	5,86%	14,13%	95.760	1,66	23,1%	
2016	15,6	1.754.416	688.417	380.658	357.592	2.079.233	692.747	1.291.222	39,24%	21,70%	20,38%	51,62%	112.319	1,86	17,5%	
2015	18,5	1.688.668	434.917	227.831	201.958	1.285.810	335.155	495.600	25,76%	13,49%	11,96%	60,26%	91.279	1,48	12,3%	
2014	19,0	1.587.287	475.115	80.599	64.951	931.182	133.197	386.974	29,93%	5,08%	4,09%	48,76%	83.541	2,91	24,9%	

Gre za bistveno manjše podjetje, ki posluje na drugačni način kot ostala zgoraj navedena podjetja. Obseg poslovanja podjetja se je povečal. Podjetju sta EBITDA in EBIT marža zelo nihali. Podjetje je dosegalo bistveno višje poslovne prihodke na zaposlenega kot ostala podjetja. Finančni dolg podjetja se zvišuje in presega višino lastnega kapitala.

Dejavnost H49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet

Leto	število zaposlenih	poslovni prihodki	ebitda	ebit	čisti dobiček	sredstva	kapital	finančni dolg	% ebitda v poslovnih prihodkih	% ebit v poslovnih prihodkih	% dobička v poslovnih prihodkih	% dobička v kapitalu	poslovni prihodki na zaposlenega	D/E	EUR in v %	
															EBITDA marža	EBIT marža
2017	2.402,2	175.164.379	35.264.061	12.389.442	11.747.288	238.543.914	136.818.781	56.633.285	20,13%	7,07%	6,71%	8,59%	72.920	0,41	13,1%	
2016	2.278,3	166.102.808	34.380.428	12.231.960	12.184.045	220.089.417	133.762.722	47.758.959	20,70%	7,36%	7,34%	9,11%	72.908	0,36	13,3%	
2015	2.177,5	163.270.596	36.150.644	15.529.283	14.051.893	206.447.055	121.132.875	47.540.349	22,14%	9,51%	8,61%	11,60%	74.979	0,39	12,6%	
2014	2.252,2	166.811.828	33.055.434	12.892.168	11.108.342	180.172.424	84.484.076	56.171.022	19,82%	7,73%	6,66%	13,15%	74.066	0,66	12,1%	
2013	2.237,7	170.867.612	34.840.654	15.378.662	12.345.892	169.867.349	74.280.433	56.176.809	20,39%	9,00%	7,23%	16,62%	76.359	0,76	11,4%	

Obseg poslovanja dejavnosti niha, vendar ne bistveno, prav tako EBITDA in EBIT. EBIT marže so zadnji dve leti v dejavnosti višje, kot pri zgoraj primerjanih podjetjih z izjemo Tajhman turizem. Dejavnost je dosegla višje poslovne prihodke na zaposlenega, kot primerljiva podjetja. Finančni dolg dejavnosti niha.

Primerjava EBIT marž

Leto	ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.	ARRIVA DOLENJSKA IN PRIMORSKA d.o.o.	NOMAGO d.o.o.	JAVNO PODJETJE MARPROM d.o.o.	AP MS d.d.	TAJHMAN TURIZEM d.o.o.	Dejavnost H 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet
2017	5,57%	5,70%	n.p.	n.p.	5,77%	8,16%	7,07%
2016	7,99%	4,75%	18,01%	0,16%	4,51%	21,70%	7,36%
2015	10,29%	7,09%	8,93%	1,53%	9,16%	13,49%	9,51%
2014	9,61%	4,17%	10,23%	0,12%	4,99%	5,08%	7,73%
povprečje	8,36%	5,43%	12,39%	0,60%	6,11%	12,11%	7,92%

Pri ocenjevanem podjetju je viden trend zniževanja EBIT marže, ki je delno pogojen z zmanjšanjem življenjske dobe avtobusov. Podobno velja za sestrsko podjetje ARRIVA Dolenjska in Primorska d.o.o.. Nomago d.o.o. dosega bistveno višjo povprečno EBIT maržo, AP MS d.d. pa je zadnje leto po EBIT marži zelo primerljivo ocenjevanemu podjetju. Zadnje opazovano leto je celotna dejavnost dosegala višjo EBIT maržo od ocenjevanega podjetja, pred tem pa se bila situacija obratna.

Primerjava računovodskih izkazov za leto 2017 oz. za leto 2016 za podjetji Nomago in Javno podjetje MARPROM

	ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.	ARRIVA DOLENJSKA IN PRIMORSKA d.o.o.	NOMAGO d.o.o.	JAVNO PODJETJE MARPROM d.o.o.	AP MS d.d.	TAJHMAN TURIZEM d.o.o.	Dejavnost H 49.391 Medkrajevni in drug cetni potniški promet
Poslovni prihodki	16.176.402	14.408.872	19.208.162	10.307.616	7.599.527	1.945.836	175.164.379
- čisti prihodki od prodaje	8.991.786	8.510.875	12.803.797	5.193.973	6.385.877	1.926.859	141.237.816
- sprem. vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0						1.232
- usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0						8.770
- drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi posl. prih.)	7.184.616	5.897.997	6.404.365	5.113.643	1.213.650	18.977	33.916.561
Poslovni odhodki	15.275.145	13.587.696	15.748.412	10.291.586	7.161.297	1.787.009	162.774.937
- stroški blaga in materiala	3.099.964	2.679.651	2.825.273	2.047.867	1.757.687	459.958	36.665.600
- stroški storitev	3.052.369	3.686.044	3.918.701	3.503.683	1.188.144	529.079	45.653.180
- stroški dela	6.854.023	5.246.855	6.782.677	4.580.051	3.181.450	339.127	56.513.291
- amortizacija	2.142.256	1.904.742	2.073.485	119.830	1.002.615	442.506	22.245.204
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredm. dolg.sred. in opredm.osn.sred.	798	0		6.825	61	4.920	341.938
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	12.590	13.350	55.928	7.565	19.199	1.423	287.477
- drugi poslovni odhodki	113.145	57.054	92.348	25.765	12.141	9.996	1.068.247
POSLOVNI PRIHODKI - POSLOVNI ODHODKI	901.257	821.176	3.459.750	16.030	438.230	158.827	12.389.442
Finančni prihodki	15.353	16.179	97.639	89	3.080	161	595.882
Finančni odhodki	18.629	53.962	217.076	14.503	47.763	47.192	1.600.386
FINANČNI PRIHODKI - FINANČNI ODHODKI	-3.276	-37.783	-119.437	-14.414	-44.683	-47.031	-1.004.504
ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	897.981	783.393	3.340.313	1.616	393.547	111.796	11.384.938
Izredni prihodki	5.805	2.452	34.424	50	134.393	13.346	1.455.667
Izredni odhodki	2.542	3.617	25.563	240	1.161	0	262.534
IZREDNI PRIHODKI - IZREDNI ODHODKI	3.263	-1.165	8.861	-190	133.232	13.346	1.193.133
CELOTNI POSLOVNI IZID	901.244	782.228	3.349.174	1.426	526.779	125.142	12.578.071
Davek od dobička	0		313.743		19.931	11.160	978.702
Odloženi davki	-108.966	-51.901	-43.048	-8.632			-147.920
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	1.010.210	834.129	3.078.479	10.058	506.848	113.982	11.747.289

Prva tri podjetja so po obsegu poslovanja dokaj primerljiva, po rezultatih poslovanja pa navzgor močno odstopa Nomago. Javno podjetje Marprom d.o.o. in Tajhman turizem nista primerljivo, AP MS d.d. pa je je manjše.

POROČILO O OCENITVI VREDNOSTI PODJETJA ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.

	ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.	ARRIVA DOLENSKA IN PRIMORSKA d.o.o.	NOMAGO d.o.o.	JAVNO PODJETJE MARPROM d.o.o.	AP MS d.d.	TAJHMAN TURIZEM d.o.o.	Dejavnost H 49.391 Medkrajevni in drug cetni potniški promet
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Poslovni prihodki							
- čisti prihodki od prodaje	55,6	59,1	66,7	50,4	84,0	99,0	80,6
- sprem. vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi posl. prih.)	44,4	40,9	33,3	49,6	16,0	1,0	19,4
Poslovni odhodki	94,4	94,3	82,0	99,8	94,2	91,8	92,9
- stroški blaga in materiala	19,2	18,6	14,7	19,9	23,1	23,6	20,9
- stroški storitev	18,9	25,6	20,4	34,0	15,6	27,2	26,1
- stroški dela	42,4	36,4	35,3	44,4	41,9	17,4	32,3
- amortizacija	13,2	13,2	10,8	1,2	13,2	22,7	12,7
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredm. dolg.sred. in opredm.osn.sred.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0,1	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2
- drugi poslovni odhodki	0,7	0,4	0,5	0,2	0,2	0,5	0,6
POSLOVNI PRIHODKI - POSLOVNI ODHODKI	5,6	5,7	18,0	0,2	5,8	8,2	7,1
Finančni prihodki	0,1	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,3
Finančni odhodki	0,1	0,4	1,1	0,1	0,6	2,4	0,9
FINANČNI PRIHODKI - FINANČNI ODHODKI	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,6	-2,4	-0,6
ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	5,6	5,4	17,4	0,0	5,2	5,7	6,5
Izredni prihodki	0,0	0,0	0,2	0,0	1,8	0,7	0,8
Izredni odhodki	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
IZREDNI PRIHODKI - IZREDNI ODHODKI	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,7	0,7
CELOTNI POSLOVNI IZID	5,6	5,4	17,4	0,0	6,9	6,4	7,2
Davek od dobička	0,0	0,0	1,6	0,0	0,3	0,6	0,6
Odloženi davki	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	6,2	5,8	16,0	0,1	6,7	5,9	6,7

Najvišjo EBIT maržo je doseglo podjetje Nomago (18%), obe ARRIVI in AP MS so dosegle zelo primerljivo EBIT maržo med 5,6 in 5,8%, medtem kot je celotna dejavnost dosegla EBIT maržo v višini 7,1%.

V EUR

	ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.	ARRIVA DOLENJSKA IN PRIMORSKA d.o.o.	NOMAGO d.o.o.	JAVNO PODIJETJE MARPRON d.o.o.	AP MS d.d.	TAJHMAN TURIZEM d.o.o.	Dejavnost H 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet
SREDSTVA	19.237.668	39.430.582	24.347.274	4.700.296	10.607.638	2.357.763	238.543.914
DOLGOROČNA SREDSTVA	10.724.771	35.113.405	14.375.399	2.304.136	8.422.997	1.816.199	168.336.944
Neopredmetena dolgoročna sredstva	111.133	188.926	103.081	2.794			1.373.602
Opredmetena osnovna sredstva	10.233.868	8.847.510	13.867.967	2.235.045	7.748.342	1.815.873	127.186.480
Naložbene nepremičnine	0	0	188.910				3.438.583
Dolgoročne finančne naložbe	0	25.331.648	214.727	49.747	674.655		35.146.884
Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	714			326	148.289
Odložene terjatve za davek	379.770	745.321		16.550			1.243.106
KRATKOROČNA SREDSTVA	8.347.460	4.003.805	9.962.023	2.087.875	1.847.063	541.564	67.725.089
Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	0	0		3.789			21.206
Zaloge	207.123	84.710	155.759	52.886	186.493		2.265.254
Kratkoročne finančne naložbe	3.849.010		150.000		22.604	134.110	16.462.182
Kratkoročne poslovne terjatve	2.561.458	2.122.137	4.463.320	1.789.457	959.426	288.783	30.606.539
Denarna sredstva	1.729.869	1.796.958	5.192.944	241.743	678.540	118.671	18.369.908
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	165.437	313.372	9.852	308.285	337.578		2.281.881
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	19.237.668	39.430.582	24.347.274	4.700.295	10.607.638	2.357.762	238.543.914
KAPITAL	13.970.115	31.837.191	13.058.684	356.851	7.651.433	806.729	136.818.781
REZERVACIJE	602.559	408.687	2.090.806	271.167	83.187		8.358.545
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	142.046	1.961.500	4.699.891	1.519.533	1.300.133	954.292	45.920.186
- dolgoročne finančne obveznosti	139.710	1.961.500	4.648.524	1.519.533	1.300.133	954.292	41.219.451
- dolgoročne poslovne obveznosti	2.336	0	3.900				4.018.344
- odložene obveznosti za davek	0	0	47.467				682.391
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	4.194.047	4.935.444	3.811.242	2.430.076	1.399.314	596.741	44.677.973
- kratkoročne finančne obveznosti	186.280	1.554.591	1.923.907	199.717	599.576	381.713	15.413.834
- kratkoročne poslovne obveznosti	4.007.767	3.380.853	1.887.335	2.230.359	799.738	215.028	29.264.139
PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	328.901	287.760	686.651	122.668	173.571		2.768.429

Ocenjevano podjetje je po vrednosti sredstev na tretjem mestu, po poslovnih prihodkih pa na drugem. ARRIVA Dolenjska in Primorska med sredstvi izkazuje tudi izredno visoke dolgoročne finančne naložbe.

POROČILO O OCENITVI VREDNOSTI PODJETJA ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.

	ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.	ARRIVA DOLENSKA IN PRIMORSKA d.o.o.	NOMAGO d.o.o.	JAVNO PODJETJE MARPROM d.o.o.	AP MS d.d.	TAJHMAN TURIZEM d.o.o.	Dejavnost H 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet
	V %						
SREDSTVA	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
DOLGOROČNA SREDSTVA	55,7	89,1	59,0	49,0	79,4	77,0	70,7
Neopredmetena dolgoročna sredstva	0,6	0,5	0,4	0,1	0,0	0,0	0,6
Opredmetena osnovna sredstva	53,2	22,4	57,0	47,6	73,0	77,0	53,3
Naložbene nepremičnine	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	1,4
Dolgoročne finančne naložbe	0,0	64,2	0,9	1,1	6,4	0,0	14,7
Dolgoročne poslovne terjatve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Odložene terjatve za davek	2,0	1,9	0,0	0,4	0,0	0,0	0,5
KRATKOROČNA SREDSTVA	43,4	10,2	40,9	44,4	17,4	23,0	28,4
Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zaloge	1,1	0,2	0,6	1,1	1,8	0,0	0,9
Kratkoročne finančne naložbe	20,0	0,0	0,6	0,0	0,2	5,7	6,9
Kratkoročne poslovne terjatve	13,3	5,4	18,3	38,1	9,0	12,2	12,8
Denarna sredstva	9,0	4,6	21,3	5,1	6,4	5,0	7,7
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	0,9	0,8	0,0	6,6	3,2	0,0	1,0
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
KAPITAL	72,6	80,7	53,6	7,6	72,1	34,2	57,4
REZERVACIJE	3,1	1,0	8,6	5,8	0,8	0,0	3,5
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	0,7	5,0	19,3	32,3	12,3	40,5	19,3
- dolgoročne finančne obveznosti	0,7	5,0	19,1	32,3	12,3	40,5	17,3
- dolgoročne poslovne obveznosti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7
- odložene obveznosti za davek	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	21,8	12,5	15,7	51,7	13,2	25,3	18,7
- kratkoročne finančne obveznosti	1,0	3,9	7,9	4,2	5,7	16,2	6,5
- kratkoročne poslovne obveznosti	20,8	8,6	7,8	47,5	7,5	9,1	12,3
PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	1,7	0,7	2,8	2,6	1,6	0,0	1,2

Ocenjevano podjetje ima v strukturi obveznosti do virov sredstev 72,6% lastnega kapitala, primerljivi delež ima AP MS d.d., ARRIVA Dolenjska in Primorska pa je dosegla kar 80,7% lastnega kapitala v strukturi obveznosti do virov sredstev. Celotna dejavnost je imela v obveznostih do virov sredstev 57,4% lastniškega kapitala, 19,3% dolgoročnih finančnih obveznosti in 6,5% kratkoročnih finančnih obveznosti.

