

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRESOJANJE EKONOMSKE UPRAVIČENOSTI INVESTICIJE:  
PRIMER NAKUPA HOTELA V IZBRANEM PODJETJU**

Ljubljana, marec 2019

MAJ KEK

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Maj Kek, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Presojanje ekonomske upravičenosti investicije: primer nakupa hotela v izbranem podjetju, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Mojco Marc

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu prek Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 19. 3. 2019

Podpis študenta: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 INVESTICIJE, INVESTICIJSKE ODLOČITVE IN NAČRTOVANJE</b>	
<b>INVESTICIJ</b> .....	<b>2</b>
<b>1.1 Pomen investicij za gospodarstvo in podjetje</b> .....	<b>2</b>
<b>1.2 Investicijske odločitve znotraj podjetja</b> .....	<b>5</b>
<b>1.3 Načrtovanje investicije</b> .....	<b>6</b>
<b>2 PREDSTAVITEV PODJETIJ IN INVESTICIJE</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1 Predstavitev podjetij Kamp, d. o. o., in Hotel, d. o. o.</b> .....	<b>8</b>
<b>2.2 Predstavitev oziroma opis investicije</b> .....	<b>10</b>
<b>3 TRŽNA ANALIZA</b> .....	<b>11</b>
<b>3.1 Analiza ožje konkurence podjetja Kamp, d. o. o.</b> .....	<b>11</b>
3.1.1 Analiza konkurence podjetja Kamp, d. o. o. ....	11
3.1.1.1 Konkurent Kamp A.....	11
3.1.1.2 Konkurent Kamp B.....	12
3.1.1.3 Konkurent Kamp C .....	13
3.1.2 Nevarnost vstopa novih podjetij .....	13
3.1.3 Pogajalska moč kupcev .....	14
3.1.4 Pogajalska moč dobaviteljev .....	14
3.1.5 Grožnje substitutov .....	14
<b>3.2 Analiza ožje konkurence podjetja Hotel, d. o. o.</b> .....	<b>15</b>
3.2.1 Analiza konkurence podjetja Hotel, d. o. o. ....	16
3.2.1.1 Konkurent Hotel B .....	16
3.2.2 Nevarnost vstopa novih podjetij .....	16
3.2.3 Pogajalska moč kupcev .....	16
3.2.4 Pogajalska moč dobaviteljev .....	17
3.2.5 Grožnje substitutov .....	17
<b>3.3 Turizem v Sloveniji</b> .....	<b>17</b>
3.3.1 Leto 2016.....	17
3.3.2 Leto 2017 .....	20
3.3.3 Leto 2018.....	21
<b>4 FINANČNA ANALIZA PODJETIJ</b> .....	<b>22</b>

<b>4.1</b>	<b>Finančna analiza podjetja Kamp, d. o. o.</b>	<b>22</b>
4.1.1	Analiza izkaza poslovnega izida	23
4.1.2	Analiza bilance stanja	26
4.1.2.1	<i>Sredstva</i>	27
4.1.2.2	<i>Obveznosti do virov sredstev</i>	29
4.1.3	Analiza plačilne sposobnosti	32
4.1.4	Analiza izkaza denarnih tokov	33
<b>4.2</b>	<b>Finančna analiza podjetja Hotel, d. o. o.</b>	<b>35</b>
4.2.1	Analiza izkaza poslovnega izida	35
4.2.2	Analiza bilance stanja	36
4.2.3	Analiza izkaza denarnih tokov	38
<b>5</b>	<b>FINANČNA ANALIZA INVESTICIJE ZA NAKUP HOTELA</b>	<b>38</b>
<b>5.1</b>	<b>Razlogi za investicijo z vidika podjetja Kamp, d. o. o.</b>	<b>38</b>
<b>5.2</b>	<b>Opis virov financiranja investicije</b>	<b>39</b>
<b>5.3</b>	<b>Projekcije denarnih tokov z vidika podjetja Kamp, d. o. o.</b>	<b>39</b>
<b>6</b>	<b>EKONOMSKA OCENA INVESTICIJSKEGA PROJEKTA</b>	<b>43</b>
<b>6.1</b>	<b>Metode ocenjevanja investicijskih projektov</b>	<b>43</b>
6.1.1	Statična merila investiranja	43
6.1.1.1	<i>Doba povračila investicije</i>	44
6.1.1.2	<i>Diskontirana doba povračila investicije</i>	45
6.1.1.3	<i>Donosnost investicije</i>	46
6.1.1.4	<i>Skupni donos na enoto investicijskih stroškov</i>	47
6.1.2	Dinamična merila investiranja	47
6.1.2.1	<i>Neto sedanja vrednost</i>	47
6.1.2.2	<i>Notranja stopnja donosa</i>	48
6.1.2.3	<i>Popravljen notranja stopnja donosa</i>	49
6.1.2.4	<i>Indeks donosnosti</i>	50
6.1.2.5	<i>Diskontna stopnja</i>	50
<b>6.2</b>	<b>Analiza občutljivosti projekta</b>	<b>51</b>
6.2.1	Splošno o obvladovanju tveganj	51
6.2.2	Analiza občutljivosti	52
<b>SKLEP</b>		<b>55</b>

<b>LITERATURA IN VIRI .....</b>	<b>56</b>
<b>PRILOGE.....</b>	<b>59</b>

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Deleži gostov kampa po državah v letih 2016 in 2017 .....	24
Tabela 2: Število nočitev v kampu glede na posamezna leta .....	25
Tabela 3: Analiza občutljivosti ob spremembi diskontne stopnje.....	53

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Gospodarska rast v Sloveniji v letih 2000–2017.....	5
Slika 2: Rast prihodov mednarodnih turistov v Evropi in Sloveniji .....	18
Slika 3: Prenočitve turistov v Sloveniji po letih.....	18
Slika 4: Zasedenost hotelskih sob in cene za dvoposteljne sobe, Slovenija, 2016.....	19
Slika 5: Prihodi tujih turistov v Slovenijo – indeksi z osnovo v letu 1995 .....	20
Slika 6: Turistični promet v Sloveniji .....	21
Slika 7: Delež finančnega dolga na EBITDA in stopnja nezmožnosti plačevanja.....	31
Slika 8: Izračun dobe povračila investicije.....	44
Slika 9: Izračun diskontirane dobe povračila investicije .....	45
Slika 10: Donosnost investicije po posameznih letih .....	46
Slika 11: Izračun diskontne stopnje WACC.....	51
Slika 12: Primerjava neto sedanje vrednosti pri različnih diskontnih stopnjah.....	54
Slika 13: Primerjava neto sedanje vrednosti pri različnih predpostavkah upada prihodkov .....	55

## **KAZALO PRILOG**

Priloga 1: Izkaz poslovnega izida podjetja Hotel, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017.....	1
Priloga 2: Bilanca stanja podjetja Hotel, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017.....	2
Priloga 3: Izkaz poslovnega izida podjetja Kamp, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017.....	3
Priloga 4: Bilanca stanja podjetja Kamp, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017 .....	4
Priloga 5: Denarni tok podjetja Hotel, d. o. o., v obdobju od 31. 12. 2016 do 31. 12. 2017..	5
Priloga 6: Denarni tok podjetja Kamp, d. o. o., v obdobju od 31. 12. 2016 do 30. 9. 2017..	6
Priloga 7: Projekcije denarnih tokov za podjetje Kamp, d. o. o., ob nakupu hotela .....	7
Priloga 8: Projekcije prostega denarnega toka zgolj iz naslova poslovanja hotela .....	8



## UVOD

Investicija je sredstvo oziroma predmet, ki je kupljen z namenom ustvarjanja dobička oziroma povečanja vrednosti v prihodnosti. V ekonomskem smislu je investicija opredeljena kot zavezanost sedanjih finančnih sredstev z namenom ustvarjanja donosnosti. Dandanes je gospodarstvo precej nasičeno, zato je pomembno, da podjetje sledi trendom in postane konkurenčno ter dobičkonosno s pomočjo investicij, ki generirajo pozitiven donos oziroma imajo pozitivno neto sedanjo vrednost. Z makroekonomskega vidika so investicije zelo pomemben razvojni dejavnik, saj omogočajo rast in obstoj podjetja na trgu. Če investicije ne bi bile predmet obravnave določenega podjetja, bi to podjetje s časom zastaralo in izgubilo konkurenčne prednosti, kar bi lahko vodilo v propad. Če se podjetje sooča s strateško pomembno, visoko in tvegano investicijo, je njegova naloga, da pripravi kakovosten in natančen investicijski načrt, ki bo temeljil na realističnih predpostavkah. Poudariti je treba, da se z višino investicije povišuje tudi tveganje za podjetje.

V primeru, ki je analiziran v magistrskem delu, se podjetje Kamp, d. o. o., prav tako sooča z investicijo, ki je namenjena nakupu hotela (obe imeni sta izmišljeni zaradi varovanja poslovne skrivnosti). Omenjeno podjetje ima trenutno v najemu dva hotela, prav tako pa je lastnik kampa na precej strateški lokaciji. Investicija je z vidika podjetja zelo pomembna, saj predstavlja možnost za rast oziroma širitev obstoječega poslovanja in posledično tržnega deleža. Podjetje načrtuje investicijo z namenom uživanja ekonomskih učinkov oziroma ugodnosti, ki so natančno predstavljene v nadaljevanju magistrskega dela. Ključno vprašanje je torej, ali je investicija smiselna in ekonomsko upravičena ter ali bo podjetje v prihodnosti sposobno odplačevati dano posojilo.

Poleg statičnih meril za presojo investiranja, kot so doba povračila investicije, donosnost investicije itd., so v magistrskem delu uporabljena tudi dinamična merila, kot so neto sedanja vrednost, notranja stopnja donosa, indeks donosnosti, analiza občutljivosti itd.

Namen magistrskega dela je prispevati k boljši in lažji odločitvi lastnikov izbranega podjetja glede izvedbe projekta, medtem ko je glavni cilj magistrskega dela s pomočjo metod za ocenjevanje investicijskih projektov ugotoviti dobičkonosnost projekta in proučiti sposobnost podjetja za odplačevanje danega posojila, kar bo vplivalo na odločitev lastnikov podjetja glede izvedbe projekta. S pomočjo strokovne literature, analize podjetja in finančnih projekcij ugotavljam, ali je investicija s strani izbranega podjetja ekonomsko smiselna in proučevanemu podjetju prinaša dolgoročno dodano vrednost. Pri analizi podjetja se omejim predvsem na analizo finančnih izkazov izbranega podjetja, in sicer na komentiranje pomembnih finančnih kazalnikov in na analizo finančnih projekcij, ki so pripravljene na precej konservativnih predpostavkah. Za analizo podjetja Kamp, d. o. o., sledi analiza podjetja, ki je lastnik nepremičnine oz. hotela. Kot že omenjeno, je glavni namen izbranega podjetja razširiti obstoječe poslovanje in uživati ekonomske ugodnosti, ki bodo posledica omenjene investicije.

Na koncu podam ugotovitev, ali je omenjena investicija s strani podjetja dobičkonosna in ekonomsko upravičena, kar je tudi primarni cilj magistrskega dela.

V okviru magistrskega dela preverim veljavnost naslednjih hipotez:

- H1: Investicijski projekt je z vidika podjetja oziroma investitorja ekonomsko upravičen in podjetju ob implementaciji predstavlja možnost povečanja vrednosti v prihodnosti, kar pomeni, da bo neto sedanja vrednost projekta pozitivna.
- H2: Podjetje je kreditno sposobno, kar pomeni, da bo sposobno odplačati novo dolgoročno posojilo s strani banke XY, medtem ko posojilo podjetju ne bo predstavljalo prevelikega bremena.