POROČILO O OCENITVI VREDNOSTI PODJETJA ARRIVA ŠTAJERSKA d. d.

KAZALNIKI OCENJEVANEGA PODJETJA	ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.	ARRIVA DOLEJNSKA IN PRIMORSKA d.o.o.	NOMAGO d.o.o.	JAVNO PODJETJE MARPROM d.o.o.	AP MS d.d.	TAJHMAN TURIZEM d.o.o.	Dejavnost H 49.391 Medkrajevni in drugi cestni potniški promet
povprečno število zaposlenih	288	222	300	209	136	20	2402
Kategorije izida							
EBITDA (izid pred davki, obrestmi, amortizacijo in odpisi)	3.044.311	2.725.918	5.533.235	142.685	1.440.906	606.253	34.976.584
EBIT (poslovni izid)	901.257	821.176	3.459.750	16.030	438.230	158.827	12.389.442
Finančni izid	-3.276	-37.783	-119.437	-14.414	-44.683	-47.031	-1.004.504
Izredni izid	3.263	-1.165	8.861	-190	133.232	13.346	1.193.133
Kosmati dobiček (EBT)	901.244	782.228	3.349.174	1.426	526.779	125.142	12.578.071
Davki iz dobička	0	0	313.743	0	19.931	11.160	978.702
Čisti dobiček (izguba) poslovnega leta (E)	1.010.210	834.129	3.078.479	10.058	506.848	113.982	11.747.289
Kazalniki gospodarnosti, produktivnosti in dohodkovnosti							
EBITDA marža v %	18,9	19,0	29,1	1,5	19,2	31,2	20,1
EBIT marža v %	5,6	5,7	18,0	0,2	5,8	8,2	7,1
Gospodarnost poslovanja	105,9%	105,7%	120,9%	100,0%	107,3%	106,8%	107,6%
Čista dobičkovnost skupnih prihodkov	6,2%	5,8%	15,9%	0,1%	6,6%	5,8%	6,6%
Kosmata dobičkovnost skupnih prihodkov	5,6%	5,4%	17,3%	0,0%	6,8%	6,4%	7,1%
Skupni prihodki na zaposlenca	56.242	65.053	64.467	49.388	56.819	96.424	73.774
Dodana vrednost na zaposlenca	34.413	36.009	41.239	22.664	34.086	46.595	38.206
Čisti dobiček (izguba) na zaposlenca	3.508	3.761	10.262	48	3.722	5.609	4.890
Povprečni mesečni stroški dela na zaposlenca	1.983	1.971	1.884	1.829	1.947	1.391	1.961
Obratni kapital							
Obratni kapital	327.219	648.564	7.247.889	39.344	1.188.728	192.426	21.491.014
Obratni kapital /prihodki poslovanja	2,0%	4,5%	37,7%	0,4%	15,6%	9,9%	12,3%
višek denarnih sredstev nad 2%	1.406.341	1.508.781	4.808.781	35.591	526.549	79.754	14.866.620
obratni kapital po korekciji viška denarnih sredstev	-1.079.122	-860.217	2.439.108	3.753	662.179	112.672	6.624.394
Obratni kapital /prihodki poslovanja	-6,7%	-6,0%	12,7%	0,0%	8,7%	5,8%	3,8%
Dnevi vezave							
dnevi vezave kratkoročnih poslovnih terjatev	49,95	46,29	65,11	62,49	44,08	60,53	59,80
dnevi vezave kratkoročnih poslovnih obveznosti	77,88	75,82	45,69	69,92	46,39	42,32	66,53

EBITDA marža treh podjetij in dejavnosti je primerljiva in se giblje med 19 in 20% v poslovnih prihodkih, prav tako je primerljiva EBIT marža treh istih podjetij in je okrog 5,7%, medtem kot je dejavnost dosegla nekaj boljše EBIT maržo v višini 7,1%. Ocenjevano podjetje je dosegalo druge najnižje skupne prihodke na zaposlenca med primerljivimi podjetji, nižji so tudi od povprečja dejavnosti. Ocenjevano podjetje in primerljiva podjetja imajo zelo primerljive stroške dela na zaposlenega, bistveno navzdol pa odstopa podjetje Tajhman turizem. Obratni kapital po korekciji viška denarnih sredstev se pri primerljivih podjetjih giblje zelo različno in je zelo odvisen od trenutnih investicijskih aktivnosti posameznega podjetja.

4 IZBIRA VRSTE VREDNOSTI IN METOD OCENJEVANJA

4.1 Izbira vrste vrednosti

Glede na to, da gre za potencialno prodajo, smo kot primerno vrsto vrednosti izbrali tržno vrednost.

Tržna vrednost je v skladu z MSOV 2017 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 katerem sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile.

4.2 Izbor metod ocenjevanja vrednosti

V osnovi ločimo tri načine ocenjevanja vrednosti³:

- Na donosu zasnovani način (income approach):
 - metoda diskontiranja (discounting method) čistih denarnih tokov ali dobičkov in
 - metoda kapitalizacije (capitalization method) čistih denarnih tokov ali dobičkov.
- Na tržnih primerjavah zasnovani način (market approach):
 - metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij (guideline publicly traded company method) in
 - metoda primerljivih transakcij (guideline merger and acquisition method).
- Na sredstvih zasnovani način (asset-based approach):
 - metoda čiste vrednosti sredstev (adjusted net asset method) in
 - metoda presežnih donosov (excess earnings method).

Najpogosteje uporabljena metoda je metoda pričakovanih čistih denarnih tokov podjetja. V sodobni praksi ocenjevanja vrednosti se uporablja predvsem posredni način ugotavljanja lastniškega kapitala, pri katerem najprej ugotovimo vrednost celotnega kapitala podjetja, od katere odštejemo vrednost dolga na dan vrednotenja. Metoda predpostavlja časovno neomejenost poslovanja (predpostavka delujočega podjetja). Pri tej metodi se pričakovani bodoči neto denarni donosi diskontirajo na današnjo vrednost (sedanja vrednost). Vrednost celotnega kapitala je takšna, da

³ Povzeto po Fishmanu in drugih 2000, str. od 2-5 do 2-10 in po Prattu in drugih 2000, str. 39-48.

lastnikom zagotavlja letne donose v višini zahtevane donosnosti. Le-ta je odvisna od netvegane donosnosti na trgu kapitala, tveganja naložbe v podjetje in obrestne mere za dolžniški kapital.

Metoda čiste vrednosti sredstev zajema vrednost sredstev ocenjevanega podjetja, zmanjšano za obveznosti ocenjevanega podjetja. Tudi pri tej metodi se predpostavlja časovna neomejenost poslovanja. Metoda čiste vrednosti sredstev se v primeru delujočih podjetij uporablja predvsem za vrednotenje finančnih holdingov, v drugih primerih pa večinoma ni primerna metoda.

V primerih, ko ocenjujemo obvladujoči lastniški delež nad 75 % (za likvidacijo podjetja je v skladu z ZGD potrebna 75 % večina) je potrebno preveriti tudi čisto vrednost sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja. Pri metodi čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja predpostavimo redno likvidacijo. To je likvidacija, pri kateri bi ocenjevano podjetje imelo dovolj časa, da bi unovčilo posamezne premoženjske postavke in poplačalo svoje obveznosti.

Metode, ki temeljijo na trznem načinu, so:

- metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij (metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij je primerna, ko obstaja dovolj podatkov za panogo oziroma kotira na borzi dovolj podjetij, ki so primerljiva z ocenjevanim podjetjem) in
- metoda primerljivih transakcij (metoda je primerna v primeru, ko so razpoložljivi ustrezni podatki o transakcijah).

Obe metodi uporabljata mnogokratnike, ki temeljijo bodisi na donosu bodisi na vrednosti sredstev.

V praksi ni mogoče uporabljati vedno iste metode ocenjevanja vrednosti, temveč se skušajo uporabiti tiste, ki glede na namen ocenjevanja vrednosti podjetja dajejo najboljše rezultate.

Za ocenjevanje podjetja smo, kot osnovno metodo izbrali metodo diskontiranja čistih denarnih tokov. Metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki delujočega podjetja nismo uporabili, ker ni primerna za ocenjevanje proizvodnih in storitvenih podjetij. Metoče čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja nismo uporabili, ker gre za ocenjevanje manjšinskega lastniškega deleža, ki ne more odločati o likvidaciji podjetja. Metode primerljivih na borzi uvrščenih podjetij in metode primerljivih transakcij nismo uporabili, ker nismo uspeli identificirati primerljivih podjetij in primerljivih prodaj.

Izbrana metoda ocenjevanja je v nadaljevanju teoretično podrobneje predstavljena.

5 OCENJEVANJE PODJETJA Z METODO, KI TEMELJI NA DONOSU ZASNOVANEM NAČINU

5.1 Metodološka izhodišča za ocenjevanje z metodo diskontiranih denarnih tokov

Metoda diskontiranja temelji na predpostavki, 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 mero, ki odraža časovno vrednost denarja in stopnjo tveganja, povezano z uresničitvijo pričakovanih donosov.

V ekonomski teoriji je metoda diskontiranja najprimernejši način ocenjevanja vrednosti vsake naložbe.

Metoda zahteva opredelitev:

- projekcije zneskov pričakovanih donosov v določenih časovnih intervalih in
- diskontne mere, ki odraža strošek kapitala.

Metodo diskontiranja je za ocenitev lastniškega kapitala mogoče uporabiti neposredno ali posredno.

Pri neposrednem načinu mora biti napoved donosov opredeljena tako, da opredeljuje le tiste donose, ki so namenjeni lastnikom navadnih delnic, diskontna mera pa mora obsegati strošek lastniškega kapitala (CAPM model).

Pri posrednem načinu pa mora biti napoved donosov opredeljena tako, da opredeljuje donose, ki so namenjeni lastnikom navadnih delnic in drugim naložbenikom v podjetju (imetniki prednostnih delnic, obveznic in posojilodajalci), diskontna mera pa mora odražati tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC). Od vrednosti celotnega kapitala (lastniškega in dolgovnega) moramo odšteti vrednost dolgovnega kapitala da dobimo vrednost lastniškega kapitala.

5.1.1 Pričakovani donosi

Pričakovani donosi oz. ekonomski donosi se najpogosteje merijo kot čisti denarni tokovi.

Čisti denarni tok je znesek, ki ga lahko razdelimo lastnikom ali z njim prosto razpolagamo, ne da bi ogrozili načrtovano dejavnost podjetja in načrtovani čisti denarni tok v prihodnosti.

Čisti denarni tok za lastniški kapital predstavlja:

ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	
+ nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij),	
- naložbe v osnovna sredstva (v obsegu, ki je potreben za realizacijo načrтовanega obsega aktivnosti),	
+ denarna sredstva, pridobljena z dezinvestiranjem (v obsegu, ki je potreben za prilagoditev sredstev načrtovanemu obsegu aktivnosti),	
- vlaganja v obratni kapital (v obsegu, ki je potreben za realizacijo načrtovanega obsega aktivnosti),	
+ denar iz novo najetih posojil (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)	
- odplačila anuitet iz najetih posojil	
= ČISTI DENARNI TOK ZA LASTNIŠKI KAPITAL	

Čisti denarni tok za celotni kapital predstavlja:

PRILAGOJEN DOBIČEK ALI IZGUBA IZ POSLOVANJA (NOPLAT)	
+ nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij),	
- naložbe v osnovna sredstva (v obsegu, ki je potreben za realizacijo načrtovanega obsega aktivnosti),	
+ denarna sredstva, pridobljena z dezinvestiranjem (v obsegu, ki je potreben za prilagoditev sredstev načrtovanemu obsegu aktivnosti),	
- vlaganja v obratni kapital (v obsegu, ki je potreben za realizacijo načrtovanega obsega aktivnosti),	
= ČISTI DENARNI TOK ZA CELOTNI KAPITAL	

5.1.2 Ocenjevanje zahtevane stopnje donosnosti⁴

Bodoče donose oz. denarne tokove moramo prevrednotiti na sedanjo vrednost, kar imenujemo diskontiranje. Donose diskontiramo z diskontno mero, ki je zato poleg ocene bodočih donosov, najpomembnejši vplivni dejavnik pri izračunavanju vrednosti podjetja.

V teoriji ocenjevanja predstavlja diskontna stopnja pričakovano stopnjo donosnosti (expected rate of return), izraženo v %, ki jo kupec ali investitor zahteva za nakup premoženja (podjetja) in je v neposredni povezavi s tveganostjo dotičnega premoženja (podjetja). V ekonomskem pomenu predstavlja pričakovano stopnjo donosa, ki jo zahteva naložbenik za nakup določenega podjetja, namesto, da sredstva vloži v drugo razpoložljivo naložbo, primerljivo po tveganju in ostalih naložbenih značilnostih.

⁴ Povzeto po Prattu in drugih 2000, str. 159-182.

Diskontna mera je v odstotku izražena letna stopnja donosa, s katero vsak znesek pričakovanih bodočih donosov diskontiramo na sedanjo vrednost.

Poraja se vprašanje ali naj bo diskontna mera skozi celotno obdobje projekcije konstantna ali variabilna. Argument za variabilno je, da je investitorjevo tveganje lahko na začetku projekcije večje ali manjše kot na sredini ali proti koncu projekcije. To je zelo specifična (in običajno subjektivna) ocena. Finančni analitiki običajno uporabljajo konstantno diskontno mero, ki odraža povprečno investitorjevo tveganje skozi celotni čas projekcije.

Pri ocenjevanju lastniškega kapitala na posredni način predstavlja diskontno mero tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala -WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Pri ocenjevanju lastniškega kapitala na direktni način predstavlja diskontno mero strošek lastniškega kapitala.

Elementi izračuna tehtanega povprečja stroškov celotnega kapitala – WACC model⁵

Z uporabo modela WACC izračunamo tehtano povprečje stroškov posameznih sestavin celotnega kapitala podjetja, pri čemer vsako od teh obtežimo z njenim deležem v sestavi celotnega kapitala, opredeljenim s tržno vrednostjo posamezne sestavine.