Kot metodo raziskovalnega dela uporabim kvantitativno in kvalitativno analizo računovodskih izkazov. Na začetku magistrskega dela opredelim pomen investicij za podjetje in celotno gospodarstvo, nato pa opišem podjetje Kamp, d. o. o., ki se zanima za nakup hotela, in podjetje Hotel, d. o. o., ki je lastnik nepremičnine. Zatem so predstavljeni celotna investicija in viri sredstev, iz katerih bo investicija dejansko financirana. Opis transakcije in podjetij, ki so njen predmet, sledi analiza turizma v Sloveniji, ki ima pomemben vpliv na poslovanje omenjenih podjetij. Za tržno analizo analiziram obe podjetji, in sicer Kamp, d. o. o. in Hotel, d. o. o., ter pokomentiram in izpostavim ključne finančne kazalnike, s katerimi analiziramo uspešnost poslovanja določenega podjetja. Finančni analizi podjetij sledijo finančne projekcije podjetja Kamp, d. o. o., ki pokažejo, ali je podjetje sposobno financirati nakup hotela in razširiti svoje poslovanje. Pri finančnih projekcijah ne igra vloge samo pozitiven neto dobiček, ampak so pomembni tudi denarni tokovi, ki pokažejo zmožnost odplačevanja oziroma financiranja dodatnega dolga. Vse potrebne podatke sem pridobil iz finančnih izkazov omenjenih podjetij (bilanca stanja in izkaz poslovnega izida), medtem ko sem podatke za namen finančnih projekcij pridobil od banke XY, katere stranka je podjetje Kamp, d. o. o. Omenjeni podatki so interne narave. Pri investiciji izpostavim možne scenarije, ki bi lahko negativno vplivali na donosnost projekta in vprašljivost investicije. Zaradi nepredvidljive prihodnosti opravi tudi analizo občutljivosti, ki pokaže spreminjanje neto sedanje vrednosti glede na spreminjanje določenih kazalnikov, ki v pesimističnih scenarijih vplivajo na poslabšanje te vrednosti, prav tako pa je analiza narejena na konservativnih predpostavkah z namenom dosega višje varnosti oziroma nižjega tveganja.

# **1 INVESTICIJE, INVESTICIJSKE ODLOČITVE IN NAČRTOVANJE INVESTICIJ**

## **1.1 Pomen investicij za gospodarstvo in podjetje**

Investicija je izdatek, ki je namenjen povečanju in ohranjanju stoga kapitala (ang. stock of capital). Stog kapitala je sestavljen iz opredmetenih sredstev, in sicer tovarn, strojev, uradov,



zalog, stanovanjskih hiš in drugih trajnih proizvodov, ki se uporabljajo v procesu proizvodnje. Investicije predstavljajo povečanje tako opredeljenega kapitala in so imenovane kot materialne naložbe. Naslednja, sicer najsplošnejša izmed opredelitev pravi, da so investicije vsak izdatek z namenom povečanja prihodnjega dohodka. Glede na statistično opredelitev pa so investicije tisti del družbenega proizvoda, ki ni potrošen, ter so izračunane kot razlika med osebno in javno porabo (Senjur, 1993).

Investicijski izdatki so razdeljeni v tri kategorije, in sicer med poslovne fiksne investicije, ki so sestavljene iz podjetniških izdatkov za trajnejše stroje, opremo in zgradbe, stanovanjske investicije, ki so sestavljene iz investicij v stanovanja, ter investicije v zaloge. Na področju razvojne ekonomike imajo najvišji pomen investicije v osnovna sredstva. Pri slednjih investicijah ločimo med gospodarskimi in negospodarskimi investicijami v osnovna sredstva. Pri prvih gre za izdatke gospodarstva za trajnejše stroje, opremo, zgradbe itd., medtem ko gre pri drugih prav tako lahko za izdatke za opremo in podobno, vendar za negospodarske potrebe, najpogosteje za stanovanjsko izgradnjo (Senjur, 1993).

Fizični kapital oziroma proizvodna sredstva so v celoti ekonomski dejavnik gospodarskega razvoja, in sicer ne samo glede njihove uporabe, temveč tudi njihove velikosti. Če so investicije opredeljene kot povečanje kapitala, je pomen investicij za gospodarski razvoj večvrsten. Investicije ustvarjajo proizvodne zmogljivosti in s tem vplivajo na sposobnost za proizvodnjo. Obseg investicij in tehnološki napredek sta tesno povezana, saj lahko dosežke tehničnega napredka v popolnosti koristi tisto gospodarstvo, ki je naklonjeno investicijam, saj je tehnični napredek v veliki meri utelešen v investicijskih dobrinah. Od velikosti investicije je odvisna stopnja splošne mobilizacije resursov v nerazvitem gospodarstvu. Investicije povečujejo število delovnih mest in možnost mobilizacije delovne sile, ki bi sicer ostala neizkoriščena. Prav tako velja podobno za mobilizacijo prirodnih bogastev (Senjur, 1993).

Obseg investicij je pomemben kot dejavnik gospodarske rasti, saj so prve uporabe enostavnega modela rasti na primeru manj razvitih držav poudarjale potrebo po večjih investicijah in s tem po večjem deležu investicij v družbenem proizvodu. Po besedah A. Lewisa ter W. Rostowa je vprašanje povečanja stopnje produktivnih investicij bistveno za prehod nerazvitega gospodarstva, ki je v stanju stagnacije ter nerazvitosti, v stanje samostojnega razvoja (Senjur, 1993).

Maksimizacija učinkovitosti investiranja predstavlja enega izmed ključnih problemov gospodarske rasti, saj zahteva, da z dano stopnjo investicij dosežemo čim višjo stopnjo rasti. Povečevanje deleža investicij v družbenem proizvodu kot sredstvo pospeševanja gospodarske rasti ima svoje meje. Če se poviša stopnja investicij v danem gospodarstvu, je zahtevano, da se zmanjša delež potrošnje v družbenem proizvodu, kar posledično negativno vpliva na delovne napore in prizadevnost delavcev (Senjur, 1993).

Hrvaški ekonomist Rudolf Bišanić je glede na gibanje kapitalnega količnika gospodarsko rast razdelil na tri faze (Senjur, 1993):

- Faza stagnacije oziroma počasnega razvoja ponazarja nerazvito gospodarstvo, kjer je kapitalni količnik zaradi nerazvitih ekonomskih odnosov nizek. To pomeni, da je kapitala malo, delovne sile pa v izobilju. Posledično je produktivnost kapitala relativno visoka, delovna sila pa je poceni in nizko produktivna.
- Prag gospodarskega razvoja predstavlja fazo hitrega porasta kapitalnega količnika, ki je posledica višjih investicij v kapitalno intenzivne dejavnosti za izgradnjo gospodarske infrastrukture.
- Strukturni polet predstavlja tretjo fazo, kjer se pojavita hitro povečanje proizvodnje in posledično znižanje kapitalnega količnika. Zadnja faza je posledica že zgrajene osnovne infrastrukture ter povečanja deleža dolgotrajnih kapitalnih in potrošnih dobrin v proizvodnji. Tehnični napredek je posledično uveden v povečanem obsegu.

Bišanić poudarja, da za dobro gospodarsko rast ni tako pomemben obseg investicij kot njihova učinkovitost. Glede na raziskave se je pokazalo, posebno v socialističnih državah in v večini manj razvitih državah, da je vprašanje obsega investicij rešljiv problem, medtem ko je zapleteno vprašanje povečanja učinkovitosti investiranja (Senjur, 1993).

V slovenskem gospodarstvu so v letu 2017 investicije porasle za kar 8,4 %, medtem ko so v predhodnem letu upadle za 0,1 %. Visoko rasti so beležile predvsem investicije v osnovna sredstva, saj so narasle za 10,3 % in so bile po oceni Umarja povezane z rastjo nepremičninskega trga in nadaljevanjem rasti investicij v opremo in stroje. Obseg investicij zaradi močnega upada v kriznih letih kljub visoki rasti ostaja še naprej relativno nizek (Dernovšek, 2018).

Kot je razvidno iz slike 1, je v Sloveniji v zadnjih letih prisotna precej visoka gospodarska rast, kar se posledično odraža tudi v investicijah, ki v zadnjem letu strmo naraščajo. Povzamem lahko, da so investicije tesno povezane z gospodarsko rastjo oziroma pozitivnim gospodarskim okoljem.

Slika 1: Gospodarska rast v Sloveniji v letih 2000–2017 (v %)



Vir: Dernovšek (2018).

Kot v gospodarstvu so investicije pomembne tudi v podjetju, saj omogočajo razvoj in obstoj podjetja. Brez stalnega obnavljanja, posodabljanja in uvajanja novosti bi podjetje izgubilo konkurenčne prednosti, zastaralo in na koncu propadlo. Investicije so za podjetje zelo pomembne, hkrati pa precej tvegane. Posledice investicijskih odločitev so namreč dolgoročne, saj osnovna sredstva po navadi ostanejo v podjetju dalj časa. Za podjetje je pomembno, da sledi trendom in dosega konkurenčne prednosti, ki so posledica učinkovitih investicij v preteklosti.

## 1.2 Investicijske odločitve znotraj podjetja

Predvidevanje prihodnosti je vse težje, saj se poslovno okolje v daljši dobi močno spreminja in je posledično zelo nepredvidljivo, zato morajo biti investicijske odločitve skrbno pripravljene in izvedene. Pred začetkom celotnega procesa mora podjetje imeti tehten razlog za investiranje, ki izhaja iz ohranjanja trenutnega obsega poslovanja ali pa želje po povečanju obsega poslovanja. Med dvema skrajnostma je spodaj naštetih nekaj razlogov za investiranje (Pučko & Rozman, 2000):

- fizična ali ekonomska iztrošenost obstoječih sredstev,
- usklajevanje zmogljivosti,
- proizvodnja kakovostnejših proizvodov,
- potreba po povečanju zmogljivosti,
- uvajanje nove proizvodnje,
- povezava z ekonomskim staranjem je potreba po spreminjanju procesov,
- druge ekonomske ugodnosti.

Izbira pravih investicij s strani podjetja je strateška odločitev, izbrano investicijo pa je treba čimučinkovitejše izpeljati. Ko se podjetje odloča o vrsti investicije, se srečuje z naslednjimi vprašanji: s kakšnim namenom bo investiralo v opredmetena osnovna sredstva, kakšna bo višina investicije, kako bo investicija financirana in v kolikšnem času bo podjetje sposobno vrniti sredstva, če si bodo ta izposodila od banke. Če želi podjetje ostati v koraku s časom, običajno iztrošeno osnovno sredstvo ni zamenjano z enakim, ampak s tehnološko in ekonomsko sodobnejšim. Pri pomembnih investicijskih odločitvah sta potrebni natančna analiza in izdelava projekcij denarnih tokov, saj so te odločitve v veliki večini povezane z visokimi kapitalskimi vložki.

Glede na raziskavo družbe A.T. Kearney je v času krize leta 2008 kar 54 % podjetij propadlo zaradi napačnih strateških oziroma investicijskih odločitev. Zaradi nestanovitne strukture stroškov je propadlo 39 % podjetij, 38 % zaradi nezadostne likvidnosti in 34 % zaradi zapoznelega oziroma neustreznega odziva vodstva družbe. V raziskavo je bilo vključenih približno 1.200 primerov evropskih podjetij, ki so propadla v času krize. Kljub temu da glavni razlogi za propad podjetja izhajajo iz napačnih strateških odločitev, večina podjetij izvaja zgolj kratkoročne ukrepe v odzivu na krizo. Med njimi jih približno 62 % izvede ukrepe za uravnavanje likvidnosti, 46 % uporabi skupne rešitve s kupci in dobavitelji, ki uravnavajo likvidnost ter potrebo po obratnem kapitalu zgolj kratkoročno, 42 % se jih osredotoči na programe zniževanja stroškov, 34 % se jih odloči za ukrepe, povezane z razmerjem med dolžniškim ter lastniškim kapitalom, medtem ko zgolj 33 % podjetij spremeni svojo strateško usmeritev. V obdobju krize so močno kaznovane predvsem prehitre širitve pred krizo, saj so nenadzorovane naložbe spodkopale finančna sredstva za ustrezen odziv na krizo (STA, 2009).

Kot že omenjeno, je za podjetje pomembno, da sprejema tiste investicijske odločitve, ki so plod kakovostnih investicijskih načrtov, ki temeljijo na realnih predpostavkah, kljub temu da je napovedovanje prihodnosti vse težje. Načrtovanje investicij bo natančno predstavljeno v naslednjem podpoglavju.

### **1.3 Načrtovanje investicije**

Celoten proces investiranja je razdeljen v tri faze (Pučko & Rozman, 2000):

- priprava investicijske dokumentacije,
- izdelava tehnične dokumentacije,
- izvedba investicije.

Podjetje je primorano k pripravi investicijske dokumentacije, če želi imeti utemeljene možnosti in uspešnost investicije. Investicijska dokumentacija se imenuje možnostna študija (ang. feasibility study), na podlagi katere ugotovimo, ali je nameravano investicijo možno speljati in bo zamišljena proizvodnja možna. Drugi cilj investicijske dokumentacije je dokazati, da je predvidena investicija ekonomsko uspešna oziroma upravičena. Glavni del

investicijske dokumentacije podjetja je investicijski program, medtem ko se ostala dokumentacija nanaša na dogovarjanje glede nabave opreme, dobave surovin, prenosa tehnologije itd., kar je pogosto priloga investicijskega programu. Prva faza v procesu investiranja vključuje pripravljala dela, izdelavo ocene investicijske dokumentacije in zagotovitev sredstev (Pučko & Rozman, 2000).

Možna investicija pomeni, da lahko v praksi deluje, vendar to še ne pomeni, da je dobičkonosna. Njeno delovanje je predvideno z uporabo surovin, materialov, razpoložljivih kadrov, tehnologije, opreme itd. ter predvideva, da obstaja trg za predvidene proizvode in storitve ter da bo investicija omogočala plačilno sposobno poslovanje (Pučko & Rozman, 2000).

Investicijski program obsega tri osnovne dele (Pučko & Rozman, 2000):

- prvi del opiše investicijski objekt, način izvedbe, uskladitev s poslovanjem podjetja, njegov namen itd.,
- drugi del je sestavljen iz poglavij, ki dokazujejo razpoložljivost vhodnih elementov, kot so kadri, tehnologija, oprema, finančna sredstva itd.,
- tretji del ekonomsko oceni uspešnost poslovanja kot posledico investicije.

Med naložbeno dokumentacijo podjetja sodi tudi priprava analize prihodnjih denarnih tokov podjetja, ki pokaže, ali bo podjetje z načrtovanim denarnim tokom sposobno odplačevati posojilo ter hkrati uravnati tekočo likvidnost pri poslovanju oziroma financirati obratni kapital (ang. working capital).

Če podjetje ugotovi, da bo prihodnji neto denarni tok (ang. future net cash flow) šibek ali celo negativen ter da obstaja možnost likvidnostnih težav, je možnost, da zniža raven investicije ali pa podaljša dobo odplačila (ang. repayment period), če je to izvedljivo.

Če je prihodnji neto denarni tok močno negativen in je prihodnost podjetja močno vprašljiva, je za podjetje boljše, da se ne odloči za investicijo, saj lahko to vodi v propad podjetja. V realnosti velika večina podjetij (predvsem mikro ter malih in srednje velikih podjetij – ang. micro, small and medium enterprises) ne izdeluje finančnih projekcij denarnih tokov, kar pomeni, da so investicijske odločitve znotraj podjetij neutemeljene in napačne, kar posledično vodi do visokega števila propadlih podjetij, zlasti v času gospodarske krize.

Sredstva za potrebe investicije priskrbi podjetje samo ali pa si jih izposodi v večini primerov pri banki, vendar mora biti kreditno sposobno, možna pa je tudi kombinacija lastnih sredstev z izposojenimi sredstvi. Če podjetje naproša za posojilo pri banki, je s strani banke zaželeno, da je posojilo dobro zavarovano in da so pri investiciji prisotna tudi lastna sredstva lastnikov. Podjetje si sredstva lahko izposodi tudi pri drugih podjetjih ali celo povezanih podjetjih, ki v investicijo vstopijo zaradi določenih interesov. Pri tem so možni razni dogovori glede vlaganj, kot tudi vračanja vloženi sredstev om cene vlaganja teh sredstev. V večini primerov je posojilo s strani banke najdražje, predvsem v primerih tveganih in slabo

zavarovanih posojil. Če banka smatra, da podjetje ne bo zmožno odplačevati posojila in da je obstoječa zadolženost na previsokih ravneh, kar posledično za banko predstavlja previsoko tveganje, podjetje ne bo uspešno pri pridobitvi posojila.

Ko podjetje ugotovi, da je zmožno financirati investicijo in morebitno posojilo s strani posojilodajalca (banka, druga finančna oziroma nefinančna institucija) ter da investicija v osnovna sredstva (ang. Capital expenditure, v nadaljevanju CAPEX) podjetju ne predstavlja prevelikega bremena, investicijska dokumentacija pa je pripravljena, lahko nadaljuje z izdelavo tehnične dokumentacije, ki je potrebna v primeru investicije v izgradnjo nepremičnin ter drugih izvedbenih projektov. Tehnična dokumentacija se zaključí s pridobitvijo gradbenega dovoljenja. Izdelavi tehnične dokumentacije sledi izvedba investicije, ki vključuje izgradnjo, tehnični prevzem, pridobitev uporabnega dovoljenja in zagon proizvodnje. Dejavnosti v procesu investiranja so urejene z različnimi zakoni, odloki in pravilniki (Pučko & Rozman, 2000).

## **2 PREDSTAVITEV PODJETIJ IN INVESTICIJE**

### **2.1 Predstavitev podjetij Kamp, d. o. o., in Hotel, d. o. o.**

Podjetji Kamp, d. o. o., in Hotel, d. o. o., imata na izraženo željo lastnikov izmišljeni imeni. Lastnik 60 % deleža podjetja Kamp, d. o. o., je pravna oseba, katere lastnik je zgolj ena fizična oseba, medtem ko je preostalih 40 % v lasti fizične osebe. Družbenika imata delo razdeljeno tako, da je eden večino časa na terenu, medtem ko je drugi večino časa v pisarni, saj je odgovoren predvsem za področje financ.

Z januarjem 2016 je podjetje zaposlilo 7 novih delavcev, ki so bili pred tem honorarno zaposleni, prav tako pa so zaradi večjega obsega dela dodatno zaposlovali tudi na področju študentskega dela. V septembru 2016 so v podjetju izvedli reorganizacijo, kjer so imenovali vodje za posamezna področja, npr. vodja recepcije, vodja kuhinje, vodja strežbe itd. Reorganizacija je prispevala k večji odgovornosti delavcev in olajšala vodenje poslovanja. V kampu so v sezoni 2015 oblikovali dve skupini delavcev, in sicer širšo skupino A ter ožjo skupino B. Celotna ekipa je zaposlena vse leto, dela je na voljo za 7 mesecev, medtem ko so delavci prosti za obdobje 5 mesecev. Delo znotraj 7 mesecev je intenzivno, saj zaposleni delajo vsak dan, ves čas pa bivajo v kampu oziroma hotelu. Zaradi precejšnje strnjenosti je ekipa ob zaprtju kampa zelo utrujena in naveličana. Širša skupina je sestavljena iz vseh delavcev, s slednjo pa kamp posluje od junija do začetka septembra. V maju in septembru nadalje kamp upravlja ožja skupina delavcev, pri čemer so s konkretno določenim delavcem znotraj skupine dogovorjeni, da poslovanje restavracije predstavlja njegov zaslužek, medtem ko zaslužek nočitev pripada lastnikom, ki so v širši skupini. Na ta način so v letu 2015 povečali dobiček za kar 20.000 EUR, v letu 2016 pa v primerjavi s predhodnim letom za več kot 30.000 EUR.

Lastnika kampa imata poleg kampa v najemu tudi hotel na enem izmed priznanih slovenskih smučišč ter hotel v bližini kampa, kar pomeni, da je vodstvo kampa izkušeno predvsem na področju hotelirstva in turizma. Sprva je imela družba Kamp, d. o. o., kamp v najemu, kasneje pa je kupila podjetje, ki je imelo kamp v lasti. Del zemljišča v kampu zaradi postopka denacionalizacije pripada Ljubljanski nadškofiji, vendar podjetje zanj plačuje najemnino.

Avtokamp je lociran na mirni lokaciji v naravi, kar omogoča številne dejavnosti in bivanje v sožitju z naravo. Gostom kampa je na voljo naravno kopališče, medtem ko je bližnja reka priljubljena med ribiči, kajakaši in kanuisti. Kamp predstavlja odlično izhodišče za obisk naravnih znamenitosti, ki mu povečujejo privlačnost in zaželenost tako s strani domačih kot tujih turistov. Velikost kampa znaša približno 5 ha, razdeljen pa je na 3 cone oziroma območja. V polni zasedenosti lahko v kampu prenočuje približno 750 oseb, prav tako pa so zaželeni tudi hišni ljubljenci. Med zunanje aktivnosti spadajo kolesarjenje, saj je v kampu možna izposoja koles, vodne aktivnosti, kot so izposoja kanujev, kajakov, supov ter lesenih čolnov, ribolov, plezanje na bližnjih plezališčih ter ostale aktivnosti, kot so pingpong itd. V bližini je tudi vodni park, ki ponuja wellness storitve, kot so savne, masaže in kozmetične storitve. Zelo dobra lastnost kampa je tudi, da je plaža dolžine približno 300 m v neposredni bližini kampa, kar mu povečuje dodano vrednost. Ob vhodu v kamp je na voljo parkirišče, ki ima kapaciteto z okoli 200 parkirnimi mesti. Sanitarije vključujejo 8 moških in ženskih tušev, stranišča, pralni ter sušilni stroj in zbiralnik za izpraznitev prenosnih kemičnih stranišč (Avtokampi, brez datuma).

Ker so trenutne sanitarije v precej slabem stanju, je podjetje dalo pobudo za izgradnjo novih in večjih sanitarij. Zemljišče, kjer je načrtovano povečanje sanitarij, je zazidljivo, prav tako pa je omogočeno s strani občinskih prostorskih načrtov. Arhitekturno podjetje je že v pripravi dokumentov za pridobitev gradbenega dovoljenja za nove sanitarije, ki pa bodo predvideno zaključene v prihodnjih dveh letih.

Vizija družbenikov je, da bosta še naprej vlagala v kakovost kampa in dobro počutje njihovih gostov. Glede na izkušnje lastnikov so se jim investicije zelo hitro povrnile, praviloma še v istem letu, v katerem je bila naložba izvedena.

V kampu se srečujejo s precejšnjim presežnim povpraševanjem, saj v višku sezone odslovijo tudi več kot 100 ljudi dnevno, ker jim kapacitete ne omogočajo preseženega povpraševanja. Širjenje pa je zaradi lege in Zakona o Triglavskem narodnem parku (Uradni list RS, št. 52/10 oziroma ZTNP-1) prepovedano, zato vsako leto dvigujejo cene kampiranja.

Podjetje Hotel, d. o. o., je prav tako predmet analize v magistrskem delu, saj je lastnik nepremičnine oziroma hotela, ki je predmet nakupa s strani podjetja Kamp, d. o. o. Hotel je v lasti družine, ki ni želela biti imenovana. Družinsko podjetje je kupilo zgradbo stare tovarne, v kateri so videli dolgoročen potencial. Hotel se nahaja le nekaj kilometrov od Ljubljane, glavne prestolnice, ter ponuja 67 sob in 3 apartmaje. Zanimivost hotela je, da je vsaka soba opremljena drugače, na poseben način. V hotelu je tudi restavracija, v kateri je

poskrbljeno za odlična kulinarična doživetja. Prav tako so na voljo sodobno opremljene konferenčne dvorane, kjer je možno izvajanje raznih dogodkov, seminarjev, izobraževanj itd. V hotelu so na voljo tudi kavarna s teraso ob potočku, igrišče za odbojko ter tenis, masažni salon in prostor za piknik. V hotelu prav tako prirejajo različne programe spoznavanja Slovenije, organizirajo poroke in poročna slavlja. Prav tako pa je poskrbljeno za razne transferje in najem avtomobila (Hotel, d. o. o., brez datuma).

## **2.2 Predstavitev oziroma opis investicije**

Rdeča nit magistrskega dela je presojanje ekonomske upravičenosti investicije, in sicer investicija temelji na resničnem primeru podjetij, katerih imeni sta glede na željo lastnikov v magistrskem delu prikriti oziroma izmišljeni. Primarni fokus bo predvsem na podjetju Kamp, d. o. o., ki bo financiralo nakup hotela, katerega lastnik je podjetje Hotel, d. o. o. Podjetje se je odločilo za izvedbo investicije na podlagi različnih dejavnikov in ugodnosti, ki bodo predstavljene v nadaljevanju magistrskega dela, in sicer v poglavju 5.1.

Delno lastništvo hotela pripada tudi neimenovani finančni instituciji, saj je nad hotelom odprta hipoteka, finančna zadolženost podjetja Hotel, d. o. o., pa je na visoki ravni. Zaradi plačilne nediscipline bo osnovno sredstvo podjetja oziroma hotel dan na dražbo, kjer se bo zanj med drugimi potegovalo tudi podjetje Kamp, d. o. o.