WACC izračunamo na osnovi naslednje formule:

$$WACC = (k_e \times W_e) + (k_p \times W_p) + (k_{d(pv)} [1 - t] \times W_d)$$

kjer je:	=	tehtano povprečje stroškov kapitala
WACC	=	strošek kapitala, ki se nanaša na navadne delnice
k_e	=	odstotek kapitala, ki se nanaša na navadne delnice v sestavi celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti
W_e	=	strošek kapitala, ki se nanaša na prednostne delnice
k_p	=	odstotek kapitala, ki se nanaša na prednostne delnice v sestavi
W_p	=	

⁵ Praznik 2004, str. 52.

$K_{d(pt)}$	=	celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti
t	=	strošek dolga pred obdavčitvijo
W_d	=	davčna stopnja
	=	odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti

Odstotek vsake komponente v sestavi celotnega kapitala določimo na osnovi tržnih vrednosti.

Če vrednotimo manjšinski delež v lastniškem kapitalu podjetja, potem običajno uporabimo dejansko sestavo celotnega kapitala, ker manjšinski lastnik ne more vplivati na spremembo sestave celotnega kapitala.

Če ocenjujemo obvladujoči delež, potem običajno uporabimo hipotetično sestavo celotnega kapitala pri tem običajno, kot osnovo za njeno določanje uporabimo sestavo celotnega kapitala, ki predstavlja aritmetično sredino ali mediano panoge, v kateri deluje podjetje.

Elementi izračuna stroška lastniškega kapitala - CAPM model⁶:

Strošek kapitala s pomočjo CAPM izračunamo po naslednji osnovni formuli:

$$E(R_i) = R_f + \beta(ERP)$$

kjer je:

$E(R_i)$	=	zahtevana mera donosa (strošek kapitala) navadne delnice
R_f	=	mera donosa netvegane vrednostnega papirja na dan vrednotenja
β	=	beta, mera posebnega tveganja
ERP	=	pribitek za kapitalsko tveganje, če je $\beta = 1$

Netvegana stopnja donosa (risk-free rate) - običajno jo predstavlja stopnja donosa državnega vrednostnega papirja z dolgim rokom dospelja. Netvegana stopnja donosa vsebuje tudi t.i. časovno tveganje (maturity/horizon risk), ki ga predstavlja možnost, da bo tržna vrednost obveznice nihala s spreminjanjem splošne ravni obrestnih mer.

⁶ Praznik 2004, str. 53-58 in Hartman, Seminar strošek kapitala, februar 2010.

Pribitek za kapitalno tveganje (equity risk premium - ERP) je dodatna stopnja donosa, ki jo naložbenik zahteva nad netvegano stopnjo donosa, da namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v bolj tvegane naložbe, kot so delnice (ali deleži) podjetij. Sestavljena je iz naslednjih elementov:

- a. splošna premija za kapitalno tveganje - pričakovana stopnja donosa nad netvegano stopnjo donosa vseh podjetij na trgu kapitala,
- b. premija za majhnost podjetja - dodatno pričakovana stopnja donosa zaradi večjega tveganja manjših podjetij,
- c. premija zaradi specifičnih tveganj - dodatno pričakovana stopnja donosa zaradi specifičnih tveganj podjetja, ki presega prej opredeljena tveganja (npr. country risk);

Variabilnost donosnosti (imenujemo jo tudi mera variacije) oziroma tako imenovani faktor β (beta). Prikazuje intenziteto spremenljivosti donosa v določenem podjetju v primerjavi s spreminjanjem donosnosti vseh podjetij v isti dejavnosti. V primeru, ko je vrednost mere variacije 1 ($\beta = 1$), se donosnost v obravnavanem podjetju spreminja enako kot v drugih podjetjih oziroma je tveganje v podjetju enako povprečnemu tveganju v dejavnosti. Pri $\beta > 1$ je tveganje večje, saj se donosnost močneje spreminja. Pri $\beta < 1$ pa je gibljivost donosnosti v podjetju manjša, zato je manjše tudi tveganje takšnega podjetja.

Empirične raziskave so pokazale, da CAPM model ni popolnoma uporaben za izračun stroška kapitala vseh podjetij, posebej manjših in pa podjetij izven ZDA, zato uporabljamo dopolnjeno CAPM formulo:

$$E(R_i) = R_f + \beta(ERP) + RP_s + RP_c + RP_u$$

kjer je:

RP_s = pribitek za majhnost

RP_c = pribitek za deželno tveganje

RP_u = pribitek za posebna tveganja ocenjevanega podjetja

Izbira netvegane mere donosa običajno temelji na zakladnih menicah, in sicer kratkoročnih z rokom dospelja 30 dni, srednjeročnih z rokom dospelja 5 let ali dolgoročnih z rokom dospelja 20 let.

Ocenjevalci običajno uporabljamo zakladne menice z zapadlostjo 20 let ali državne obveznice z zapadlostjo 10 let, ker:

- ustrezajo dolgoročnemu značaju naložb v lastniški kapital;
- so podvržene manjšim nihanjem kot kratkoročne mere.

Netvegano mero donosa na posameznih trgih podjetja bi morali najbolje odražati donosi desetletnih dolgoročnih obveznic. Glede na to, da so na datum ocenjevanja le te izredno nizke, menimo, da na dolgi rok predstavljajo primernejšo podlago povprečne donosnosti desetletnih obveznic.

Za določitev pribitka za kapitalsko tveganje so možni naslednji pristopi:

- zgodovinski podatki (ex post) – Ibbotson,
- model ponudbe (ex ante),
- model povpraševanja (ex ante)
- mnenjske raziskave
- drugi viri – avtorske ocene.

V novejši teoriji ocenjevanja je bolj prisoten ex ante pristop.

Shannon Pratt in Roger Grabowski sta se v knjigi Cost of Capital, 2008 opredelila »v začetku leta 2007 je razumna ocena pribitka v razponu med 3,5% in 6%, točkovna ocena pa 5%. V času recesije se približa gornji meri razpona, sredi cikla se zniža do sredine razpona, na vrhuncu cikla je blizu spodnji meji.« Duff & Phelps je kot tržno premijo za tveganje ocenil zadnjič pred datumom ocenjevanja na dan 5.9.2017 v višini 5%.

Izbira pribitka za majhnost temelji na podatkih 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital. Dejanski donosi delnic majhnih podjetij so sistematično višji od donosov, izračunanih po modelu CAPM. V študiji so podjetja razdeljena v 10 razredov. Izhajamo iz pribitka, izračunanega na podlagi vsotnih bet.

Izbira pribitka za posebna tveganja temelji na subjektivnih ocenah, pri čemer upoštevamo naslednje dejavnike:

- velika nihanja v donosu;
- velika odvisnost od ključnih kupcev;
- velika odvisnost od ključnih ljudi;
- velika odvisnost od ključnih dobaviteljev;
- nadpovprečno huda konkurenca;
- možne tožbe;
- okoljevarstveni problemi;
- potencialne dodatne obveznosti, ki niso razvidne v knjigah.

Bete, objavljene v statističnih publikacijah, odražajo tudi zadolženost podjetja ali panoge, na katero se nanašajo (levered beta).

Oceno vpliva zadolženosti na beto izločimo, tako da dobimo beto brez zadolženosti (unlevered beta) po naslednji formuli:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1 - t)(W_d / W_e)}$$

kjer je:

β_u = beta brez zadolženosti primerljivega podjetja ali panoge

β_l = beta z zadolženostjo primerljivega podjetja ali panoge

t = davčna stopnja primerljivega podjetja ali panoge

W_d = odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala primerljivega podjetja ali panoge, upoštevajoč tržne vrednosti

W_e = odstotek lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala primerljivega podjetja ali panoge, upoštevajoč tržne vrednosti

Beto brez zadolženosti nato preračunamo na beto z zadolženostjo ocenjevanega podjetja, upoštevajoč njegovo zadolženost, po naslednji formuli:

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

kjer je:

β_l = beta z zadolženostjo ocenjevanega podjetja

β_u = beta brez zadolženosti primerljivega podjetja ali panoge

t = davčna stopnja ocenjevanega podjetja

W_d = odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja, upoštevajoč tržne vrednosti

W_e = odstotek lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja, upoštevajoč tržne vrednosti

Glede na to, da se dejanske razmere na trgu kapitala, posebej ko imamo opraviti z lastniško zaprtimi podjetji (closely held companies), razlikujejo od zgoraj opredeljenih, je potrebno CAPM prilagoditi dejanskim razmeram ocenjevanih lastniško zaprtih podjetij. Zato moramo v CAPM modelu upoštevati tudi posebna tveganja, ki so značilna za ocenjevano podjetje. Glede na to, da je velik del donosa iz delnic podjetij, ki kotirajo na borzi, odvisen od sprememb tržnih cen, in da tega podatka ni za lastniško zaprta podjetja, nimamo direktne podlage za določanje bet za takšna podjetja. Zato moramo kot približek uporabiti povprečne bete primerljivih podjetij oziroma panog, v katerih deluje ocenjevano podjetje.

V kolikor kot netvegano stopnjo donosa opredelimo donos tujih obveznic moramo pri določanju mednarodnega stroška kapitala uporabiti dvostopenjski postopek, ki ga predlagata predlagata Reilly in Schweih's⁷. V prvem koraku z uporabo CAPM modela in tujih podatkov določimo

⁷ Robert F. Reilly, Robert P. Schweih's: Handbook of Advanced Business Valuation, McGraw-Hill, 2000

temeljno diskontno mero, v drugem pa z analizo deželnega tveganja in razlik v obrestnih merah določimo dodatno zahtevano stopnjo zaradi posebnih deželnih tveganj.

Pri določanju deželnega tveganja uporabljamo podatke o oceni deželnih tveganj, ki jih objavlja dvakrat letno Institutional Investor ali Damodaran.

V kolikor dodajamo deželno tveganje na podlagi podatkov Institutional Investor dodatne odstotne točke k temeljni diskontni meri določimo na osnovi naslednje formule:

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

kjer je:

- RP_d = dodatne odstotne točke k temeljni diskontni meri zaradi deželnega tveganja
- R_{US} = ocena deželnega tveganja za državo iz katere smo vzeli podatek za netvegano stopnjo donosa po Institutional Investor
- R_{SI} = ocena deželnega tveganja za Slovenijo po Institutional Investor
- RP = pribitek za splošno kapitalsko tveganje na kapitalnem trgu

V kolikor vzamemo netvegano stopnjo donosa slovenskih obveznic te prilagoditve ni potrebno opraviti, saj je v zahtevani donosnosti slovenskih obveznic vključeno tudi deželno tveganje.

V kolikor so napovedi pripravljene v realnih vrednostih (torej brez vključene inflacije) moramo določiti realno diskontno mero.

Določimo jo tako, da jo preračunamo s pomočjo Fisherjeve formule

$$(1 + \text{nominalna stopnja}) = (1 + \text{realna stopnja}) \times (1 + \text{inflacijska stopnja})$$

5.1.3 Izračun vrednosti po metodi sedanje vrednosti neto denarnih tokov⁸

Po izračunu zahtevane diskontne mere pričakovane bodoče donose diskontiramo na datum ocenjevanja.

⁸ Praznik 2004, str. 80-82.

Pri izračunu uporabimo medletno diskontiranje. Predpostavimo, da je denarni tok lastnikom razpoložljiv skozi celotno leto. Vrednost podjetja ob predpostavki, da podjetje ne bo nehalo poslovati izračunamo s pomočjo formule:

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)^{0,5}} + \frac{NDT_2}{(1+d)^{1,5}} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^{n-0,5}} + \frac{NDT_n(1+g)}{d-g} \frac{1}{(1+d)^{n-0,5}}$$

kjer je:

PV = sedanja vrednost

NDT₁...NDT_n = neto denarni tok, pričakovan v vsakem obdobju od 1 do n, pri čemer je n zadnji denarni tok, povzet po napovedi ocenjevanega podjetja

d = diskontna mera

g = predvidena stopnja rasti donosnosti

Vrednost neto denarnih tokov ob predpostavki, da podjetje ne bo prenehalo poslovati izrazimo s pomočjo Gordonovega modela. NDT_n mora predstavljati normaliziran denarni tok. Za tako opredeljen denarni tok predpostavljamo, da bo naraščal z neko stabilno stopnjo rasti.

Formula Gordonovega modela rasti:

$$PV = \frac{NDT_0(1+g)}{d-g}$$

V kolikor po zadnjem letu napovedi pričakujemo, da bo stopnja rasti donosnosti variabilna uporabimo večstopenjski Gordonov model.

5.1.4 Pribitki in odbitki

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

- odbitki oziroma pribitki, povezani s samim bistvom podjetja, ki je predmet ocenjevanja, in
- odbitki oziroma pribitki, povezani z značilnostmi lastništva v podjetju, ki je predmet ocenjevanja.

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

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

Te odbitke vgradimo že kot dodatne odstotne točke pri diskontni meri.

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

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

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

Osnovna vrednost

Izhodišče za določanje kakršnegakoli odbitka ali pribitka, ki je povezan z odnosom lastnika do ocenjevanega podjetja, je zelo jasno definirana osnova. Če odmislimo vse ostale dejavnike, lahko, upoštevajoč le vidik obvladovanja in tržljivosti lastniškega deleža, opredelimo različne ravni vrednosti, ki nam dajo osnovno vrednost, na kateri temeljimo uporabo odbitka oziroma pribitka:

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

Zgoraj prikazane ravni vrednosti, razen prve, se nanašajo na tržno vrednost ob predpostavki poslujočega podjetja. Prva raven, strateška ali sinergijska vrednost, se nanaša na vrednost za naložbenika, ko si določen naložbenik z nekaterimi njemu specifičnimi znanji in ukrepi zagotovi dodatne sinergijske učinke in s tem višjo vrednost od tiste, ki si jo lahko zagotovi hipotetičen voljan naložbenik, kot ga predvideva standard tržne

vrednosti, četudi predvidimo njegov obvladujoči lastniški delež. Ta primer pokaže, da na ravni vrednosti in s tem na osnovno vrednost med drugim vpliva tudi izbira standarda vrednosti.

Z različnimi metodami ocenjevanja dobimo različne osnovne vrednosti. Če nam je cilj opredeliti vrednost, ki se po svojem odnosu do lastnika razlikuje od dobljene osnovne vrednosti, moramo uporabiti odbitek ali pribitek.