Upnik oziroma finančna institucija, ki je podjetju dala hipotekarno posojilo, je organizirala družbo Colliers International. Omenjena družba ima približno 15.000 zaposlenih po 68 različnih državah in deluje na področju nepremičnin. Družba je že pripravila celotno dokumentacijo za nakup hotela. Vednost hotela je ocenila na 2.600.000 EUR, medtem ko je cenilec Jure Kern vrednost ocenil na 2.000.000 EUR. Podjetje Kamp, d. o. o., pričakuje, da se bo objekt prodal po 20 % diskontni stopnji, vendar je pripravljeno na dražbi ponuditi maksimalno 1.800.000 EUR. Podjetje namerava nakup hotela financirati s izposojenimi in lastnimi sredstvi, bolj natančno pa bodo viri financiranja opisani v poglavju 5.2.

Podjetje predvideva naslednje transakcije:

- pridobitev posojila za nakup hotela,
- uspeh na dražbi in odkup terjatev s strani neimenovane finančne institucije, ki je delna lastnica imenovanega hotela,
- nakup podjetja Hotel, d. o. o., ob hkratnem odpisu dolga obeh sedanjih lastnikov, ki imata posojilo od družbe Hotel, d. o. o., v vrednosti 2.000.000 EUR.
- pripojitev družbe Hotel, d. o. o., k družbi Kamp, d. o. o., kjer se bo opravila poenostavljena pripojitev, ki bo po oceni Notarske pisarne Murnik trajala približno dva meseca in pol.

Če bodo dražba in vse transakcije uspešne, bo podjetje Kamp, d. o. o., upravljanje hotela prepustilo sedanji ekipi, saj menijo, da delo opravljajo kakovostno in da sta lastnika dobra



gospodarja ter večča turistično-gostinska delavca. Odprta ostaja tudi možnost, da bi vodenje hotela poleg obstoječih delavcev prevzeli tudi zaposleni v podjetju Kamp, d. o. o. Za podjetje bi bila pomembna tudi sinergija, ki bi omogočala združenje prodaje hotelskih nočitev med vsemi njihovimi hotelskimi kapacitetami.

Lastnika podjetja Kamp, d. o. o., spremljata poslovanje hotela že od decembra 2015, ko je enega izmed lastnikov na hotel opozorila znanka iz okoliških krajev hotela. Neimenovana finančna institucija je imela težavo, saj ni vedela, kako prodati hotel tako, da ne bi uničila poslovanja. Lastniki sedaj ocenjujejo, da je čas za nakup hotela primeren in da bo hotel prinesel različne pozitivne lastnosti oziroma ugodnosti, ki bodo predstavljene v nadaljevanju magistrskega dela.

### **3 TRŽNA ANALIZA**

#### **3.1 Analiza ožje konkurence podjetja Kamp, d. o. o.**

Kamp leži na zelo dobri strateški lokaciji, ki je na željo lastnikov v magistrskem delu prikrita. Glede na zelo dobro lokacijo se podjetje srečuje s precej nizkim številom konkurentov, ki poslujejo v bližini kampa ter so obravnavani kot ožja konkurenca. Analiza konkurence bo predstavljena na podlagi Porterjevega modela, s katerim podjetje oceni delovanje pet silnic: analiza konkurence, nevarnost vstopa novih podjetij, pogajalska moč kupcev, pogajalska moč dobaviteljev in grožnje substitutov (Besanko, Dranove, Shanley & Schaeffer, 2010).

##### **3.1.1 Analiza konkurence podjetja Kamp, d. o. o.**

###### *3.1.1.1 Konkurent Kamp A*

Največji konkurent podjetja je Kamp A, katerega lastnik je turistično društvo. Kamp A leži ob reki v prijetnem gozdičku, njegova lokacija pa je bila izbrana premišljeno, saj nudi popoln občutek odmaknjenosti in miru. Lokacija kampa je z vidika dostopnosti odlična, v popolnosti pa leži na izravnanih travnatih površinah. Kamp se razprostira na 4,5 ha površine, sprejme pa približno 700 gostov, kar je precej podobno kot v primeru analiziranega kampa. V kampu A so urejena igrišča za tenis, namizni tenis, balinišče in otroška igrišča za najmlajše. V kampu ponujajo tudi najem koles, in sicer imajo na voljo pet gorskih koles, dve otroški kolesi in dve električni kolesi. V bližini se nahaja tudi večnamenska športna dvorana, v času poletne sezone pa je poskrbljeno tudi za animacijo najmlajših (Avtokampi, brez datuma).

V kampu A so v zadnjih letih uvedli številne novosti, in sicer kamp deluje vse leto, prenovili so glavne sanitarije, ki so sedaj ogrevane ter prilagojene otrokom in invalidom. Prav tako so uredili nove parcele, postavili novo otroško igrišče ter za boljšo senco posadili nova drevesa. V kampu je na voljo tudi restavracija, kjer ponujajo domače jedi, medtem ko v času nizke

sezone ponujajo kampiranje s polpenzionom. Trgovina se nahaja v neposredni bližini kampa, prav tako pa je na voljo tudi bližnji wellness center. V kampu priporočajo tudi dejavnosti, ki so na voljo na bližnji reki, in sicer vožnjo z rafti, kanuji itd. Okolica kampa omogoča sprehode v naravi, planinarjenje, športno plezanje in gorsko kolesarjenje (Avtokampi, brez datuma).

Kot je razvidno v opisu, je konkurenčni kamp podobne velikosti in ponuja precej podobne dejavnosti. Glavna konkurenčna prednost kampa A je, da so zelo dobro vpeti in poznani v lokalnem okolju ter imajo pod kontrolo večino turistično-informacijskih točk, prek katerih potencialne goste usmerjajo na svoje lokacije. Konkurenčna prednost kampa A so trenutno tudi novejša ter bolj opremljene sanitarije, vendar je predvideno, da jih bo podjetje Kamp, d. o. o., v roku dveh let obnovilo in povečalo. Konkurenčna slabost kampa A je predvsem ta, da je na slabši lokaciji, saj ni neposredno ob jezeru, zaradi organizacijske strukture ni zmožen večjih strateških premikov.

### *3.1.1.2 Konkurent Kamp B*

Kamp B se nahaja v bližini železniške postaje, se razprostira na ozemlju, velikem 1 ha, in vključuje 22 parkirnih mest za avtodome, ki so opremljena z elektriko. Poleg parkirnišča je urejena oskrbovalna postaja za praznjenje fekalij, odpadnih vod in dostop do pitne vode. V sklopu kampa je tudi recepcija s turistično-informacijskim središčem ter prodajalno spominkov. Lokacija kampa je precej zanimiva zaradi bližine mesta, številnih kolesarskih in pohodnih poti, možnosti drugih športov in bližine vodnega parka. Kamp je namenjen predvsem tujim tranzitnim gostom, ki potujejo z avtodomi in iščejo cenovno najbolj ugodno možnost za prenočitev. Slednji obiskovalci najpogosteje prenočujejo zgolj za eno noč, ker potujejo po svojem načrtu (Avtokampi, brez datuma).

Konkurenčne prednosti Kampa B:

- namenjen je zgolj gostom, ki potujejo z avtodomi ter iščejo cenovno najbolj ugodno možnost za prenočitev, zato je konkurenčna prednost kampa B predvsem nižja cena prenočitve,
- kamp je odprt vse leto.

Konkurenčne slabosti Kampa B:

- namenjen je zgolj turistom z avtodomi, ki v veliki večini prenočujejo zgolj za eno noč, zato posledično ni primeren za ostale potencialne goste oziroma turiste,
- slabša lega kampa, saj ni lociran neposredno ob jezeru tako kot kamp, ki je v lasti podjetja Kamp, d. o. o.,
- ponuja precej manj dejavnosti, saj se ciljna skupina in namen razlikujeta v primerjavi s Kampom.

V podjetju Kamp, d. o. o., letno beležijo okoli četrtno nočitev avtodomarjev, kamp pa sprejme približno 100 avtodomov (Sodja & Ahačič, 2016). Posledično kamp B predstavlja konkurenco podjetju, vendar zgolj na področju avtodomarjev, ki v večini prenočujejo zgolj za eno noč. Glede na to, da Kamp B privablja zelo specifične goste, je z vidika podjetja Kamp, d. o. o., to tudi zaželeno, saj če turisti dobijo dober vtis o pokrajini, kraju itd., se kasneje lahko vrnejo za daljši čas in potem prenočijo v Kampu, ki to omogoča in ponuja več aktivnosti.

Lastnik Kampa, d. o. o., goste z avtodomi ocenjuje mešano, saj nekateri s seboj pripeljejo vse potrebno in posledično ne zapravljajo, medtem ko so drugi premožnejši in posledično zapravljajo več. Glede na pretekle izkušnje je prvih nekoliko več (Sodja & Ahačič, 2016).

### *3.1.1.3 Konkurent Kamp C*

Kamp se nahaja na parkirišču smučišča in je prav tako namenjen zgolj za lastnike avtodomov, kjer sta omogočeno parkiranje in prenočevanje na parkirišču. Gostom postajališča so namenjene sanitarije v gostišču, kjer sta dostopna tudi voda in priklop na elektriko, vendar trenutno zgolj za en avtodom naenkrat. Kamp se razprostira na ozemlju, velikem 1 ha, vendar ima kapaciteto le za 10 avtodomov. Kamp C je v primerjavi z ostalo konkurenco od Kampa najdlje oddaljen (Avtokampi, brez datuma). Konkurenčne prednosti in slabosti kampa so enake kot v primeru Kampa B.

### *3.1.2 Nevarnost vstopa novih podjetij*

Nova podjetja, ki vstopajo v panogo z željo po pridobitvi tržnega deleža, prinašajo nove kapacitete in sredstva. Z vstopom novih podjetij je predvideno, da se zniža donosnost vseh podjetij v panogi, saj se poveča število prodajalcev oziroma ponudnikov storitev, kar pa posledično vpliva na nižjo privlačnost panoge. Prav tako pa vstop novih podjetij zmanjša tržno koncentracijo in poveča rivalstvo med konkurenti (Besanko, Dranove, Shanley & Schaeffer, 2010). Nevarnost vstopa novih podjetij v panogo je odvisna od vstopnih ovir, privlačnosti panoge, odziva obstoječih konkurentov itd. (Porter, 1980).

Kot že omenjeno, podjetje Kamp, d. o. o., s svojim kampom uživa ugodnost strateške lokacije ob jezeru, kjer je zaradi zakonodajnih ovir onemogočen vstop drugih konkurentov. Vstop konkurentov je sicer možen v širši okolici Kampa, vendar je kljub temu vstop zaradi neobdelanih in zavarovanih površin otežen. Vstop konkurentov delno onemogočajo tudi velike potrebe po kapitalu, saj so investicije v takšne projekte zelo visoke. Nevarnost vstopa novih podjetij je glede na opisano zaznana kot nizka.

### 3.1.3 Pogajalska moč kupcev

Kupci izrabljajo svojo potencialno moč za doseganje določenih ciljev, ki so najpogosteje znižanje cen, povečanje kakovosti ter dodatnih storitev (Porter, 1980). Pogajalska moč kupcev je odvisna od slednjih dejavnikov (Besanko, Dranove, Shanley & Schaeffer, 2010):

- dostopnost do konkurenčnih izdelkov ali substitutov,
- zmožnost dobaviteljev za cenovno diskriminacijo,
- koncentracija kupcev.

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., se soočajo z različnimi kupci, med katerimi 80 % delež predstavljajo fizične osebe, ki plačajo storitve ob odjavi, nekatere celo prej. Po besedah lastnikov podjetja z njimi nima nikakršnih plačilnih težav. Zatem sledijo turistične agencije, kot so Albania Experience, Travel Travel Agency, Radio Belvi itd., ki imajo manj kot 5 % delež v celotni prodaji. Podjetje Kamp, d. o. o., se v določenih mesecih, predvsem s strani fizičnih oseb, srečuje s presežnim povpraševanjem, kar pomeni, da kupci kot fizične osebe nimajo visoke pogajalske moči. Ker podjetje ni v veliki meri odvisno od turističnih agencij, je pogajalska moč kupcev zaznana kot zelo nizka.

### 3.1.4 Pogajalska moč dobaviteljev

Dobavitelji prav tako izrabljajo svojo potencialno moč za doseganje določenih ciljev. Pogajalska moč dobaviteljev je visoka takrat, ko lahko brez večjih posledic spreminjajo cene ali kakovost svojih izdelkov, kar pa ima posledično vpliv na dobičkonosnost podjetij v panogi (Porter, 1980).

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., ima najvišji delež v dobavi podjetje Študentski servis, d. o. o., ki predstavlja 12 % delež v dobavi. Kljub dokaj visokemu deležu dobavitelj ne predstavlja nevarnosti podjetju, saj je dejavnost študentskega servisa močno regulirana s strani države, prav tako pa lahko podjetje v primeru izpada dobavitelja hitro nadomesti z drugim študentskim servisom. Podjetje Davidov Hram, d. o. o., ima 11 % delež v dobavi in se ukvarja z grosistično prodajo pijač ter živil. Ker dobavitelj deluje v močni konkurenci, ne predstavlja nevarnosti podjetju, saj ga lahko takoj nadomestijo s konkurenčnim podjetjem Mercator Cash & Carry. Zatem sledijo dobavitelji z nižjim deležem v dobavi, ki prav tako nimajo pogajalske moči, ki bi vplivala na dobičkonosnost podjetja Kamp, d. o. o.

### 3.1.5 Grožnje substitutov

Konkurence ne predstavljajo le podjetja v panogi in potencialna nova podjetja, temveč tudi podjetja, ki nudijo nadomestne proizvode, storitve oziroma substitute. Tako kot vstop novih podjetij v panogo tudi substituti povzročijo znižanje dobičkov in povečajo rivalstvo v panogi (Besanko, Dranove, Shanley & Schaeffer, 2010).

Pri proučevanju substitutov je zaželeno proučiti naslednje dejavnike (Besanko, Dranove, Shanley & Schaeffer, 2010):

- dostopnost oziroma razpoložljivost substitutov,
- cena substituta glede na vrednost (ang. Price – value),
- cenovna elastičnost povpraševanja v panogi.

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., predstavljajo glavno grožnjo substituti, kot so glamping, apartmaji in hoteli. Res je, da so omenjeni substituti po navadi cenovno manj ugodni, vendar ponujajo bolj kakovostne storitve.

Glamping oziroma glamurozno kampiranje predstavlja enega od hitro rastočih trendov v globalnem turizmu. Glamping predstavlja zlitje dveh konceptov, in sicer glamurja in udobja, kot ju ponujajo najboljši hoteli, ter miru in stika z naravo, kot ju omogoča kampiranje. Tovrstna tržna niša sodobnemu sopotniku ponuja možnost spoznavanja neodkritih kotičkov sveta, oaz sredi množičnega turizma in uživanja v naravi. Glamping je razdeljen na tri segmente, in sicer na scouting, lodging in glamping. Prvi predstavlja raven kakovosti med kampiranjem in glampingom, vendar kljub višji kakovosti ni zasnovan kot arhitekturna celota v stilu resorta. Lodging predstavljajo bivalni objekti, kot so lesene hiške, umeščene v naravo. Slednja storitev pa predstavlja zelo visoko raven storitev, ki se lahko primerja s ponudbo najboljših hotelov. Pri glamping segmentu pa so objekti unikatno zasnovani in posledično nudijo pristen občutek luksuza. Med glamping spadajo šotori, luksuzne drevesne hiške itd. Slednja storitev je prav tako na ravni luksuznih hotelov (Slovenska turistična organizacija, 2018a).

Glamping neposredno v bližini Kampa, d. o. o., ni prisoten, vendar je na voljo v okoliških krajih, zato kot substitut ne predstavlja velike grožnje, prav tako pa je primeren za premožnejše goste. Po drugi strani so hoteli in apartmaji kot substituti prisotni v bližini kampa, vendar so v večini cenovno manj ugodni in ne ponujajo prvovrstne izkušnje v naravi. Zaključim lahko, da je grožnja substitutov nizka.

### **3.2 Analiza ožje konkurence podjetja Hotel, d. o. o.**

Tako kot pri podjetju Kamp, d. o. o., bo analiza konkurence podjetja Hotel, d. o. o., predstavljena na podlagi Porterjevega modela, ime hotela in lastništvo pa sta na željo lastnikov prikrita. Hotel je v bližini avtoceste, kar pomeni, da je namenjen predvsem enodnevnim oziroma tranzitnim gostom.

### 3.2.1 Analiza konkurence podjetja Hotel, d. o. o.

#### 3.2.1.1 Konkurent Hotel B

Hotel B že od leta 1998 uspešno vodita zakonca, ki sta iz tujine prišla v Slovenijo. Hotel B slovi po svoji družinski tradiciji, gostoljubju in domačnosti, lociran pa je v bližini avtoceste, zato je namenjen predvsem enodnevni oziroma tranzitni gostom. Na voljo so enoposteljne, dvoposteljne in štiriposteljne sobe z balkoni, te pa so klimatizirane in opremljene s televizijo, telefonom, brezžičnim dostopom do interneta itd. V hotelu sta na voljo tudi pralnica in shramba za smučarsko opremo (Hotel B, brez datuma).

Konkurenčne prednosti Hotela B:

- Hotel B je lociran na boljši lokaciji, in sicer bližje izvozu/uvozu na avtocesto, kar pa je s strani tranzitnih gostov pomembno,
- boljša uveljavljenost hotela kot blagovne znamke, saj so na trgu prisotni že od leta 1998 (Hotel B, brez datuma), medtem ko je Hotel prisoten šele od leta 2008 (Hotel, d. o. o., brez datuma),
- cenovno rahlo ugodnejši.

Konkurenčne slabosti Hotela B:

- hotel je v primerjavi s Hotelom B opremljen bolj moderno ter na višji ravni,
- hotelu B primanjkuje širša ponudba storitev, medtem ko ima Hotel pestro ponudbo storitev.

### 3.2.2 Nevarnost vstopa novih podjetij

Nevarnost vstopa novih podjetij je zaznana kot nizka, saj je za postavitve in zagon hotela potrebna visoka investicija oziroma potreba po kapitalu. Prav tako je na širšem območju hotela trg z vidika nastanitev nasičen in posledično ni zanimiv za nove vlagatelje.

### 3.2.3 Pogajalska moč kupcev

Pogajalska moč kupcev je v primeru Hotela na podobnih ravneh kot v primeru podjetja Kamp, d. o. o., saj večinski delež kupcev predstavljajo fizične osebe, ki plačajo storitve ob odjavi ali celo ob prijavi, zato podjetje nima večjih plačilnih težav s strani kupcev. Podjetje prav tako v veliki meri ni odvisno od turističnih agencij, zato je pogajalska moč kupcev zaznana kot nizka.

### 3.2.4 Pogajalska moč dobaviteljev

Kot v primeru podjetja Kamp, d. o. o., je tudi v primeru podjetja Hotel, d. o. o., pogajalska moč dobaviteljev zaznana kot nizka, saj v verigi ni dobavitelja, ki bi presegal 15 % delež v dobavi, prav tako pa so vsi dobavitelji hitro zamenljivi.

### 3.2.5 Grožnje substitutov

Kot že omenjeno v primeru podjetja Kamp, d. o. o., predstavljajo na drugi strani hotelom glavno grožnjo substituti, kot so hostli, apartmaji, kampi in glamping. Res je, da kampi in glamping predstavljajo konkurenco, vendar niso locirani v bližini Hotela, prav tako pa je hotel namenjen drugačnemu tipu gostov, in sicer predvsem tranzitnim gostom, ki pridejo v večini primerov zgolj za eno noč. Na drugi strani apartmaji in hostli predstavljajo cenejšo obliko nočitev, vendar pa so predvsem apartmaji namenjeni gostom, ki prenočijo za dalj časa, medtem ko hostli niso prisotni v bližini Hotela. Zaradi prisotnosti apartmajev je grožnja substitutov zaznana kot srednje visoka.

## 3.3 Turizem v Sloveniji

### 3.3.1 Leto 2016

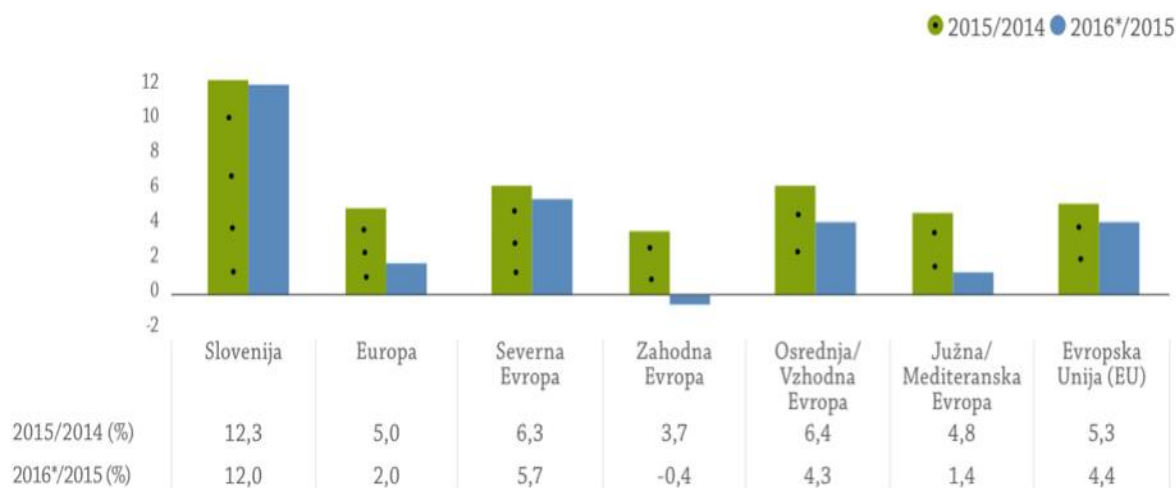
Slovenski turizem je v letu 2016 skupno zaposloval 12,9 % vseh zaposlenih, ustvaril pa je 8,1 % celotne vrednosti slovenskega izvoza in k BDP prispeval 12,6 %. Prenočitve so v letu 2016 glede na predhodno leto porasle za kar 8,1 %, zabeleženih pa je bilo 11.179.879 prenočitev, od tega prvič več kot 6 milijonov v hotelih. Med tujimi turisti je bilo ustvarjenih več kot 12 % prihodov in 11 % več turističnih prenočitev kot v letu 2015. Prav tako je naraslo tudi število prenočitev domačih turistov, in sicer za 3 %. Glede na število prenočitev v Sloveniji so turisti izhajali iz naslednjih ključnih trgov: Italija, Avstrija, Nemčija, Hrvaška, Nizozemska, Združeno kraljestvo, Madžarska, Srbija, Izrael in Češka republika, ki so skupaj ustvarili 42,6 % turističnih prenočitev oziroma 64,9 % prenočitev med tujimi. Med glavnimi 10 trgi je najbolj naraslo število prenočitev iz Izraela, in sicer za 28,3 %, zatem Madžarske in Češke republike. Prav tako so narasle tudi prenočitve turistov iz oddaljenih trgov, vendar stopnja rasti ni bila tako visoka kot v predhodnih letih (STO Slovenija, 2017). Od turistov z naših glavnih turističnih trgov se v Sloveniji najdlje zadržijo avstrijski in nemški turisti, in sicer so v letu 2016 oboji imeli v povprečju 2,7 prenočitve, med vsemi tujimi turisti pa so na vrhu turisti iz Ruske federacije, ki imajo v povprečju 4,8 prenočitve (SURS, 2017b).

Največ prenočitev je bila deležna prestolnica Slovenije Ljubljana, zatem sta sledila Piran in Bled. Med občinami pa so najbolj prevladovali zdraviliške občine, zatem gorske in nato obalne. V letu 2016 se je prav tako povečalo število turističnih prenočitev v kampih, in sicer za 3,9 %. Med prenočitvami po vrstah nastanitvenih objektov predstavljajo hoteli 59 %

delež, zatem sledijo druge nastanitve s 15 % deležem, nato kampi z 12 % deležem, zasebne nastanitve in apartmaji (STO Slovenija, 2017).

Kot je razvidno iz slike 2, je rast prihodov mednarodnih turistov v Sloveniji precej nad povprečjem raznih delov Evrope in celotne Evropske unije.

Slika 2: Rast prihodov mednarodnih turistov v Evropi in Sloveniji



Vir: STO Slovenija (2017).

Slovenija je deležna porasta prenočitev turistov že od leta 2010, ko so jih našli 8,9 milijona (SURS, 2017b). Kot je razvidno iz slike 3, je trend pozitiven, prav tako pa je načrtovano, da bo rast prisotna tudi v prihodnjih letih.