Z uporabo na donosu zasnovanega načina dobimo vrednost bodisi obvladujočega bodisi manjšinskega deleža ob predpostavki popolne tržljivosti. Razlika med vrednostjo za obvladujočega lastnika in vrednostjo za manjšinskega lastnika se odraža v napovedi denarnega toka. Če smo izhajali iz denarnega toka, ki je razpoložljiv manjšinskemu lastniku, smo kot osnovno vrednost dobili vrednost za manjšinskega lastnika, če pa smo izhajali iz denarnega toka, razpoložljivega za obvladujočega lastnika, smo dobili osnovno vrednost za obvladujočega lastnika. Če želimo dobiti vrednost za manjšinskega lastnika v lastniško zaprti družbi, bomo izhajali iz napovedi denarnega toka, razpoložljivega za manjšinskega lastnika in uporabili odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Če pa želimo dobiti vrednost za obvladujočega lastnika v lastniško zaprtem podjetju, bomo izhajali iz napovedi razpoložljivega denarnega toka za obvladujočega lastnika in uporabili odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ki pa bo v tem primeru nižji.

Pribitek za obvladovanje in odbitek za neobvladljivost

Raven obvladovanja v podjetju v veliki meri določa tudi raven tržljivosti lastniškega deleža v podjetju, zato je pri vrednotenju podjetij vedno najprej potrebno analizirati vidik obvladovanja in s tem povezanim pribitkom oziroma odbikom, preden se lotimo analiziranja tržljivosti.

Le 100% lastnik popolnoma obvladuje podjetje, tako da le v tem primeru lahko enačimo vrednost deleža z vrednostjo podjetja (njegovega lastniškega kapitala). V vseh drugih primerih obstajajo razlogi za razmislek o uporabi odbitka za pomanjkanje obvladovanja, če to zahteva dobljena osnovna vrednost. Če gre za formalno obvladujoči delež, torej za delež, večji od 50%, potem bo velikost odbitka odvisna predvsem od naslednjih dejavnikov:

- ali lahko lastnik uveljavi pravico do likvidacije, združitve ali prestrukturiranja podjetja; če ne, bo odbitek večji;
- ali lastnik obvladuje celoten nadzorni svet; če ne, bo odbitek večji;
- ali so preostali lastniški deleži razpršeni; če niso, bo odbitek večji;
- ali obstajajo zahteve po kvalificirani večini; v tem primeru bo odbitek večji.

Če gre za formalno manjšinski delež, torej za delež, manjši od 50%, bo že zaradi tega dejstva velikost odbitka večja kot v gornjih primerih, odvisna pa bo še od naslednjih dejavnikov:

- ali ima lastnik možnost vpliva na odločitve v zvezi z likvidacijo, združevanjem ali prestrukturiranjem podjetja; če ne, bo odbitek večji;
- ali ima lastnik pravico do sedeža v nadzornem svetu podjetja; če ne, bo odbitek večji;
- ali so ostali lastniški deleži razpršeni; če niso, bo odbitek večji;
- ali obstajajo zahteve po kvalificirani večini; če ne, bo odbitek večji.

Na obvladovanje družbe vpliva:

- imenovanje uprave,
- imenovanje članov nadzornega sveta,
- določanje nadomestil članov uprave in posloводства,
- določanje poslovne politike in strategije,
- nakup, prodaja ali najem poslovnih sredstev
- izbor zunanjih partnerjev,
- prevzem drugega podjetja,
- likvidacija, prodaja ali dokapitalizacija podjetja,
- pridobitev ali prodaja lastnih delnic,
- izdaja novih delnic/poslovnih deležev,
- izdaja dolžniških vrednostnih papirjev,
- določanje in izplačevanje dividend in drugih izplačil,
- sprememba statuta ali družbene pogodbe,
- preprečitev zgoraj navedenih odločitev.

Obstajajo specifični primeri, ko ima manjšinski lastnik lahko določen prihodek za obvladovanje na osnovno vrednost na manjšinski osnovi. Kadar so deleži v podjetju porazdeljeni tako, da imata na primer dva delničarja 45% delež v podjetju, tretji pa 10%, ima slednji tako imenovani »swing vote potential«, za katerega bi druga dva delničarja bila pripravljena plačati znaten prihodek za obvladovanje.

Specifični primer je podjetje, kjer imata dva družbenika/delničarja po 50% delež. Le-ta formalno ne predstavlja niti manjšinskega niti obvladujočega deleža. Za takšne primere ni nobenih empiričnih podatkov, ki bi jih lahko uporabili kot primerjalno osnovo za določanje odbitka za pomanjkanje obvladovanja. Zato moramo v teh primerih še posebej pozorno preučiti, ali vendar posebni sporazumi ne dajejo enemu partnerju s 50% deležem nekoliko večje upravljalvske pravice kot drugemu. V takšnem primeru bo deležen odbitka za neobvladljivost le delež partnerja z manjšimi pravicami.

Raziskave pribitkov za obvladovanje na ameriškem trgu kapitala dajejo zaenkrat edine empirične podatke, ki lahko predstavljajo merilo za opredelitev in kvantifikacijo pribitkov za obvladovanje oziroma odbitkov za neobvladljivost. Obstajata dve kategoriji teh podatkov:

1. pribitki, plačani za prevzem podjetij, v primerjavi s cenami delnic teh podjetij na aktivnem trgu kapitala pred objavo prevzema;
2. odstotki odbitkov, ki jih beležijo kupoprodaje manjšinskih deležev v primerjavi z čisto vrednostjo sredstev.

Viri podatkov za določanje pribitka za obvladovanje so študije Global Mergers and Acquisitions Information – Control Premium study.

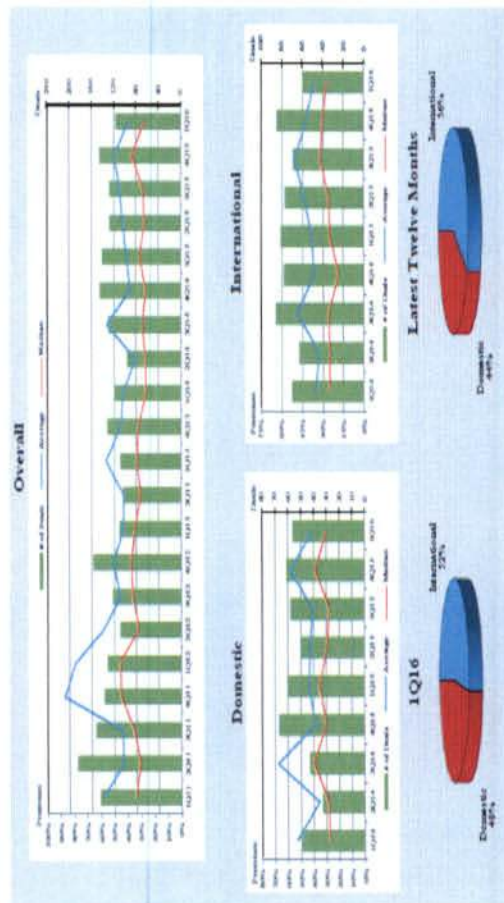
Iz dobljenih podatkov se odbitek za neobvladljivost izračuna na podlagi formule:

$$\text{odbitek za neobvladljivost} = 1 - \frac{1}{(1 + \text{pribitek za obvladovanje})}$$

Pribitki za obvladovanje povzeti po Global Mergers and Acquisitions Information – Control Premium study 1st quarter 2016:

*Mergers and Acquisitions Control Premium Study
1st Quarter 2016*

Control Premium Analytics *



* Average and median values of the control premium.

Iz zgornjega grafa vidimo, da so bili pribitki za obvladovanje v preteklem petletnem obdobju v povprečju okrog 30% iz česar izračunamo odbitek za obvladovanje v višini 23%.

Uporaba pribitka/odbitka za obvladovanje v praksi⁹

Če je možno, ocenjevalec popravek za obvladovanje/neobvladovanje upošteva v okviru napovedi denarnega toka. Prav tako je dopusten tudi popravek za obvladovanje/neobvladovanje z uporabo pribitka ali odbitka (izraženevga v odstotku) na ocenjeno vrednost lastniškega kapitala podjetja. V teoriji in praksi se pribitka in odbitka za obvladovanje lahko aplicira tudi na celotni kapital ocenjevanega podjetja. Navedeno obravnava tudi gradivo *The Measurement and Application of Market Participant Premia (Draft)*.

Zavedati se moramo, da se pribitek/odbitek za obvladovanje po vsebini nanaša na poslovanje podjetja, zato je potreben dodaten razmislek, kadar razpolaga ocenjevano podjetje s poslovno nepotrebnim premoženjem, ki je udenarljivo. Pri tem je pomembno, ali ocenjujemo za obvladujočega ali manjšinskega lastnika, saj lahko s poslovno nepotrebnim premoženjem v celoti razpolaga zgolj obvladujoči lastnik. Ta lahko poslovno nepotrebno premoženje vedno proda pod trenutnimi tržnimi pogoji (v tem primeru odbitki ali pribitki za obvladovanje niso potrebni).

Kadar pa ocenjujemo vrednost za neobvladujočega lastnika, je najprej treba odgovoriti na vprašanje, koliko je poslovno nepotrebno premoženje sploh na voljo manjšinskemu lastniku. Če izhajamo iz predpostavke racionalnega obnašanja obvladujočih lastnikov, je denarni tok od poslovno nepotrebne premoženja v tem primeru v določenem deležu na voljo tudi neobvladujočemu lastniku. V praksi pa se dostikrat srečamo s situacijami, ko denarnega toka manjšinskim lastnikom praktično ni na voljo. Tovrstne primere mora ocenjevalec skrbno proučiti ter se za uporabo odbitkov odločiti predvsem na osnovi ocene »razpoložljivosti« denarnega toka neobvladujočemu lastniku oz. na osnovi ocene drugih dejavnikov. Svojo odločitev o uporabi odbitka mora ocenjevalec ustrezno utemeljiti.

Odbitek za pomanjkanje tržljivosti

Dejstvo, da za lastniške deleže v lastniško zaprtih družbah ni trga, kjer bi jih bilo možno takoj in brez dodatnih stroškov prodajati in kupovati, znatno poveča tveganje pri unovčevanju takšnih deležev v primerjavi s prosto prodajnimi lastniškimi deleži. Odbitek za pomanjkanje tržljivosti tako odigrava vlogo izenačevalca manjšinskega deleža v lastniško zaprti družbi z manjšinskim deležem v podjetjih, katerih delnice kotirajo na aktivnih trgih kapitala. S tega vidika je lastniški delež v lastniško zaprti družbi bistveno manj atraktiven od delnice, ki kotira na borzi, in zaradi tega tudi manj vreden. Tržljivost definiramo kot možnost takojšnjega konvertiranja lastniškega deleža v denar z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in z veliko verjetnostjo, da bomo denar od prodaje v najkrajšem času pridobili.

⁹ Vir: SIR*IUS, avgust 2014: Pribitka in odbitki za obvladovanje ter odbitki za pomanjkanje tržljivosti pri ocenjevanju vrednosti

Odločitev o tem, kakšen odbitek za pomanjkanje tržljivosti bomo uporabili, je v veliki meri odvisna od tega, ali imamo opraviti z obvladujočim ali manjšinskim deležem. Glede na statistične podatke, ki jih lahko uporabimo kot eno od osnov za določanje odbitka za pomanjkanje tržljivosti, je mnogo čistejša situacija, kadar se odločamo o odbitku na vrednost za manjšinskega lastnika.

Merila za določanje odbitka za pomanjkanje tržljivosti pri manjšinskih deležih dobimo v glavnem iz dveh skupin raziskav:

1. raziskave restriktivnih delnic (RS)
2. raziskave začetnih javnih ponudb (IPO)

Restriktivne delnice se od prosto prenosljivih razlikujejo le po tem, da z njimi za določen čas ni mogoče trgovati na odprtem trgu. Najbolj znane so tim. »letter stock«, za katerih izdajo se odločajo podjetja, ki želijo pridobiti svež kapital v čim krajšem času in s čim manjšimi stroški, tako da emisije ne registrirajo pri Securities and Exchange Commission, SEC. Takšnih delnic ni mogoče prodati na borzi, pač pa le v zasebnih transakcijah. Cene, ki so dosežene na teh transakcijah, se primerjajo s cenami delnic istega podjetja, ki kotirajo na borzi. Ker se restriktivne delnice od prosto prenosljivih ne razlikujejo glede pravic do dividende, glasovanja in drugih pravic, ki jih imajo imetniki prosto prenosljivih delnic, je razlika v ceni le rezultat pomanjkanja tržljivosti. Restriktivne delnice se pogosto prodajajo z znatnim odbitkom glede na tržno ceno prosto prenosljivih delnic. To kaže na dejstvo, da so delnice, s katerimi ni možno prosto trgovanje na borzi, manj vredne od tržnih delnic, po drugi strani pa tudi na dejstvo, da se prodajalec s takšno direktno prodajo izogne stroškom, času in javnemu oznanjanju, ki je obvezno pri registraciji delnic na borzi. Po ameriški zakonodaji preneha značaj restriktivnosti običajno po poteku enega leta, ko je s temi delnicami možno pričeti trgovati na borzi. Prav zaradi tega zakonskega določila nekateri ocenjevalci menijo, da te raziskave ne dajejo pravega merila za odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ker se s tem realnim pričakovanjem, da bodo v roku enega leta polno tržne, pomembno razlikujejo od deležev v lastniško zaprtih družbah, kjer ni realnih možnosti, da bodo deleži nekoč polno tržni. Zaradi tega dejstva so investitorji pripravljene vendarle plačati za restriktivno delnico nekoliko več kot za delež v lastniško zaprti družbi. Kljub temu pa se mnogo ocenjevalcev sklicuje na te raziskave pri opredeljevanju diskonta za pomanjkanje tržnosti.

Do sredine osemdesetih let so se v raziskavah o odbitkih zaradi pomanjkanja tržljivosti v glavnem primerjale cene restriktivnih delnic in na borzo uvrščenih delnic. Tako ocenjevalci vrednosti kot raziskovalci so spoznali, da tovrstne raziskave ne dajejo popolne slike glede na že omenjene razlike med značilnostmi restriktivnih delnic in deležev lastniško zaprtih podjetij. Da bi se približali realnejšim osnovam za določanje tega odbitka, so začeli primerjati cene transakcij z deleži/delnicami, ki so bile realizirane pred začetno javno ponudbo (Initial Public Offering, IPO), s cenami delnic istih podjetij, ko so bile te uvrščene na borzo.

Za višino odbitkov za pomanjkanje tržljivosti obstajajo različni viri, ki jih podajamo v nadaljevanju:

a) raziskave delnic z omejeno pravico razpolaganja (raziskave restriktivnih delnic)

Raziskava delnic z omejeno pravico razpolaganja	Obdobje	Št. opazovanj	Povprečje	Mediana	Razpon		Obdobje
					Min	Max	
SEC Institutional Investor	1986-1985	398	25,0%		+15%	-80%	A
SEC Nonreporting OTC Cos	1986-1985		52,6%				A
Milton Galman	1986-1970	89	33,0%	33,0%	69% odbitkov nižjih od 30%		A
Robert Trout	1986-1972	60	33,7%				A
Robert Mononey	1986-1972	140	25,0%	33,0%	23% diskontov višjih od 50%		A
Michael Maher	1985-1973	33	25,4%	33,3%	-3%	-7,6%	A
Standard Research Consultants	1976-1982	28		45,0%	-7%	-51%	A
Williamette Management Associates	1981-1984			31,2%			A
William Silber	1981-1988	69	33,8%		+12%	-8,4%	A
PMW Options, Inc	1975-1992		33,0%				A
Management Planning, Inc	1980-1996	59	27,1%	38,8%	-5%	-5,8%	B
Bruce Johnson	1991-1995	72	20,2%		+10%		C
Columbia Financial Advisors	1996-1997	23	21,0%	14,0%	-1%	-6,0%	C
Columbia Financial Advisors	1997-1998	15	33,0%	9,0%	0%	-3,0%	D
PMW Options, Inc	1980-2010		20,5%				B
Trighman Financial Advisors	2087-2008	80	18,1%	14,4%			D
Strout Risk & Ross	2085-2010	98	10,9%	9,0%			D
Povprečje			25,6%				
Mediana				25,1%			
			29,9%				
				32,1%			

Opomba: A – raziskave pred letom 1997; B – pred in po, večinoma po letu 1997; C – po letu 1990, vendar pred 1997; D – po letu 1997
Vir: Shannon Pratt, Roger Grabowski, *Cost of Capital (5th Edition, 2014)*, str. 617, tabela 22.4.

b) raziskave začelih javnih ponudb

Robert W. Baird & Co.		Št. pregle danih		Odbitki	
Obdobje	pre spektov	Št. transakcij	Povprečje	Mediana	
1980-1981	97	12	59,0%	68,0%	
1985-1986	130	19	43,0%	43,0%	
1987-1989	98	21	38,0%	43,0%	
1989-1990	157	17	46,0%	40,0%	
1990-1992	266	30	34,0%	33,0%	
1991-1993	442	49	45,0%	19,0%	
1994-1995	318	45	45,0%	47,0%	
1995-1997	732	84	43,0%	41,0%	
1997-2000	1847	266	50,0%	52,0%	
Povprečje	2241	543	44,0%	42,2%	
Mediana			45,0%	43,0%	

Vir: www.enjoyco.com.

Willamette Management Associates (WMA)				
Obdobje	Sl. podjetij	Sl. transakcij	Odbitki	
			Povprečje	Mediana
1975-78	17	31	43,3%	52,5%
1979	9	17	56,8%	62,7%
1980-82	58	113	51,9%	56,5%
1983	85	214	55,2%	60,7%
1984	20	33	52,9%	73,1%
1985	18	25	47,3%	42,6%
1986	47	74	44,7%	47,4%
1987	25	40	44,9%	43,8%
1988	13	19	42,5%	51,8%
1989	9	19	46,9%	50,3%
1990	17	23	33,0%	48,5%
1991	27	34	28,9%	31,8%
1992	36	75	47,0%	51,7%
1993	51	110	49,9%	53,3%
1994	31	48	38,4%	43,0%
1995	42	66	47,4%	58,7%
1996	17	22	34,5%	44,3%
1997	34	44	30,5%	35,2%
1998	n/a	21	n/a	49,4%
1999	n/a	28	n/a	27,7%
2000	n/a	15	n/a	31,9%
2001	n/a	2	n/a	195,8%
2002	n/a	7	n/a	76,2%
Povprečje			44,2%	56,0%
Mediana			45,9%	50,3%

Vir: WMA Insights Special Issue 2006

Valuation Advisors Raziskave 2001 - 2009						
Čas transakcije pred IPO	1-30 dni	91-180 dni	181-270 dni	271-365 dni	1-2 let	
Rezultati leta 2001	15	17	18	17	48	
Število transakcij	15%	33%	33%	52%	52%	
Srednja vrednost odbitka						
Rezultati leta 2002	9	13	7	16	38	
Število transakcij	6%	17%	22%	40%	55%	
Srednja vrednost odbitka						
Rezultati leta 2003	12	22	24	21	44	
Število transakcij	29%	22%	38%	40%	61%	
Srednja vrednost odbitka						
Rezultati leta 2004	37	74	63	59	101	
Število transakcij	17%	23%	40%	56%	58%	
Srednja vrednost odbitka						
Rezultati leta 2006	18	59	68	62	99	
Število transakcij	15%	26%	42%	46%	46%	
Srednja vrednost odbitka						
Rezultati leta 2006	20	76	69	72	106	
Število transakcij	21%	21%	40%	47%	67%	
Srednja vrednost odbitka						
Rezultati leta 2007	46	76	52	79	124	
Število transakcij	11%	29%	36%	48%	63%	
Srednja vrednost odbitka						
Rezultati leta 2008	4	4	7	8	9	
Število transakcij	20%	19%	46%	40%	49%	
Srednja vrednost odbitka						
Rezultati leta 2009	11	19	19	17	36	
Število transakcij	-7%	32%	26%	29%	32%	
Srednja vrednost odbitka						
Obdobje 2001-2009	177	360	367	351	604	
Število transakcij	14%	29%	36%	44%	61%	
Srednja vrednost						

Vir: Shannon Pratt, Roger Grabowski, Cost of Capital (5th Edition, 2014), str. 617, tabela 22.4.

Iz vseh štirih raziskav smo izračunali povprečni odbitek za pomanjkanje obvladovanja v višini 40%.

Ko opredeljujemo konkreten odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti pri ocenjevanju netržnih manjšinskih deležev, moramo poleg statističnih osnov upoštevati še nekaj dejavnikov. Ti so:

- pravica prodaje pod vnaprej znanimi pogoji (put rights); če ima lastnik manjšinskega deleža takšno pravico, bo njegov delež mnogo bolj prodajen kot normalen manjšinski delež v lastniško zaprtem podjetju;
- zgodovina izplačevanja dividend; delnice, za katere lastniki v preteklosti niso dobivali dividend, bo bistveno teže prodati kot delnice z redno izplačevanimi dividendami;
- možni kupci; obstoj več možnih kupcev zmanjšuje tveganje prodaje in s tem tudi potrební odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti;
- velikost deleža; empirične raziskave kažejo, da je večje svežnje manjšinskih deležev teže prodati kot manjše, saj je za večje svežnje teže najti ustrezne kupce, poleg tega je bolj zahtevno tudi financiranje nakupa večjih svežnjev;

- možnosti za uvrstitvev na borzo; v tem primeru bo odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti manjši kot v primerih, ko dolgoročno ni nobenih možnosti, da bi se delnice podjetja uvrstile na borzo;
- dostopnost do informacij in njihova zanesljivost; čim lažja je za manjšinskega lastnika dostopnost do informacij in čim večja je zanesljivost teh informacij, tem manjši bo odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti;
- statutarna ali zakonska določila, ki omejujejo prenosljivost delnic, bodo zahtevala večji odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti.

Kadar imamo opraviti z obvladujočim deležem v lastniško zaprtem podjetju, se moramo prav tako vprašati o ustreznosti uporabe odbitka zaradi pomanjkanja tržljivosti. Pri obvladujočem deležu uporablja Pratt izraz ne unovčljivost, ki ga opredeli kot »nezmožnost lastnika podjetja hitro in s čim manjšimi stroški unovčiti svojo lastnino«. ¹⁰ V primerjavi z lastnikom delnice, ki je uvrščena na borzo, proda lastnik obvladujočega deleža v lastniško zaprtem podjetju svoj delež mnogo težje, v daljšem obdobju, z večjimi stroški in z bolj nepredvidljivim izkupičkom. To velja tudi za 100-odstotnega lastnika. Problem pri določanju odbitka zaradi pomanjkanja tržljivosti obvladujočih deležev pa je odsotnost empiričnih podatkov. Zato je treba pri določanju odbitka zaradi pomanjkanja tržljivost obvladujočih deležev upoštevati posebnosti posameznega primera in to, da so odbitki za pomanjkanje tržljivosti pri obvladujočih deležih znatno manjši kot pri manjšinskih deležih. Pratt navaja, da se gibljejo med 3% in 33% ¹¹

Uporaba odbitka za tržljivost¹²

Kadar ocenjujemo manjšinski delež in ugotovimo, da ima ocenjevano podjetje poslovno nepotrebno premoženje ali pa postavke bilance stanja, ki jih k oceni vrednosti prištevamo za tem, ko smo ocenili poslovanje (npr. dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe, presežna denarna sredstva), odbitek za pomanjkanje tržljivosti vednosti upoštevamo na celotno končno ocenjeno vrednost; torej na vrednost, ki vključuje npr. tudi dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe, presežna denarna sredstva in poslovno nepotrebno premoženje. Manjšinski lastnik v tem primeru nima možnosti ločeno ali samostojno unovčevati poslovno nepotrebno premoženje. Pri tem velja poudariti, da pri tovrstni oceni vrednosti nastopata dva odbitka za tržljivost, ki nista nujno povezana. Prvi odbitek za tržljivost je vezan na tržljivost poslovno nepotrebnega premoženja, ki se ga upošteva pri oceni vrednosti tega premoženja. Drugi odbitek pa je vezan na tržljivost ocenjevanega lastniškega deleža. Pooblašeni ocenjevalec vrednosti je dolžan obe vrsti odbitkov ustrezno vključiti v svojo oceno vrednosti.

Če ocenjujemo obvladujoč delež, sta dopustna oba pristopa. Odbitek za pomanjkanje tržljivosti se lahko uporablja na način, ki smo ga predhodno pojasnili, dopustno pa je tudi, da se odbitek za pomanjkanje tržljivosti upošteva, ko smo ocenili poslovanje in upoštevali obvladovanje. Poslovno

¹⁰ Pratt et al.: *Valuing a Business* ..., stran 392.

¹¹ Shannon P. Pratt: *Discounts and Premiums*, stran 167

¹² Vir: SIR* IUS, avgust 2014: Pribitka in odbitki za obvladovanje ter odbitki za pomanjkanje tržljivosti pri ocenjevanju vrednosti

nepotrebno premoženje (tudi morebitna presežna denarna sredstva ali finančne naložbe) pa se upošteva ločeno. Odločitev o načinu uporabe odbitka za pomanjkanje tržljivosti je treba ustrezno strokovno utemeljiti.

5.2 Napoved poslovanja

Ocenili smo sposobnost časovne neomejenosti poslovanja podjetja in ugotovili, da ni ogrožena.

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja po tej metodi smo najprej opravili celovito analizo podjetja, opravili pa smo tudi analizo dejavnosti in primerljivih podjetij ter širšega okolja (obdelano v poglavju 2 in 3). Od poslovodstva ocenjevanega podjetja smo pridobili napoved poslovanja za obdobje 2018 – 2022. Prejeta napoved predvideva v naslednjih petih letih minimalne rasti poslovnih prihodkov, ter slabše rezultate poslovanja kot v letu 2017. Prejeta napoved smo opredelili kot pesimistično napoved z vidika manjšinskega lastništva. Dodatno smo na podlagi analize poslovanja dejavnosti pripravili še eno napoved z vidika manjšinskega lastništva, ki smo jo opredelili kot optimistično.

Pri načrtovanju bodočih denarnih tokov (pod denarnim tokom nismo razumeli klasičnega denarnega toka, ampak je ocenjevani denarni tok po vsebini najbližji ekonomskemu toku) smo upoštevali:

- rezultate analize poslovanja ožjega in širšega okolja v preteklih letih s poudarkom na strukturnih analizah,
- napoved denarnih tokov ocenjevanega podjetja do leta 2022 z vidika manjšinskega lastništva,
- ocene poslovnih funkcij,
- kapacitete,
- ocene možnosti nastopa spleta prednosti, slabosti, nevarnosti in priložnosti.

Kot izhodiščni izkaz poslovnega izida smo opredelili skrajšani izkaz poslovnega izida podjetja za leto 2017 (iz poglavja 2.6.6). V letu 2017 enkratnih dogodkov nismo zasledili.

Pričakovanja smo prikazali v:

1. načrtih prihodkov in odhodkov iz poslovanja,
2. načrtih čistih denarnih tokov.

Scenarij 1 – pesimistična napoved z vidika manjšinskega lastništva

Osnovne predpostavke pri ocenjevanju:

- Prejeto napoved s strani posloводства ocenjevanega podjetja smo opredelili kot pesimistično napoved z vidika manjšinskega lastništva. Napoved je pesimistična, ker pri približno enakem obsegu poslovanja predvideva poslabšanje rezultatov poslovanja.
- Napoved prihodnjega poslovanja je pripravljena v nominalnih vrednostih.
- Za leto 2018 je posloводство ocenjevanega podjetja napovedalo 0,1% rast poslovnih prihodkov, za leta za tem pa od 0,6 do 0,8 letno rast poslovnih prihodkov. Poslovni prihodki tako v celotnem petletnem obdobju napovedi narastejo za skupno 2,8%.
- Posloводство je napovedalo, da bodo stroški rasli bolj hitro kot poslovni prihodki. Najvišja rast stroškov je predvidena pri stroških dela in sicer iz 42,4% v poslovnih prihodkih v letu 2017 postopoma na 45,9% v poslovnih prihodkih v letu 2022.
- Davka od dohodka pravnih oseb posloводство ni napovedalo, saj so planirane investicije tako visoke, da bi pri planiranih rezultatih davčne olajšave za investicije davčno osnovo v celoti znižale.
- Investicije je posloводство v letih 2018 – 2022 napovedalo v višini 12,8 mio EUR, kar je za 1,35 mio EUR več, kot je napovedane amortizacije v istem obdobju.
- Pri planiranju potrebnih vlaganj v obratni kapital smo izhajali iz analize obratnega kapitala podjetja in dejavnosti v preteklosti.
- Pri izračunu diskontne mere smo zaradi ocenjevanja z vidika manjšinskega lastništva izhajali iz obstoječe stopnje zadolženosti.
- Od preliminarne ocene lastniškega kapitala iz poslovanja na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva smo odšteli finančne obveznosti in rezervacije za tožbe, prišteli pa smo presežna denarna sredstva na datum ocenjevanja in finančne naložbe.
- Odbitka za pomanjkanje obvladovanja nismo upoštevali, ker je napoved poslovanja pripravljena z vidika manjšinskega lastništva, upoštevali pa smo odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Ker smo izbrali posredni način ocenjevanja lastniškega kapitala, v nadaljevanju povzemamo skrajšano napoved izkazov poslovnega izida (samo poslovni del).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	SDT
SKRAJŠANI IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA							
PRIHODKI IZ POSLOVANJA	16.176.402	16.191.391	16.288.313	16.379.043	16.514.319	16.628.297	16.628.297
- čisti prihodki od prodaje	8.991.786	8.691.907	8.585.193	8.675.844	8.811.040	8.924.937	8.924.937
- sprem. vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje							0
- usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve							0
- drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi posl. prih.)	7.184.616	7.499.484	7.703.120	7.703.199	7.703.279	7.703.360	7.703.360
ODHODKI IZ POSLOVANJA	15.275.145	15.293.269	15.407.941	15.682.021	15.899.597	15.895.805	15.895.805
- stroški nabavne vrednosti trgovskega blaga in porabljenega materiala	3.099.964	3.263.002	3.264.678	3.229.925	3.149.882	3.146.402	3.146.402
- stroški storitev	3.052.369	2.712.529	2.568.469	2.604.801	2.641.713	2.679.217	2.679.217
- stroški dela	6.854.023	7.013.146	7.218.859	7.433.574	7.532.440	7.632.887	7.632.887
- amortizacija	2.142.256	2.185.255	2.232.634	2.288.553	2.448.497	2.308.306	2.308.306
- prevredn. poslovni odhod. pri neopr. sredstvih in OOS	798						0
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	12.590	36.000	36.000	36.576	37.161	37.756	37.756
- drugi poslovni odhodki	113.145	83.337	87.301	88.592	89.904	91.237	91.237
PRIHODKI - ODHODKI IZ POSLOVANJA	901.257	898.122	880.372	697.022	614.722	732.492	732.492
Prilagojen davek na dobiček							
DOBIČ., ALI IZG. IZ POSL., PRILAG. ZA DAVČNO STOPNJO NA DOBIČEK	901.257	898.122	880.372	697.022	614.722	732.492	732.492