Slika 3: Prenočitve turistov v Sloveniji po letih



Vir: SURS (2017b).

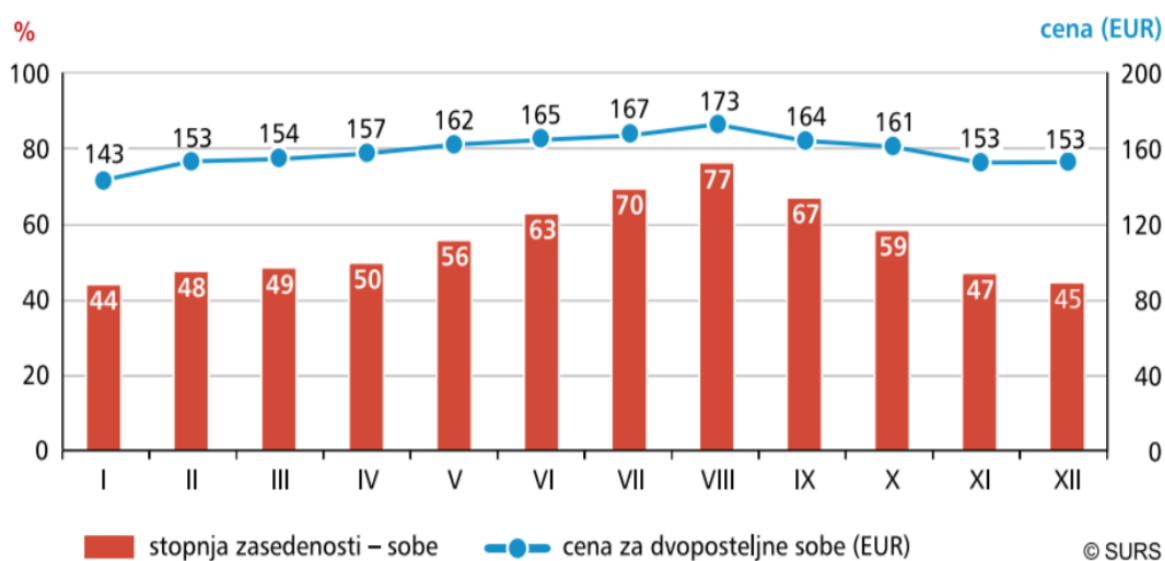
V Sloveniji so v letu 2016 našli največ turističnih prenočitev v obalno-kraški regiji, in sicer skoraj 2,4 milijona, zatem je sledila gorenjska regija z 2,2 milijona prenočitvami ter nato osrednjeslovenska z 1,5 milijona prenočitvami. Statistično gledano, je delež tujih turistov najvišji v osrednjeslovenski regiji, in sicer znaša kar 94 % (SURS, 2017b).



V letu 2015 je v Sloveniji delovalo 681 hotelov in drugih podobnih nastanitvenih objektov. Na ozemlju Slovenije smo imeli v povprečju 3 hotele na 100 km<sup>2</sup>, kar nas je v primerjavi s sosednjimi državami uvrstilo na 3. mesto, in sicer za Avstrijo in Italijo. Zasedenost hotelskih sob je bila v letu 2016 glede na podatke SURS največja v juliju in avgustu, saj so takrat turisti v povprečju napolnili skoraj 80 % vseh razpoložljivih sob. Glede na ponudbo in povpraševanje pa je posledično cena za enoposteljne in dvoposteljne sobe v hotelih z več kot tremi zvezdicami v teh mesecih najvišja (SURS, 2017b).

Kot je razvidno iz slike 4, se stopnja zasedenosti začne precej poviševati z mesecem majem, nato pa prične s septembrom upadati.

Slika 4: Zasedenost hotelskih sob in cene za dvoposteljne sobe, Slovenija, 2016

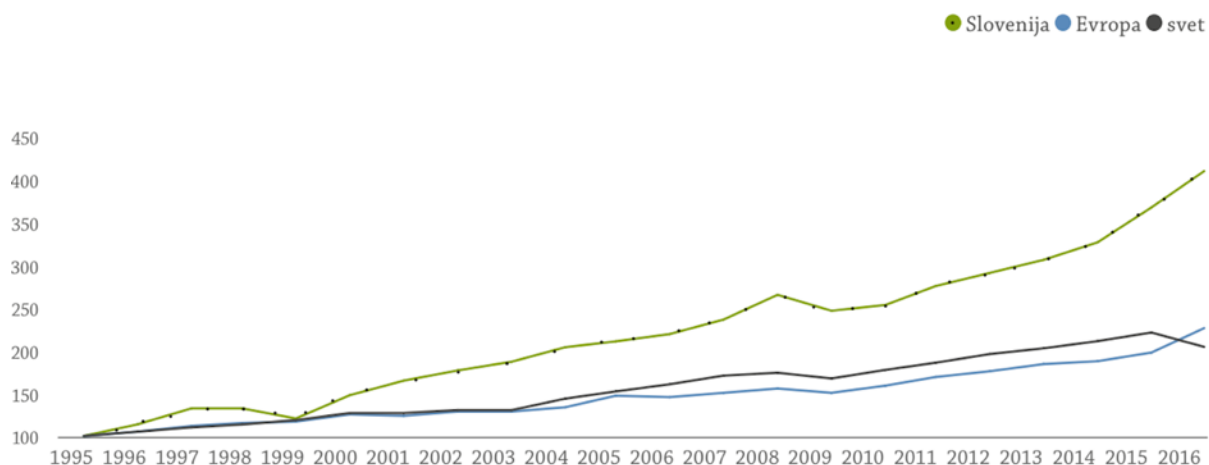


Vir: SURS (2017b).

Julija in avgusta leta 2015 je kar 77 % turistov obiskalo Slovenijo z namenom, da bi v njej preživeli počitnice, 9 % jih je prišlo zaradi poslovnih razlogov, 4 % so na poti drugam le prenočili, drugi pa so obiskali Slovenijo iz drugih razlogov. V letu 2015 je prišlo v Slovenijo kar 26 % turistov po priporočilih sorodnikov in prijateljev, medtem ko jih je 25 % prišlo zaradi osebnih izkušenj (SURS, 2017b).

Kot je razvidno iz slike 5, je trend prihodov tujih turistov v Slovenijo pozitiven ter nad povprečjem celotne Evrope in sveta, kar pomeni, da je pričakovana rast za Slovenijo v prihodnjih letih pozitivna. Slika predstavlja indekse z osnovo v letu 1995.

Slika 5: Prihodi tujih turistov v Slovenijo – indeksi z osnovo v letu 1995



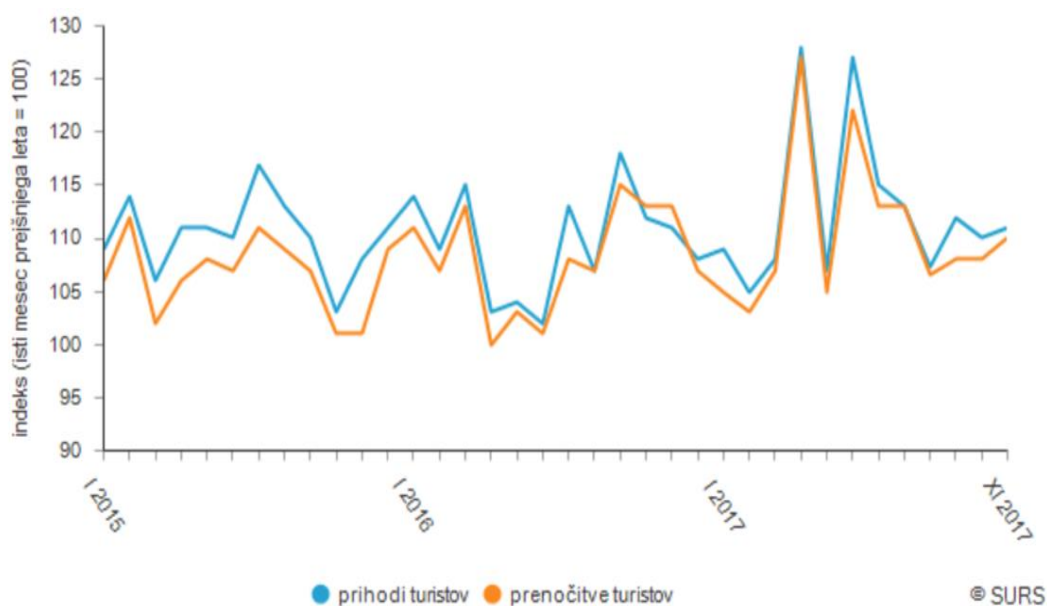
Vir: STO Slovenija (2017).

### 3.3.2 Leto 2017

V celotnem letu 2017 je bilo v slovenskih turističnih nastanitvenih objektih naštetih več kot 4,7 milijona turističnih prihodov in približno 12 milijonov turističnih prenočitev, kar pomeni za 13,4 % več prihodov ter 11 % več prenočitev kot v letu 2016. Tuji turisti so ustvarili kar 8,1 milijona vseh turističnih prenočitev, kar je 15 % več kot v predhodnem letu. V decembru 2017 je bilo v Sloveniji kar 658.000 prenočitev in več kot 280.000 prihodov turistov, kar je za 10 % več prenočitev ter za 11 % več prihodov turistov kot v istem obdobju lanskega leta. Prihodi tujih turistov so narasli kar za 14 %, njihove prenočitve pa za 15 % več kot v decembru 2016. Prav tako so narasli prihodi domačih turistov, in sicer za 6 %, prenočitve pa za 3 % v primerjavi z decembrom 2016 (SURS, 2017).

V decembru 2017 je bilo s strani tujih turistov ustvarjenih več kot 60 % vseh prenočitev turistov. Prvi ključni trg, od koder so bili tuji turisti, ki so v decembru 2017 ustvarili največ prenočitev, je bil Italija, in sicer kar 34 % oziroma več kot 136.000 prenočitev, zatem je sledila Avstrija z 12 %, Hrvaška z 9 %, Nemčija s 5 %, Srbija s 5 % ter Združeno kraljestvo s 3 %. V decembru 2017 je bilo s strani vseh ključnih trgov razen Nemčije realiziranih več turističnih prenočitev kot v istem obdobju lanskega leta. V zadnjem mesecu leta 2017 je bilo prav tako največ nočitev realiziranih v hotelih, kjer je bilo ustvarjenih 487.000 ali 74 % vseh prenočitev turistov, zatem so sledila apartmajska in počitniška naselja s 6 %, zasebne sobe, apartmaji in hiše s 5 % in nato ostali nastanitveni objekti. Najbolj obiskane so bile zopet zdraviliške občine, kjer so v decembru našeli 234.000 ali 36 % prenočitev, nato gorske občine z 21 %, ljubljanska občina s 15 % in nato obmorske občine s 13 % (SURS, 2017). Na sliki 6 je razvidna rast turističnega prometa od leta 2015 do 2017.

Slika 6: Turistični promet v Sloveniji



Vir: SURS (2017).

### 3.3.3 Leto 2018

V času pisanja magistrskega dela so za leto 2018 na voljo samo podatki za mesec januar.

V januarju 2018 je bilo v Sloveniji naštetih skoraj 686.000 turističnih prenočitev in več kot 249.000 prihodov turistov, kar je 9 % več turističnih prenočitev ter 7,3 % več prihodov kot v istem mesecu predhodnega leta. V januarju so 62 % prenočitev ustvarili tuji turisti, med njimi pa je bilo največ hrvaških turistov. Hrvaški turisti so med tujimi turisti predstavljali 23 % delež, zatem so sledili Italijani z 21 %, Avstrijci z 9 %, Srbi s 6 %, Rusi s 5 % itd. Največ turističnih prenočitev je bilo zopet ustvarjenih v hotelih, in sicer kar 472.000, nato so sledile prenočitve v apartmajskih in počitniških naseljih, zatem v zasebnih apartmajih, hišah, otroških in mladinskih počitniških domovih, nato v kampih in mladinskih hotelih. V januarju 2018 je bilo največ prenočitev naštetih v zdraviliških občinah, nato v gorskih občinah, zatem so sledile občina Ljubljana in obmorske občine (SURs, 2018).

Povzamem lahko, da slovenski turizem v zadnjih letih beleži rekordne rasti, in sicer je porast tujih prihodov in prenočitev precej višja od povprečja celotne Evrope, prav tako pa je pričakovano, da bo tudi leto 2018 za slovenski turizem rekordno (Gojkošek, 2017).