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	V %	SDT
SKRAJŠANI IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA								
PRIHODKI IZ POSLOVANJA	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- čisti prihodki od prodaje	55,6	53,7	52,7	53,0	53,4	53,7	53,7	53,7
- sprem. vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi posl. prih.)	44,4	46,3	47,3	47,0	46,6	46,3	46,3	46,3
ODHODKI IZ POSLOVANJA	94,4	94,5	94,6	95,7	96,3	95,6	95,6	95,6
- stroški nabavne vrednosti trgovskega blaga in porabljenega materiala	19,2	20,2	20,0	19,7	19,1	18,9	18,9	18,9
- stroški storitev	18,9	16,8	15,8	15,9	16,0	16,1	16,1	16,1
- stroški dela	42,4	43,3	44,3	45,4	45,6	45,9	45,9	45,9
- amortizacija	13,2	13,5	13,7	14,0	14,8	13,9	13,9	13,9
- prevredn. poslovni odhod. pri neopr. sredstvih in OOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
- drugi poslovni odhodki	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
PRIHODKI - ODHODKI IZ POSLOVANJA	5,6	5,5	5,4	4,3	3,7	4,4	4,4	4,4
Prilagojen davek na dobiček	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DOBIČ., ALI IZG. IZ POSL., PRILAG. ZA DAVČNO STOPNJO NA DOBIČEK	5,6	5,5	5,4	4,3	3,7	4,4	4,4	4,4

Poslovni prihodki

Poslovodstvo je predvidelo, da bodo čisti prihodki od prodaje v obdobju napovedi narasli za skupno 2,8% oz. za 0,45 mio EUR. V letu 2018 je bila ukinjena dejavnost turistične agencije, ki je v letu 2017 dosegla 168 tisoč EUR prihodkov.

Nabavna vrednost trgovskega blaga in stroški materiala

Poslovodstvo je predvidelo, da se stroški materiala iz 19,2% v poslovnih prihodkih v letu 2017 zvišajo na 20,2% v poslovnih prihodkih v letu 2018, zatem pa se njihov delež postopoma zniža na 18,9% v letu 2022. V povprečju so v preteklih petih letih stroški dela predstavljali 19,1% v poslovnih prihodkih.

Stroški storitev

Poslovodstvo je predvidelo, da se bodo stroški storitev v letu 2018 znižali na 16,8% v poslovnih prihodkih. Na znižanje vplivajo predvsem znižanja stroškov najemnin ter znižanje stroškov intelektualnih in osebnih storitev odpadejo pa tudi stroški turističnih potovanj, saj je ta dejavnost bila ukinjena. V letu 2019 je predvideno nadaljnje zmanjšanje stroškov storitev za cca 150 tisoč EUR.

Stroški dela

Poslovodstvo je za leto 2018 predvidelo, da se bodo stroški dela povečali cca 160 tisoč EUR, v letu 2019 in 2020 za cca 200 tisoč EUR in v letu 2021 in 2022 za cca 100 tisoč EUR. Del teh povečanj v letu 2018 in 2019 je povezanih z dogovorom, ki je bil sklenjen z vozniki na podlagi njihovih stavkovnih zahtev.

Amortizacija

Amortizacija je napovedana v skladu z napovedjo poslovodstva ocenjevanega podjetja.

Prevednotovalni poslovni odhodki

Predvideni so v višini 0,2 % od poslovnih prihodkov, kolikor znaša povprečje preteklih petih let.

Drugi poslovni odhodki

Predvideni so v višini 0,5% od poslovnih prihodkov.

EBIT marža

Za v prihodnje je poslovodstvo napovedalo EBIT v višini med 898 in 612 tisoč EUR na leto oz. EBIT maržo v višini med 5,5 in 3,7 % poslovnih prihodkov. Glede na to, da je podjetje v zadnjih petih letih doseglo povprečno EBIT v višini 9,1%, in v zadnjem letu v višini

5,6% menimo, da napovedana EBIT marža predstavlja pesimistično EBIT maržo z vidika manjšinskega lastništva. Napovedana EBIT marža je nižja od že dosežene EBIT marže celotne dejavnosti v preteklosti, ki je v preteklih petih letih povprečno znašala 7,9%, v zadnjem letu pa 7,1%.

Davek od dohodka pravnih oseb

Preverili smo ali bo družba glede na planirane investicije morala plačevati davek od dohodka pravnih oseb.

	2018	2019	2020	2021	2022	SDT
davčna osnova I	898.122	880.372	697.022	614.722	732.492	732.492
povečanje davčne osnove	175.000	175.001	175.002	175.003	175.004	175.005
olajšave za investicije (40% od 85% investicij)	-1.271.600	-804.440	-633.420	-927.520	-719.100	-784.824
ostale olajšave	-160.000	-160.000	-160.000	-160.000	-160.000	-160.000
neizkoriščene davčne olajšave iz preteklih let		-90.933	-78.604		-28.396	
davčna osnova II	-358.478	0	0	-297.795	0	-37.327
davek od dohodka pravnih oseb - 19%	0	0	0	0	0	0

Ugotovili smo, da bo večino let davčna osnova negativna, v ostalih letih, ko bo davčna osnova pozitivna pa se bodo lahko koristile pretekle neizkoriščene davčne olajšave.

ČISTI DENARNI TOK

	2018	2019	2020	2021	2022	SDT
ČISTI DENARNI TOK						
DOBIČ. ALI IZG. IZ POSL., PRILAG. ZA DAVČNO STOPNJO NA DOBIČEK	898.122	880.372	697.022	614.722	732.492	732.492
+ nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij)	2.185.255	2.232.634	2.288.553	2.448.497	2.308.306	2.308.306
- investicije	-3.740.000	-2.366.000	-1.863.000	-2.728.000	-2.115.000	-2.308.306
+/- spremembe v obratnem kapitalu	-2.031.562	-5.701	-5.337	-7.957	-6.705	-19.563
ČISTI DENARNI TOK ZA CELOTNI KAPITAL	-2.688.185	741.305	1.117.238	327.262	919.093	712.929
rast denarnega toka		-0,28	1,51	0,29	2,81	0,78
rezidual	2,000%					8.106.381
faktor za diskontiranje sredi leta	0,5000	1,5000	2,5000	3,5000	4,5000	4,5000
faktor sedanje vrednosti (dospetje denarnih tokov sredi leta)	0,9493	0,8554	0,7709	0,6947	0,6260	0,6260
SEDANJA VREDNOST ČISTEGA DENARNEGA TOKA ZA CELOTNI KAPITAL	-2.551.851	634.140	861.244	227.336	575.340	5.074.485

Standardizirani denarni tok

Po letu 2022 smo uporabili za izračun preostanka vrednosti podjetja Gordonov model. Kot standardizirani denarni tok za celotni kapital smo predvideli dobiček iz poslovanja iz leta 2022 prilagojen za davčno stopnjo in zmanjšan za potrebo po dodatnem obratnem kapitalu. Po letu 2022 smo predvideli povečanje čistih denarnih tokov v višini 2 % na leto, kar je v skladu s pričakovano inflacijo na dolgi rok.

Amortizacija

Amortizacija ni denarni odliv, zato jo v neto denarnem toku prištevamo.

Investicije

Investicije so planirane za 1,35 mio EUR višje od obračunane amortizacije, s čimer je zagotovljena uresničitev predpostavke ohranitve kapacitet oz. celo povečanja kapacitet in neomejenega delovanja podjetja.

Vlaganja v obratni kapital

Preverili smo obseg obratnega kapitala ocenjevanega podjetja v preteklih letih. Določamo ga tako, da upoštevamo le poslovni del obratnega kapitala (zaloge + poslovne terjatve + denar + aktivne časovne razmejitve – poslovne obveznosti – pasivne časovne razmejitve). Izločili smo torej finančni del, kamor spadajo kratkoročne finančne naložbe in kratkoročne finančne obveznosti. Pri analizi obratnega kapitala je bilo ugotovljeno, da je v zadnjih petih letih bil delež obratnega kapitala v poslovnih prihodkih (po izločitvi viškov denarnih sredstev in obveznosti do dobaviteljev OS) v višini med 1 in 7%.

Za naprej smo pripravili naslednjo napoved potreb po obratnem kapitalu:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	SDT
obratni kapital							v EUR
zaloge	207.123	207.315	208.556	209.718	211.450	212.909	217.167
kratkoročne poslovne terjatve	2.561.458	2.563.831	2.579.179	2.593.545	2.614.966	2.633.013	2.685.674
potrben denar (2% od poslovnih prihodkov)	323.528	323.828	325.766	327.581	330.286	332.566	339.217
AČR	165.437	165.590	166.582	167.509	168.893	170.059	173.460
kratkoročne poslovne obveznosti	4.007.767	1.978.919	1.990.765	2.001.854	2.018.387	2.032.318	2.072.964
PČR	328.901	329.206	331.176	333.021	335.772	338.089	344.851
obratni kapital	-1.079.122	952.440	958.141	963.478	971.436	978.140	997.703
sprememba obratnega kapitala							
% obratnega kapitala v poslovnih prihodkih	-6,7%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,705	6,0%
						5,9%	5,9%

Za postavke zalog, kratkoročnih poslovnih terjatev, AČR in PČR smo predvideli, da se bodo povečevali v skladu s povečanim obsegom poslovanja. Za denar smo predvideli, da je potreben v višini 2% od poslovnih prihodkov. Za kratkoročne poslovne obveznosti smo predvideli, da se bodo do konca leta 2018 bistveno zmanjšale, saj je bilo na dan 31.12.2017 med njimi izkazano 2.213.289 EUR obveznosti do dobaviteljev OS. V prihodnje je planiran obratni kapital v višini 5,9% od poslovnih prihodkov, kar predstavlja povprečje zadnji trih let.

Zahtevana stopnja donosnosti

	31.12.2017	Vir:
Beta brez dolga za dejavnost	0,76	Damodoran online, Beta, Unlevered beta an other risk measures Western Europe za dejavnost Business & Consumer Services- januar 2018
Načrtovana davčna stopnja podjetja	0,00%	izračunano
Razmerje D/E podjetja	7,30%	trenutna zadolženost podjetja izračunana na podlagi tržnih vrednosti
Beta podjetja	0,82	
Netvegana mera donosa	3,80%	Desetletno povprečje slovenskih desetletnih državnih obveznic
Pribitek za kapitalsko tveganje	5,00%	Duff & Phelps
Beta podjetja z zadolženostjo	0,82	izračunano
Temeljna stopnja donosa lastniškega kapitala	7,88%	izračunano
Pribitek za majhnost	3,58%	Size premium (Sum beta), 2016 Valuation Handbook, Duff & Phelps
Pribitek za deželno tveganje	0,00%	
Pribitek za posebna tveganja ocenjevanega podjetja	0,00%	
Strošek lastniškega kapitala - CAPM	11,46%	
Strošek lastniškega kapitala	11,46%	izračunano
Strošek finančnega dolga pred obdavčitvijo	4,30%	Netvegana mera donosa + 0,5 odstotne točke
Dlež finančnega dolga v celotnem kapitalu	6,80%	Določeno na podlagi trenutne zadolženosti podjetja, izračunane na podlagi tržnih vrednosti
Dlež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu	93,20%	Določeno na podlagi trenutne zadolženosti podjetja, izračunane na podlagi tržnih vrednosti
Načrtovana davčna stopnja podjetja	0,00%	izračunano
Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala - WACC	10,97%	

Pri vseh postavkah, ki tvorijo zahtevano stopnjo donosnosti smo izhajali iz normaliziranih preteklih podatkov.

Kot primerno dejavnost podjetja smo opredelili dejavnost Business & Consumer Services podjetij iz Evrope.

Beta brez dolga za izbrano dejavnost je 0,76, beta podjetja ob načrtovani efektivni 0% davčni stopnji in D/E v višini 7,3% (podjetje je na datum ocenjevanja minimalno zadolženo) je 0,82.

Pri oceni stroška celotnega kapitala smo zaradi napovedi čistega denarnega toka z vidika manjšinskega lastnika, izhajali iz trenutne zadolženosti podjetja, ki je nižja od ciljne finančne zadolženosti.

Kot netvegano mero donosa smo opredelili normalizirano dolgoročno mero netvegane donosa v višini 3,8% izračunano na podlagi podatkov o donosnosti slovenskih desetletnih državnih obveznic v obdobju od 1.1.2008 do 31.12.2017.

Premijo za tržno tveganje smo ocenili v višini 5 % in predstavljaja povprečje preteklih podatkov po viru Duff & Phelps.

V viru 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital je pribitek za majhnost izračunan na podlagi vsotne bete za podjetja iz desete skupine v višini 3,58 %.

Ob upoštevanju vseh zgoraj naštetih elementov je ocenjena zahtevana stopnja donosnosti lastniškega kapitala 11,46%.

Za dolžniški kapital smo upoštevali nominalno obrestno mero v višini 4,3%, kar predstavlja po našem mnenju na dolgi rok primerno obrestno mero za dolgoročne vire podjetja (0,5% odstotne točke nad netvegano mero donosa).

Pri izračunu tehtanega povprečja stroškov celotnega kapitala smo:

- za lastniški kapital, ki glede na trenutno stopnjo zadolženosti predstavlja 93,2% celotnega kapitala, upoštevali diskontno mero 11,46%,
- za 6,8% dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu pa smo poleg 4,3% obrestne mere upoštevali tudi davčni ščit v višini 0%.

Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala z vidika manjšinskega lastništva znaša 10,97%.

Ocenjena vrednost z metodo diskontiranja čistih denarnih tokov z vidika manjšinskega 14,51% lastništva

	v EUR
VSOTA SEDANJE VREDNOSTI ČISTEGA DEN. TOKA ZA CELOTNI KAPITAL	4.820.695
- obveznosti iz financiranja	-328.326
- obveznosti iz tožb	-51.900
+/- presežek ali primanjkljaj obratnega kapitala na dan cenitve	
Preliminarna ocena lastniškega kapitala iz poslovanja na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva	4.440.469
+ presežna denarna sredstva na datum ocenjevanja	1.406.341
+ kratkoročne finančne naložbe	3.849.010
+ dolgoročne finančne naložbe	0
+ prodaja poslovno nepotrebnih osnovnih sredstev	0
Ocenjena vrednost celotnega lastniškega kapitala, na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva	9.695.820
- odbitek za pomanjkanje tržljivosti	-1.662.141
Ocenjena vrednost celotnega lastniškega kapitala, na netržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva	8.033.679
ocenjena vrednost na eno delnico zaokroženo	16,34
ocenjena vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva	1.166.120

Obveznosti iz financiranja

Podjetje je na dan 31.12.2017 izkazovalo 139.710 EUR dolgoročnih finančnih obveznosti, 2.336 EUR drugih dolgoročnih poslovnih obveznosti in 186.280 EUR kratkoročnih finančnih obveznosti. Ocenili smo jih v knjigovodski višini.

Obveznosti iz tožb

Podjetje je na dan 31.12.2017 izkazovalo za 51.900 EUR potencialnih obveznosti iz naslova tožb. Ocenili smo jih v knjigovodski višini.

Preliminarna ocena lastniškega kapitala iz poslovanja na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva znaša 4.440.469 EUR. Ker gre za oceno z vidika manjšinskega lastništva in smo denarne tokove opredelili kot denarne tokove z vidika manjšinskega lastništva ter diskontno mero z obstoječo zadolženostjo, na to vrednost ne apliciramo odbitka za pomanjkanje obvladovanja.

Presežna denarna sredstva na datum ocenjevanja

Na datum ocenjevanja je imelo podjetje 1.406.341 EUR presežka denarnih sredstev na transakcijskem računu, ki jih pri oceni podjetja prištevamo (višek nad opredeljenimi potrebnimi denarnimi sredstvi v višini 2% od poslovnih prihodkov).

Kratkoročne finančne naložbe

Na datum ocenjevanja je imelo podjetje 3.849.010 EUR kratkoročnih finančnih naložb v obliki posojila danega družbam v skupini. Kratkoročne finančne naložbe pri oceni podjetja prištevamo.

Določitev pribitkov in odbitkov zaradi ocenjevanja z vidika manjšinskega lastništva

Ker smo denarne tokove pri tem scenariju opredelili kot denarne tokove z vidika manjšinskega lastništva in smo tudi diskontno mero določili z vidika manjšinskega lastništva odbitka za pomanjkanje obvladovanja nismo upoštevali.

Upoštevali pa smo odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Odbitek za pomanjkanje tržljivosti za ocenjevanje z vidika od 0 do vključno 25% lastništva

Ker gre za oceno manjšinskega lastništva, smo določili odbitek za pomanjkanje obvladovanja na podlagi naslednjih kriterijev:

Faktor	stopnja tržljivosti				
	zelo nizek	nizek	zelo nizek	visok	zelo visok
število točk možnih točk	0	1	2	3	4
pravica do prodaje pod vnaprejšnjimi pogoji izplačila dividend	0		2		
potencialni kupci					4
velikost svežnja, ki se prodaja					4
predvidene javne prodaje delnic/deležev	0				
dostop do informacij in zanesljivost informacij			2		
določila v statutu/družbeni pogodbi					4
število točk skupaj			16		

sklep o odbitku za pomanjkanje tržljivosti	diskont za tržljivost	število točk
Najvišja stopnja tržljivosti	0%	28
Popolna netržljivost	40%	0
število doseženih točk		16
Diskont za pomanjkanje tržljivosti	17,1%	

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost podjetja z vidika manjšinskega pod 25% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 1 na dan 31. 12. 2017, v višini

8.033.679 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost ene delnice z vidika pod 25% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 1 na dan 31. 12. 2017, v višini

16,34 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 1 na dan 31. 12. 2017, v višini

1.166.120 EUR.

Opravili smo tudi analizo občutljivosti na spremembo diskontne mere in spremembo rasti v standardiziranem denarnem toku in ugotovili, da spremembe za 0,5 odstotne točke vplivajo na spremembo vrednosti podjetja v višini cca 8%.

Analiza občutljivosti vrednosti	ocenjena vrednost v EUR	odstopanje na osnovni scenarij
osnovni scenarij	8.033.679	
povečanje diskontne mere in zmanjšanje rasti SDT za 0,5 odstotne točke	7.499.548	-7%
zmanjšanje diskontne mere in povečanje rasti SDT za 0,5 odstotne točke	8.702.438	8%

Scenarij 2 – optimistična napoved z vidika manjšinskega lastništva

Osnovne predpostavke pri ocenjevanju:

- Ker smo prejeto napoved s strani posloводства podjetja opredelili, kot pesimistično napoved z vidika manjšinskega lastništva smo sami dodatno pripravili še optimistično napoved z vidika manjšinskega lastništva.
- Za leto 2018 smo povzeli napoved posloводства ocenjevanega podjetja.
- Za leta 2019 – 2022 smo v skladu z analizo preteklega posloovanja ocenjevanega podjetja, primerljivih podjetij in dejavnosti napovedali 2% rast poslovnih prihodkov na leto, kar je enako na dolgi rok pričakovani inflaciji. Poslovni prihodki tako v celotnem obdobju napovedi narastejo za skupno 8,3%. Celotni dejavnosti so poslovni prihodki v letu 2017 narasli za 5,5%, v letu 2016 pa za 2,6%
- Pri stroških smo napovedali, da bodo ti zaradi vpliva fiksnih stroškov rasli bolj počasi, kot poslovni prihodki.
- Predvideli smo plačilo davka od dohodka pravnih oseb v skladu z ugotovljenimi davčnimi osnovami.

- Investicije smo napovedali v višini planirane amortizacije s čimer je uresničena predpostavka ohranitve kapacitet.
- Pri planiranju potrebnih vlaganj v obratni kapital smo izhajali iz analize obratnega kapitala podjetja in dejavnosti v preteklosti.
- Pri izračunu diskontne mere smo zaradi ocenjevanja z vidika manjšinskega lastništva izhajali iz obstoječe stopnje zadolženosti.
- Od preliminarne ocene lastniškega kapitala iz poslovanja na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva smo odšteli finančne obveznosti in rezervacije za tožbe, prišteli pa smo presežna denarna sredstva na datum ocenjevanja in finančne naložbe.
- Odbitka za pomanjkanje obvladovanja nismo upoštevali, ker je napoved poslovanja pripravljena z vidika manjšinskega lastništva, upoštevali pa smo odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

v EUR

SKRAJŠANI IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	SDT
PRIHODKI IZ POSLOVANJA	16.176.402	16.191.391	16.515.219	16.845.523	17.182.434	17.526.082	17.526.082
- čisti prihodki od prodaje	8.991.786	8.691.907	8.865.745	9.043.060	9.223.921	9.408.400	9.408.400
- sprem. vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje							0
- usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve							0
- drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi posl. prih.)	7.184.616	7.499.484	7.649.474	7.802.463	7.958.512	8.117.683	8.117.683
ODHODKI IZ POSLOVANJA	15.275.145	15.293.269	15.415.412	15.687.739	15.844.920	16.004.400	16.004.400
- stroški nabavne vrednosti trgovskega blaga in porabljenega materiala	3.099.964	3.263.002	3.295.632	3.312.110	3.328.671	3.345.314	3.345.314
- stroški storitev	3.052.369	2.712.529	2.594.154	2.633.066	2.672.562	2.712.650	2.712.650
- stroški dela	6.854.023	7.013.146	7.218.856	7.433.574	7.532.440	7.632.887	7.632.887
- amortizacija	2.142.256	2.185.255	2.185.255	2.185.255	2.185.255	2.185.255	2.185.255
- prevredn. poslovni odhod. pri neopr. sredstvih in OOS	798						0
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	12.590	36.000	36.720	37.454	38.203	38.968	38.968
- drugi poslovni odhodki	113.145	83.337	84.795	86.279	87.789	89.326	89.326
PRIHODKI - ODHODKI IZ POSLOVANJA	901.257	898.122	1.099.807	1.157.784	1.337.513	1.521.683	1.521.683
Prilagojen davek na dobiček				81.662	115.811	150.803	150.804
DOBIČ, ALI IZG. IZ POSL., PRILAG. ZA DAVČNO STOPNJO NA DOBIČEK	901.257	898.122	1.099.807	1.076.122	1.221.703	1.370.880	1.370.879

SKRAJŠANI IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	V %	SDT
PRIHODKI IZ POSLOVANJA	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		100,0
- čisti prihodki od prodaje	55,6	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7		53,7
- sprem. vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0
- usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0
- drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi posl. prih.)	44,4	46,3	46,3	46,3	46,3	46,3		46,3
ODHODKI IZ POSLOVANJA	94,4	94,5	93,3	93,1	92,2	91,3		91,3
- stroški nabavne vrednosti trgovskega blaga in porabljenega materiala	19,2	20,2	20,0	19,7	19,4	19,1		19,1
- stroški storitev	18,9	16,8	15,7	15,6	15,6	15,5		15,5
- stroški dela	42,4	43,3	43,7	44,1	43,8	43,6		43,6
- amortizacija	13,2	13,5	13,2	13,0	12,7	12,5		12,5
- prevredn. poslovni odhod. pri neopr. sredstvih in OOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0
- prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		0,2
- drugi poslovni odhodki	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		0,5
PRIHODKI - ODHODKI IZ POSLOVANJA	5,6	5,5	6,7	6,9	7,8	8,7		8,7
Prilagojen davek na dobiček	0,0	0,0	0,0	0,5	0,7	0,9		0,9
DOBIČ. ALI IZG. IZ POSL., PRILAG. ZA DAVČNO STOPNJO NA DOBIČEK	5,6	5,5	6,7	6,4	7,1	7,8		7,8

Poslovni prihodki

V petih letih smo predvideli skupno 8,3% rast poslovnih prihodkov.

Nabavna vrednost trgovskega blaga in stroški materiala

Posloводство je predvidelo, da se stroški materiala iz 19,2% v poslovnih prihodkih v letu 2017 zvišajo na 20,2% v poslovnih prihodkih v letu 2018. V napovedi smo po letu 2018 predvideli postopno znižanje deleža stroškov materiala na 19,1% v poslovnih prihodkih, kolikor je znašalo povprečje preteklega petletnega obdobja.

Stroški storitev

Posloводство je predvidelo, da se bodo stroški storitev v letu 2018 znižali na 16,8% v poslovnih prihodkih. Za v prihodnje smo zaradi vpliva fiksnih stroškov predvideli, da se bo delež stroškov storitev postopoma znižal na 15,5% v poslovnih prihodkih.

Stroški dela

Posloводство je za leto 2018 predvidelo, da se bodo stroški dela povečali cca 160 tisoč EUR, v letu 2019 in 2020 za cca 200 tisoč EUR in v letu 2021 in 2022 za cca 100 tisoč EUR. Del teh povečanj v letu 2018 in 2019 je povezan z dogovorom, ki je bil sklenjen z vozniki na podlagi njihovih stavkovnih zahtev. Tudi v scenariju 2 smo povzeli napoved posloводства.

Amortizacija

Za leto 2018 smo povzeli napoved poslovdstva, za prihodnja leta pa smo predvideli amortizacijo v enaki višini, kot za leto 2018.

Previdnotovalni poslovni odhodki

Predvideni so v višini 0,2 % od poslovnih prihodkov, kolikor znaša povprečje preteklih petih let.

Drugi poslovni odhodki

Predvideni so v višini 0,5% od poslovnih prihodkov.

EBIT marža

Za v prihodnje je poslovdstvo napovedalo EBIT v višini med 898 in 612 tisoč EUR na leto oz. EBIT maržo v višini med 5,5 in 3,7 % poslovnih prihodkov, kar smo opredelili kot pesimistično napoved. Glede na to da je podjetje v zadnjih petih letih doseglo povprečno EBIT maržo v višini 9,1%, in v zadnjem letu v višini 5,6%, za celotno dejavnost pa je v zadnjih petih letih povprečno znašala 7,9%, v zadnjem letu pa 7,1%, smo za naprej napovedali, da se bo EBIT marža postopoma dvignila na 8,7% v letu 2022. Predpostavljene EBIT marže v tem scenariju opredeljujemo kot optimistične.

Davek od dohodka pravnih oseb

Preverili smo ali bo družba glede na planirane investicije morala plačevati davek od dohodka pravnih oseb.

	2018	2019	2020	2021	2022	SDT
SKRAJŠANI IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA						
davčna osnova I	898.122	1.099.807	1.157.784	1.337.513	1.521.683	1.521.683
povečanje davčne osnove	175.000	175.001	175.002	175.003	175.004	175.005
olajšave za investicije (40% od 85% investicij)	-742.987	-742.987	-742.987	-742.987	-742.987	-742.987
ostale olajšave	-160.000	-160.000	-160.000	-160.000	-160.000	-159.995
neizkoriščene davčne olajšave iz preteklih let	-170.135	-360.986	0			
davčna osnova II	0	10.835	429.800	609.530	793.700	793.706
davek od dohodka pravnih oseb - 19%	0	2.059	81.662	115.811	150.803	150.804

Glede na pretekle neizkoriščene davčne olajšave, ki so na dan 31.12.2017 znašale 531.121 EUR, in glede na nove olajšave zaradi investiranja ter ostale olajšave, ki se nanašajo predvsem na olajšave za zaposlovanje invalidov in olajšave za dodatno prostovoljno pokojninsko zavarovanje, bo podjetje pričelo davek od dohodka plačevati v letu 2019.

ČISTI DENARNI TOK

ČISTI DENARNI TOK	v EUR					
	2018	2019	2020	2021	2022	SDT
DOBIČ, ALI IZG, IZ POSL., PRILAG. ZA DAVČNO STOPNJO NA DOBIČEK	898.122	1.099.807	1.076.122	1.221.703	1.370.880	1.370.879
+ nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij)	2.185.255	2.185.255	2.185.255	2.185.255	2.185.255	2.185.255
- investicije	-2.185.255	-2.185.255	-2.185.255	-2.185.255	-2.185.255	-2.185.255
+/- spremembe v obratnem kapitalu	-2.031.562	-19.049	-19.430	-19.818	-20.215	-20.619
ČISTI DENARNI TOK ZA CELOTNI KAPITAL	-1.133.440	1.080.758	1.056.693	1.201.884	1.350.665	1.350.260
rast denarnega toka		-0,95	0,98	1,14	1,12	1,00
rezidual	2,000%					15.182.689
faktor za diskontiranje sredi leta	0,5000	1,5000	2,5000	3,5000	4,5000	4,5000
faktor sedanje vrednosti (dospetje denarnih tokov sredi leta)	0,9489	0,8543	0,7691	0,6925	0,6234	0,6234
SEDANJA VREDNOST ČISTEGA DENARNEGA TOKA ZA CELOTNI KAPITAL	-1.075.468	923.264	812.726	832.255	842.053	9.465.437

Standardizirani denarni tok

Po letu 2022 smo uporabili za izračun preostanka vrednosti podjetja Gordonov model. Kot standardizirani denarni tok za celotni kapital smo predvideli dobiček iz poslovanja iz leta 2022 prilagojen za davčno stopnjo in zmanjšan za potrebo po dodatnem obratnem kapitalu. Po letu 2022 smo predvideli povečanje čistih denarnih tokov v višini 2 % na leto, kar je v skladu s pričakovano inflacijo na dolgi rok.