15. 2. 2018 je bil na redni seji Državnega zbora Republike Slovenije sprejet Zakon o spodbujanju razvoja turizma, ki prinaša nekaj sprememb, pomembnih predvsem za občine, saj slednje lahko določijo turistično takso v višini do 2,5 EUR. Naslednja izmed novosti je tudi promocijska taksa, ki se obračuna poleg turistične takse in znaša 25 % zneska obračunane turistične takse. Postopek pobiranja in odvajanja promocijske takse iz 19. člena

Zakona o spodbujanju razvoja turizma se začne izvajati 1. januarja 2019. Občina mora prejeta promocijsko takso v osmih dneh po prejemu vseh promocijskih taks za pretekli mesec nakazati na poseben račun Slovenske turistične organizacije (Uradni list RS, št. 13/2018 oziroma ZSRT-1).

Prav tako sta v primerjavi z evropskim in svetovnim povprečjem delež izvoza turizma v celotnem izvozu in delež skupnih učinkov turizma v bruto domačem proizvodu (v nadaljevanju BDP) mnogo večja, visok pa je tudi delež zaposlenih v panogi (Slovenska turistična organizacija, 2018b).

Kot je razvidno iz podatkov za januar 2018, je bila porast prisotna že v prvem mesecu omenjenega leta, medtem ko je bila na Bledu v prvih treh mesecih leta 2018 zabeležena kar 7 % rast prenočitev. Pri razvoju slovenskega turizma ima poleg čudovite narave in bogate kulturne dediščine pomembno vlogo tudi promocija (Mlakar, 2018). Glede na to, da sta evropski in slovenski turizem v razcvetu, to predstavlja podjetju Kamp, d. o. o., dodatno prednost pri investiciji, saj je v ugodnih gospodarskih razmerah tveganje nižje.

## **4 FINANČNA ANALIZA PODJETIJ**

### **4.1 Finančna analiza podjetja Kamp, d. o. o.**

Analiza finančnih izkazov je proces interpretiranja finančnih podatkov z namenom preverjanja finančnega stanja podjetja. Finančna analiza temelji na naslednjih računovodskih izkazih:

- izkaz poslovnega izida,
- bilanca stanja,
- izkaz denarnih tokov.

Cilj finančne analize je lahko tako analiza celotnih prednosti in slabosti določenega podjetja kot ugotovitev, ali je podjetje dobičkonosno, stabilno in likvidno (Brigham & Daves, 2004). Pri stabilnosti je mišljena predvsem stabilnost na področju poslovanja, in sicer struktura prihodkov in struktura bilance, kjer večja nihanja med leti niso prisotna.

Finančna analiza je ena izmed pomembnih nalog managerjev podjetij, finančnih oziroma kreditnih analitikov, investorjev in posojilodajalcev (Brigham & Daves, 2004). Finančni izkazi se med seboj dopolnjujejo, med njimi pa je z vidika likvidnosti ključen izkaz denarnih tokov, ki prikaže podrobno sliko gibanja denarja v določenem podjetju.

Finančna analiza določenega podjetja je narejena na podlagi preteklih finančnih izkazov oziroma historičnih podatkov, medtem ko projekcije poslovanja temeljijo na pričakovanih rezultatih, pripravljene pa so za obdobje dospelosti posojila, katerega namen je financiranje investicije. Projekcije denarnih tokov pokažejo, ali bo podjetje v določenem prihodnjem

obdobju likvidno, kar pomeni, ali bo imelo dovolj denarja za financiranje tako poslovnih kot finančnih obveznosti ter zalog. Ker finančni izkazi odražajo oziroma pokažejo dogajanje podjetja v preteklosti, je pri analizi pomembno vprašanje, kaj se bo s podjetjem dogajalo v prihodnosti (Brigham & Daves, 2004). Napovedovanje prihodnosti poslovanja določenega podjetja je v večini primerov težko, saj je nemogoče natančno ugotoviti, kako bo podjetje v prihodnosti poslovalo, saj je pri poslovanju prisotnih veliko dejavnikov, ki vplivajo na poslovanje podjetja, kot so npr. stabilnost panoge, stabilnost vodstva, ekonomske krize itd.

Poleg analize zgodovinskih in pričakovanih rezultatov je priporočljiva tudi analiza konkurenčnih podjetij v panogi, saj je dober pokazatelj, ali podjetje, ki je predmet analize, posluje nad ali pod povprečjem konkurentov oziroma panoge. Pri konkurenčni analizi podjetij se po navadi izračunajo zgolj pomembnejši finančni kazalniki, ki na učinkovit način pokažejo oziroma interpretirajo poslovanje podjetja. Potrebno je dodati, da finančni kazalniki ne povedo vsega ter da lahko tudi za dobrimi kazalniki stoji slabo podjetje, zato je priporočljiva tudi analiza vodstva podjetja. V magistrskem delu je vodstvo podjetja Kamp, d. o. o., natančno predstavljeno pod točko 2.1, ki se nanaša na predstavitev podjetij Kamp, d. o. o., in Hotel, d. o. o. Kot že omenjeno, je vodstvo podjetja Kamp, d. o. o., zaznano kot stabilno in zelo izkušeno predvsem na področju hotelirstva in turizma.

#### 4.1.1 Analiza izkaza poslovnega izida

Izkaz poslovnega izida nam pokaže prihodke in odhodke določenega podjetja ter dobiček, ki ga je podjetje realiziralo v določenem obdobju (Damodaran, 2012). Izkaz poslovnega izida je temeljni računovodski izkaz, v katerem je resnično in pošteno prikazan poslovni izid za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja (SRS, 2016). Izkaz poslovnega izida je v nasprotju z bilanco stanja sestavljen za določeno poslovno obdobje, npr. od 1. januarja do 31. decembra posameznega poslovnega leta. Izkaz poslovnega izida je pokazatelj uspeha poslovanja podjetja, namenjen pa je predvsem lastnikom, vodstvu podjetja, bankam in drugim finančnim institucijam. Po Slovenskih računovodskih standardih (v nadaljevanju SRS) obstaja več različic izkaza poslovnega izida, za obvezno poročanje pa se pripravlja v dveh stolpcih, kjer se primerjata zadnji dve obračunski obdobji (SRS, 2016).

Vodstvo podjetja oziroma podjetniki, ki načrtujejo svoje poslovanje in se odločajo za posojilo, morajo za potrebe bank pripraviti tudi medletne oziroma kvartalne izkaze poslovnega izida ter druge finančne izkaze. Razlog je ta, da želijo banke pred financiranjem podjetja pridobiti najnovejšo različico finančnih podatkov, da pridobijo najbolj realistično sliko o poslovanju podjetja.

Po SRS je predpisano, da morajo organizacije hraniti računovodske izkaze, knjigovodske listine in drugo dokumentacijo iz obdobja pred uvedbo postopka na način v rokih, določenih s predpisi. Po zaključku postopka se morajo računovodski izkazi trajno hraniti pri organizaciji, pooblaščen z zakonom, ali organizaciji, registrirani za upravljanje arhiviranja (SRS, 2016).

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., so finančni podatki analizirani na podlagi zadnjih treh let, in sicer v letu 2017 samo do konca septembra, saj so to zadnji podatki, ki so na voljo.

Iz priloge 3 je razvidno, da prihodki iz poslovanja v zadnjih letih strmo naraščajo, in sicer so v letu 2016 narasli za 14,5 %, do 30. 9. 2017 pa za 54,1 % v primerjavi z enakim obdobjem predhodnega leta. Razlogi za povečanje prometa so v boljšem poslovanju kampa, najetju hotela, ki je v tem obdobju ustvaril 216.663 EUR prihodkov, ter boljše poslovanje obstoječega hotela, vendar v manjši meri.

Rast prihodkov kampa v 34 % izhaja iz naslova nočitev ter v 57,1 % iz naslova gostinstva. V času zbiranja podatkov za namen pisanja magistrskega dela sem kontaktiral lastnike podjetja, ki ocenjujejo, da rast nočitev izhaja iz naslednjih dejavnikov:

- 17,2 % točke zaradi višjega števila gostov.
- 16,8 % točke zaradi dviga cen.

Po besedah lastnikov rast prihodkov na področju gostinstva izhaja iz:

- 17,2 % točke zaradi večjega števila gostov, saj lastniki predpostavljajo, da se je število gostov v restavraciji povečalo za isti odstotek kot število gostov v kampu,
- 25,9 % točke zaradi dviga cen v restavraciji,
- 15 % točke zaradi postavitve novega gostinskega objekta v kampu.

Iz tabele 1 lahko razberemo, da visok delež gostov kampa izhaja iz Nemčije, zatem sledi domači trg, nato Češka, Nizozemska itd.

*Tabela 1: Deleži gostov kampa po državah v letih 2016 in 2017*

Država	2017	2016
Nemčija	32,99 %	27,93 %
Slovenija	14,51 %	16,05 %
Češka	10,66 %	12,97 %
Nizozemska	7,72 %	8,53 %
Belgija	5,64 %	7,50 %
Ostali trgi skupaj	28,48 %	27,02 %
Skupaj	100 %	100 %

*Vir: Kamp, d. o. o. (2018).*

V tabeli 2 je prikazana primerjava v številu nočitev po mesecih med letoma 2016 in 2017. Kot je razvidno iz tabele 2, so nočitve v letu 2017 precej narasle, potrebno pa je dodati, da se podjetje srečuje z visokim vplivom sezonskosti, kar je normalno za to vrsto panoge.

Tabela 2: Število nočitev v kampu glede na posamezna leta

Mesec	2016	2017	Rast
Maj	1.097	1.223	11,5 %
Junij	3.977	7.278	83 %
Julij	20.980	20.089	-4,2 %
Avgust	19.230	22.017	14,5 %
September	399	3.277	721,3 %
Skupaj	47.699	55.901	17,2 %

Vir: Kamp, d. o. o. (2018).

Odhodki iz poslovanja so v letu 2016 narasli za 11,17 %, saj so narasli predvsem stroški blaga in prodanega materiala ter stroški dela. Do 30. 9. 2017 pa so bili odhodki za 5,05 % nižji kot v celotnem predhodnem letu. Ker kamp ne posluje v zimskih mesecih, pretirana rast odhodkov in prihodkov do konca leta ni pričakovana. V vseh letih najvišji delež med odhodki iz poslovanja predstavljajo stroški storitev, in sicer v letu 2017 omenjeni stroški predstavljajo kar 56 % delež. Po oceni vodstva so stroški storitev dokaj zamenljivi s stroški dela, saj lahko natakarje zaposlijo ali najamejo prek študentskih servisov. Med stroški storitev so knjiženi tudi stroški intelektualnih storitev, kooperantov in pogodbenikov, prav tako tudi stroški vzdrževanja programske opreme in stroški, povezani s poslovanjem podjetja, kot so reklame, zavarovalne premije in provizije. Stroški amortizacije so zelo nizki, saj ima podjetje zelo nizek delež opredmetenih osnovnih sredstev.

Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (ang. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, v nadaljevanju EBITDA) je eden izmed pokazateljev uspešnosti osnovne dejavnosti podjetja, brez upoštevanja vpliva amortizacije, financiranja in izrednih dogodkov (Zaman, Hočevar & Igličar, 2007). Amortizacija je knjižba, ki nima vpliva na denarni tok podjetja, zato se pri izračunu EBITDA prišteje nazaj k dobičku iz poslovanja. EBITDA ni denarni tok, je pa dober približek temu, ki ga podjetje ustvari s svojim poslovanjem (Vozel, 2018). Prav tako je EBITDA uporaben pri izračunu določenih kazalnikov, predstavljenih v nadaljevanju magistrskega dela.

EBITDA marža prikazuje dobičkonosnost iz rednega delovanja, saj v odstotkih pokaže, koliko je podjetje obdržalo po odštetih poslovnih odhodkih, zmanjšanih za amortizacijo. Izračun EBITDA marže prikazuje enačba 1.

$$EBITDA \text{ marža} = EBITDA / \text{Poslovni prihodki} \quad (1)$$

V letu 2017 je dobiček iz poslovanja strmo narasel, prav tako pa je narasla tudi EBITDA marža, ki je znašala 41,14 %, v predhodnem letu pa zgolj 6,44 %. Omenjena marža je v letu 2017 zaznana kot zelo visoka in pove, da je podjetje iz poslovanja (pred amortizacijo) uspešno. Podjetje finančnih prihodkov ne generira, medtem ko so finančni odhodki v 2017

narasli in izhajajo izključno iz naslova obresti za posojila, prejeta od bank, saj se je v omenjenem letu podjetje za namen nakupa kampa pri bankah dodatno zadolžilo.