Amortizacija

Amortizacija ni denarni odliv, zato jo v neto denarnem toku prištevamo.

Investicije

Investicije so planirane v višini obračunane amortizacije, s čimer je zagotovljena uresničitev predpostavke ohranitve kapacitet in neomejenega delovanja podjetja.

Vlaganja v obratni kapital

Preverili smo obseg obratnega kapitala ocenjevanega podjetja v preteklih letih. Določamo ga tako, da upoštevamo le poslovni del obratnega kapitala (zaloge + poslovne terjatve + denar + aktivne časovne razmejitve – poslovne obveznosti – pasivne časovne razmejitve). Izločili smo torej finančni del, kamor spadajo kratkoročne finančne naložbe in kratkoročne finančne obveznosti.

Pri analizi obratnega kapitala je bilo ugotovljeno, da je v zadnjih petih letih bil delež obratnega kapitala v poslovnih prihodkih (po izločitvi viškov denarnih sredstev in obveznosti do dobaviteljev OS) v višini med 1 in 7%.

Za naprej smo pripravili naslednjo napoved potreb po obratnem kapitalu:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	SDT
obratni kapital							
zaloge	207.123	207.315	211.461	215.690	220.004	224.404	228.892
kratkoročne poslovne terjatve	2.561.458	2.563.831	2.615.108	2.667.410	2.720.758	2.775.174	2.830.677
potrben denar (2% od poslovnih prihodkov)	323.528	323.828	330.304	336.910	343.649	350.522	357.532
AČR	165.437	165.590	168.902	172.280	175.726	179.240	182.825
kratkoročne poslovne obveznosti	4.007.767	1.978.919	2.018.497	2.058.867	2.100.044	2.142.045	2.184.886
PČR	328.901	329.206	335.790	342.506	349.356	356.343	363.470
obratni kapital	-1.079.122	952.440	971.489	990.919	1.010.737	1.030.952	1.051.571
sprememba obratnega kapitala		2.031.562	19.049	19.430	19.818	20.215	20.619
% obratnega kapitala v poslovnih prihodkih	-6,7%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%

Za postavke zalog, kratkoročnih poslovnih terjatev, AČR in PČR smo predvideli, da se bodo povečevali v skladu s povečanim obsegom poslovanja. Za denar smo predvideli, da je potreben v višini 2% od poslovnih prihodkov. Za kratkoročne poslovne obveznosti smo predvideli, da se bodo do konca leta 2018 bistveno zmanjšale, saj je bilo na dan 31.12.2017 med njimi izkazano 2.213.289 EUR obveznosti do dobaviteljev OS. V prihodnje je planiran obratni kapital v višini 5,9% od poslovnih prihodkov, kar predstavlja povprečje zadnji treh let.

Zahtevana stopnja donosnosti

	31.12.2017	Vir:
Beta brez dolga za dejavnost	0,76	Damodoran online, Beta, Unlevered beta an other risk measures Western Europe za dejavnost Business & Consumer Services- januar 2018
Načrtovana davčna stopnja podjetja	9,91%	izračunano
Razmerje D/E podjetja	2,88%	trenutna zadolženost podjetja izračunana na podlagi tržnih vrednosti
Beta podjetja	0,78	
Netvegana mera donosa	3,80%	Desetletno povprečje slovenskih desetletnih državnih obveznic
Pribitek za kapitalsko tveganje	5,00%	Duff & Phelps
Beta podjetja z zadolženostjo	0,78	izračunano
Temeljna stopnja donosa lastniškega kapitala	7,70%	izračunano
Pribitek za majhnost	3,58%	Size premium (Sum beta), 2016 Valuation Handbook, Duff & Phelps
Pribitek za deželno tveganje	0,00%	
Pribitek za posebna tveganja ocenjevanega podjetja	0,00%	
Strošek lastniškega kapitala - CAPM	11,28%	
Strošek lastniškega kapitala	11,28%	izračunano
Strošek finančnega dolga pred obdavčitvijo	4,30%	Netvegana mera donosa + 0,5 odstotne točke
Delež finančnega dolga v celotnem kapitalu	2,80%	Določeno na podlagi trenutne zadolženosti podjetja, izračunane na podlagi tržnih vrednosti
Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu	97,20%	Določeno na podlagi trenutne zadolženosti podjetja, izračunane na podlagi tržnih vrednosti
Načrtovana davčna stopnja podjetja	9,91%	izračunano
Tehntano povprečje stroškov celotnega kapitala - WACC	11,07%	

Diskontna mera se malenkost razlikuje od scenarija 1 zaradi nekoliko drugačne strukture lastniškega in dolžniškega kapitala.

Ocenjena vrednost z metodo diskontiranja čistih denarnih tokov z vidika manjšinskega 14,51% lastništva

	v EUR	
VSOTA SEDANJE VREDNOSTI ČISTEGA DEN. TOKA ZA CELOTNI KAPITAL		11.800.266
- obveznosti iz financiranja		-328.326
- obveznosti iz tožb		-51.900
+/- presežek ali primanjkljaj obratnega kapitala na dan cenitve		
Preliminarna ocena lastniškega kapitala iz poslovanja na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva		11.420.040
+ presežna denarna sredstva na datum ocenjevanja		1.406.341
+ kratkoročne finančne naložbe		3.849.010
+ dolgoročne finančne naložbe		0
+ prodaja poslovno nepotrebnih osnovnih sredstev		0
Ocenjena vrednost celotnega lastniškega kapitala, na tržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva		16.675.391
- odbitek za pomanjkanje tržljivosti	17,14%	-2.858.639
Ocenjena vrednost celotnega lastniškega kapitala, na netržljivi osnovi z vidika manjšinskega lastništva		13.816.753
ocenjena vrednost na eno delnico zaokroženo		28,10
ocenjena vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva		2.005.385

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost podjetja z vidika manjšinskega pod 25% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 2 na dan 31. 12. 2017, v višini

13.816.753 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost ene delnice z vidika pod 25% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 2 na dan 31. 12. 2017, v višini

28,10 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je ocenjena vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva, ob predpostavkah Scenarija 2 na dan 31. 12. 2017, v višini

2.005.385 EUR.

Opravili smo tudi analizo občutljivosti na spremembo diskontne mere in spremembo rasti v standardiziranem denarnem toku in ugotovili, da spremembe za 0,5 odstotne točke vplivajo na spremembo vrednosti podjetja v višini cca 8%.

Analiza občutljivosti vrednosti	ocenjena vrednost v EUR	odstopanje na osnovni scenarij
osnovni scenarij	13.816.753	
povečanje diskontne mere in zmanjšanje rasti SDT za 0,5 odstotne točke	12.827.373	-7%
zmanjšanje diskontne mere in povečanje rasti SDT za 0,5 odstotne točke	15.049.434	9%

Scenarij 1 smo opredelili kot pesimistični, Scenarij 2 pa kot optimistični. Pri določitvi tržne vrednosti smo oba scenarija obravnavali kot enakovredna.

	Scenarij 1	Scenarij 2	Tržna vrednost
Ocenjena vrednost celotnega lastniškega kapitala, na netržišni osnovi z vidika manjšinskega lastništva	8.033.679	13.816.753	10.925.216
ocenjena vrednost na eno delnico zaokroženo	16,340	28,100	22,22
ocenjena vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva	1.166.120	2.005.385	1.585.753

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je tržna vrednost podjetja z vidika manjšinskega pod 25% lastništva, na dan 31. 12. 2017, v višini

10.925.216 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je tržna vrednost ene delnice z vidika pod 25% lastništva na dan 31. 12. 2017, v višini

22,22 EUR.

S pomočjo metode diskontiranja čistih denarnih tokov smo ocenili, da je tržna vrednost 71.366 delnic oz. 14,51% lastništva, na dan 31. 12. 2017, v višini

1.585.753 EUR.

Priloga 1 – izjava ocenjevalca

V zvezi z opravljenim ocenjevanjem vrednosti podjetja, ki sem ga opravila skupaj s sodelavci podjetja ABECEDA SVETOVANJE d.o.o., kot pooblaščenca ocenjevalka vrednosti podjetij in podpisnica poročila o ocenjevanju, v skladu s Slovenskim poslovnofinančnim standardom 1 in Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti

pri svojem najboljšem poznavanju in prepričanju izjavljam, da

1. imam kot ocenjevalka vrednosti podjetij potrebno znanje in izkušnje za izvedbo projekta ocene vrednosti podjetja ARRIVA ŠTAJERSKA d.d. na dan 31.12.2017,
2. je ocenjevanje vrednosti izvedeno objektivno in nepristransko,
3. sem v skladu z možnostmi o predmetu ocenjevanja pridobila vse informacije, ki bistveno vplivajo na ocenjeno vrednost,
4. so informacije in podatki preverjeni v skladu z možnostmi in prikazani v dobri veti, pri čemer verjamem in zaupam v njihovo točnost,
5. so v poročilu prikazani podatki in informacije preverjeni v skladu z možnostmi ter prikazani in uporabljeni v dobri veri ter so točni,
6. so prikazane moje osebne analize, mnenja in sklepi, ki so omejeni samo s predpostavkami, opisanimi v tem poročilu,
7. nimam navedenih sedanjih oziroma prihodnjih interesov glede imetja, ki je predmet tega poročila in nimam spodaj navedenih osebnih interesov ter nisem pristranska glede oseb, ki jih ocena vrednosti zadeva,
8. nisem sama oziroma z mano povezne osebe v obdobju zadnjih treh let opravljala storitev ali transakcij s sredstvi oz. premoženjem, ki so predmet te ocene vrednosti,
9. plačilo za mojo storitev v zvezi z ocenitvijo vrednosti ni vezano na vnaprej določeno vrednost predmeta ocenjevanja vrednosti ali doseganje dogovorjenega izida ocenjevanja vrednosti ali pojava kakršnegakoli poslovnega dogodka, ki bi bil posledica analiz, mnenj in sklepov tega poročila,
10. mi pri izdelovanju analiz in ocenjevanju vrednosti nihče ni dajal pomembne strokovne pomoči,
11. so moje analize izdelane, mnenja in sklepi oblikovani ter to poročilo sestavljeno v skladu s pravili, razvrščenimi v Hierarhiji pravil ocenjevanja vrednosti.

POOBLAŠČENA OCENJEVALKA VREDNOSTI PODJETIJ

IRENA VIHER



Ptuj, 27.8.2018

Priloga 2 – izjava ocenjevanega podjetja

Na osnovi naročilnice, ki jo je

MESTNA OBČINA MARIBOR
Ulica Heraja Staneta 1
2000 MARIBOR

posredovala podjetja

ABECEDA SVETOVANJE d.o.o.,
Steage 21c
1000 LJUBLJANA

za ocenitev vrednosti podjetja

ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.,
Meljska cesta 97
2000 MARIBOR

kot

POOBLAŠČENA OSEBA OCENJEVANEGA PODJETJA IZJAVLJAM,

- da smo ocenjevalci za potrebe ocenitve podjetja ARRIVA ŠTAJERSKA d.d. na dan 31. 12. 2017 posredovali pravilne in točne podatke o poslovnih uspešnosti ter o premoženjsko finančnem stanju podjetja v preteklosti in sodanjosti;
- da smo ocenjevalcu razkrili vse podatke, ki bi lahko kakorkoli vplivali na oceno vrednosti podjetja na dan 31. 12. 2017;
- da smo ocenjevalcu posredovali takšne podatke, v katere verjamemo in menimo, da so po naših znanjih in spoznanjih tudi realni in objektivni.

Datum:

13/8/2018

Pooblaščenca oseba
ocenjevanega podjetja:



Priloga 3 – dovoljenje za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij

SLOVENSKI INŠTITUT ZA REVIZIJO
Dunajska cesta 106, 1000 Ljubljana
Telefon: 01 568 55 54 Telefaks: 01 568 63 32

Številka: DOP-P-1/17-342
Datum: 22. 2. 2017

Na podlagi 2. odstavka 90. in 2. odstavka 48. člena zakona o revidiranju (Uradni list RS, št. 65/08) in 1. odstavka 2. člena Pravilnika o priznanju dodatnega izobraževanja za podaljšanje veljavnosti dovoljenja za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca je Slovenski inštitut za revizijo po strokovnem svetu, na svoji seji dne 22. 2. 2017 izdal:

ODLOČBO.

IRENI VIHER, rojeni 2. septembra 1966 na Ptujju, stanujoči na Ptujju, Ulica Jožefe Lackove 28

se do vključno 3. 3. 2019 podaljša

VELJAVNOST DOVOLJENJA ZA OPRAVLJANJE NALOG POOBLAŠČENEGA OCENJEVALCA VREDNOSTI PODJETIJ.

Obrazložitev

Irena Viher je 1. 2. 2017 vložila zahtevek za podaljšanje dovoljenja za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij, iz priložene dokumentacije je razvidno, da Irena Viher, izpolnjuje pogoje iz 4. odstavka 2. člena Pravilnika o priznanju dodatnega izobraževanja za podaljšanje veljavnosti dovoljenja za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij, zato se ji dovoljenje za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij, podaljša do vključno 3. 3. 2019. Po tem datumu bo Slovenski inštitut za revizijo dovoljenje podaljšal, če bo Irena Viher opravila program dodatnega strokovnega izobraževanja, ki ga določi inštitut.

Pravni pouk:

Zoper to odločbo ni pritožbe, zoper njo pa lahko vložiti stranka tožbo pri Upravnem sodišču Republike Slovenije v 30 dneh po vročitvi te odločbe. Tožba se vložijo pisno v dveh izvodih naravnost pri sodišču ali se da na zapisek, lahko pa se vložijo po pošti. Šteje se, da je bila tožba vložena pri sodišču tisti dan, ko je bila priloženo oddana na pošto ali ko je bila dana na zapisek.

Na podlagi tarifne številke 2 Tarife o takсах in nadomestilih (Uradni list RS, št. 45/02 in 71/06) znaša taksa za to odločbo 240,19 EUR.

Postopek vodila:

Barbara Prilec



Vročeno:
-naslovniku,
-Agenciji za javni nadzor nad reviziranjem,
-arhivu, tu

Dr. Sašo Jatornič
Predsednik strokovnega sveta
Slovenskega inštituta za revizijo