Podjetje drugih prihodkov oziroma odhodkov ni generiralo, medtem ko davek na dobiček na medletnih izkazih ni prisoten, saj se obračuna ob koncu poslovnega leta.

Čisti oziroma neto dobiček je eden izmed najpomembnejših finančnih podatkov ter se izračuna kot razlika med prihodki in odhodki, zmanjšana za obračunani davek iz dobička ter preračunana za odložene terjatve in odložene obveznosti za davek (SRS, 2016). Na drugi strani pa neto marža v odstotkih pokaže razmerje med čistim dobičkom in celotnimi prihodki iz poslovanja. Izračun marže čistega dobička je prikazan v enačbi 2.

$$\text{Marža čistega dobička} = \text{Čisti dobiček} / \text{Poslovni prihodki} \quad (2)$$

Čisti dobiček in marža čistega dobička sta prav tako strmo narasla, in sicer je marža v letu 2017 znašala 38,16 %, v predhodnem letu pa zgolj 4,39 %. Finančni kazalniki se bodo ob koncu poslovnega leta 2017 lahko rahlo razlikovali s kazalniki, izračunanimi na podlagi medletnih finančnih izkazov, prav tako pa je pričakovano, da bo marža čistega dobička zaradi upoštevanja davka na dobiček na rahlo nižjih ravneh, vendar še vedno precej visokih. Podjetje je glede na historične podatke zaznано kot rastoče in visoko dobičkonosno. Kot je že omenjeno v poglavju 3.3, je gibanje prihodkov zelo odvisno od stanja turizma v Sloveniji in celotni Evropi, ki pa je trenutno zelo ugodno.

#### 4.1.2 Analiza bilance stanja

Bilanca stanja je temeljni računovodski izkaz stanja sredstev in obveznosti do njihovih virov v določenem trenutku. Bilance se običajno v dokončni obliki pripravljajo ob zaključku poslovnega obdobja in prikazujejo stanje na dan 31. 12 določenega leta. Bilanca stanja je sestavljena predvsem za potrebe zunanjega računovodskega poročanja. Pri srednjih in velikih organizacijah je razčlenjena v skladu z zahtevami Zakona o gospodarskih družbah ter dopolnjena z nekaterimi dodatnimi postavkami in strokovnimi izrazi (SRS, 2016).

Bilanca stanja na eni strani prikazuje, kaj ima družba v lasti, na drugi strani pa so prikazane obveznosti do virov sredstev družbe. Bilančna vsota mora biti vedno izravnana, saj ima vsako sredstvo v lasti družbe svoj vir financiranja. Sredstva družbe so razdeljena na podlagi ročnosti in si praviloma sledijo od najmanj do najbolj likvidnega oziroma od dolgoročnih do kratkoročnih sredstev. Med kratkoročna sredstva spadajo sredstva, ki so najbolj likvidna oziroma pretvorljiva v denar znotraj enega leta oziroma poslovnega obdobja.

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., je bilanca stanja prav tako analizirana za obdobje zadnjih treh let, in sicer v letu 2017 bilanca prikazuje sredstva in obveznosti do virov sredstev na dan 30. 9. 2017. Tako kot pri analizi izkaza poslovnega izida mora biti tudi pri analizi bilance stanja finančni analitik pozoren na glavne postavke oziroma vknjižbe ter na visoke



spremembe med leti; če so prisotne. Bilanca stanja za podjetje Kamp, d. o. o., je priložena v prilogi 4.

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., v letih 2015 in 2016 visoke spremembe v bilančni vsoti niso bile prisotne, medtem ko je v letu 2017 ta strmo narasla, razlogi pa so opisani v nadaljevanju.

#### *4.1.2.1 Sredstva*

Neopredmetena sredstva so razpoznavna neddenarna sredstva, ki praviloma ne obstajajo v fizični obliki. Omenjena sredstva se praviloma pojavljajo kot neopredmetena dolgoročna sredstva (SRS, 2016). Med neopredmetenimi sredstvi se knjižijo po navadi patenti, blagovne znamke, dobro ime, odloženi stroški razvijanja itd. Razvojni stroški se morajo skozi leta nujno amortizirati, res pa je, da si veliko podjetij na ta račun izboljšuje poslovni izid, kljub temu da določeni stroški v realnosti niso prepoznani kot razvojni (Zaman, Hočevvar & Igličar, 2007).

Podjetje Kamp, d. o. o., v bilanci stanja nima visokih neopredmetenih osnovnih sredstev, saj predstavljajo le 0,04 % celotnih sredstev, slednja pa izhajajo iz naslova programa, ki se skozi leta amortizira.

Opredmetena osnovna sredstva so sredstva, ki jih ima podjetje v lasti ali finančnem najemu ali pa jih na drug način obvladuje ter uporablja pri ustvarjanju proizvodov ali opravljanju storitev oziroma daje v najem ali pa jih zgolj uporablja za pisarniške namene. Opredmetena osnovna sredstva so dolgoročna sredstva, saj podjetje pričakuje, da jih bo uporabljalo v te namene za več kot eno obračunsko obdobje (SRS, 2016). Delijo se na zemljišča, zgradbe, proizvodjalno opremo, drugo opremo in biološka sredstva. Slednja se skozi leta amortizirajo, kar pomeni, da izgubljajo na vrednosti. Podjetje z investicijami v osnovna sredstva obnavlja oziroma zamenjuje opredmetena sredstva z novimi z razlogom ohranjanja oziroma povečanja obsega in kakovosti poslovanja. V primeru podjetja opredmetena osnovna sredstva predstavljajo zgolj 0,88 % aktive, kar pomeni, da niso ključen dejavnik pri poslovanju podjetja. Med sredstvi ima podjetje razne naprave in opremo, ki se skozi leta amortizira in posledično izgublja na vrednosti. Podjetje nima v lasti nobenih naložbenih nepremičnin, te pa predstavljajo nepremičnine oziroma sredstva, ki so dana v najem z namenom ustvarjanja donosa.

Ključna postavka v bilanci stanja podjetja je delež v podjetju znotraj skupine, ki znaša 2.600.000 EUR ter predstavlja kar 87,9 % celotne aktive. Omenjena postavka izhaja iz naslova nakupa podjetja, ki je imelo kamp v lasti, podjetje Kamp, d. o. o., pa je zanj plačevalo najemnino. Podjetje je nakup kampa oziroma drugega podjetja financiralo s posojilom, pridobljenim pri banki XY, ki je zaradi poslovne skrivnosti prikrita.

Kratkoročna sredstva so sestavljena iz zalog, kratkoročnih poslovnih terjatev, aktivnih časovnih razmejitev, kratkoročnih finančnih naložb in denarja. Omenjena sredstva so vsa sredstva, ki so lahko pretvorjena v denar znotraj enega leta (Brigham & Ehrhardt, 2008). Med zaloge spadajo zaloge surovin, materiala, nedokončane proizvodnje, proizvodov in trgovskega blaga, prav tako tudi predujmi za zaloge (Pučko & Rozman, 2000). Pri zalogah je zelo pomembno, kaj je med njimi knjiženo ter ali so te kurantne ali nekurantne. Nekurantne zaloge so v večini primerov odpisane, lahko pa so prodane z diskontom, če je to izvedljivo (Potočnik, 2001). Podjetje ima ob koncu leta zelo nizek delež zalog, saj jih potrebuje izključno za namen gostinske dejavnosti. V zalogah je lahko vezanega precej denarja, zato je obrat zalog pomemben v določenih podjetjih, kjer se srečujejo z visokim deležem zalog. V primeru podjetja Kamp, d. o. o., obrat zalog ni pomemben, saj podjetje nima opravka z velikimi zalogami.

Med kratkoročne finančne naložbe spadajo naložbe v deleže podjetij ali kratkoročno dana posojila podjetjem v skupini oziroma drugim družbam ali fizičnim osebam. Kratkoročne finančne naložbe v zadnjih dveh letih v podjetju niso prisotne.

Kratkoročne poslovne terjatve izvirajo v večini primerov iz naslova kupcev, lahko tudi do podjetij v skupini, drugih institucij oziroma fizičnih oseb, financerjev in države. Terjatve pomenijo, da podjetju za opravljeno storitev ali prodan izdelek nekdo dolguje denar, storitve ali izdelke. Poznamo sporne terjatve, kjer se kupec z njihovo višino zaradi različnih razlogov ne strinja, in dvomljive terjatve, ki so posledica nelikvidnosti kupca. Slednje preidejo iz obratnih sredstev v izredne odhodke oziroma odpise (Pučko & Rozman, 2000).

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., predstavljajo fizične osebe kar 80 % kupcev, ki poravnajo oziroma plačajo storitve ob odjavi iz kampa, glede na besede lastnikov pa podjetje z njimi nima nobenih plačilnih težav. Posledično je delež poslovnih terjatev do kupcev v bilanci stanja nizek, prav tako pa podjetje nima težav z izterjavo, zato njihovi odpisi niso potrebni. V primeru, da se podjetje srečuje z visokim deležem zapadlih terjatev ter da te ne morejo biti izterjane, so potrebni odpisi terjatev, ki negativno vplivajo na poslovanje podjetja. Kratkoročne poslovne terjatve do drugih izhajajo iz obveznosti do države iz naslova davka na dodano vrednost (v nadaljevanju DDV).

Naslednja postavka med kratkoročnimi sredstvi je denar, ki je ena izmed najpomembnejših postavk v bilanci stanja, saj pokaže, kako močno in stabilno je podjetje na področju denarja. Med denar ne spada samo gotovina oziroma denar na TRR, ampak tudi ostala sredstva, ki so lahko znotraj obdobja treh mesecev pretvorjena v denar, kot so npr. kratkoročni depoziti in vloge pri bankah ter ostale naložbe, ki niso namenjene vzpostavljanju naložb, temveč zagotavljanju plačilne sposobnosti (Vozel, 2018). Denar predstavlja najbolj likvidno sredstvo, prav tako pa vrednost denarnih sredstev ne sme biti napačno ocenjena (Damodaran, 2012). V primeru podjetja denarna sredstva v zadnjih letih strmo naraščajo, in sicer so v letu 2016 narasla za 470,58 %, v 2017 pa za 467,19 %. Denarni položaj podjetja je v letu 2017 zaznan kot zelo dober, saj denarna sredstva predstavljajo kar 10,3 % bilančne vsote.

Zadnja postavka na aktivih pa so kratkoročne aktivne časovne razmejitve, ki so sestavljene iz vnaprej plačanih stroškov in odhodkov ter predhodno nezaračunanih prihodkov (Koželj, brez datuma). V primeru podjetja so te prisotne v nizki meri.

#### 4.1.2.2 Obveznosti do virov sredstev

Pomembna postavka v bilanci stanja je kapital, ki je prva postavka med pasivo. Kapital predstavlja lastniško financiranje podjetja ter je sestavljen iz osnovnega kapitala, ki mora po zakonu znašati minimalno 7500 EUR, rezerv, presežka iz prevrednotenja, prenesenih čistih dobičkov ali izgub ter tekočega dobička ali izgube. Osnovni kapital je kapital, ki je nominalno opredeljen v statutu podjetja in je vpisan v sodni register (Zaman, Hočever & Igličar, 2007).

Stopnja kapitalizacije oziroma delež kapitala (ang. equity ratio) nam pove, ali se podjetje financira pretežno z lastniškim ali dolžniškim financiranjem. Delež kapitala v financiranju prikazuje stopnjo lastniškega financiranja vseh sredstev podjetja, to je trajnega financiranja, ki ga v obliki kapitala zagotovijo lastniki. Poleg lastniškega financiranja podjetja kapital izraža tudi njegovo obveznost do lastnikov, če ne prej, pa ob prenehanju delovanja podjetja. Če dosega visoke vrednosti, to pomeni, da podjetje večino svojega premoženja financira s kapitalom, kar je za upnike nedvomno pozitiven znak, saj pomeni večjo varnost oziroma nižje tveganje (Šimonka, 2016). Vrednost kazalnika 1 oziroma 100 % bi pomenila, da podjetje nima dolgov in da so vsa sredstva financirana s kapitalom. Izračun deleža kapitala je prikazan v enačbi 3.

$$\text{Delež kapitala} = \text{Kapital} / \text{Celotna sredstva oziroma obveznosti} \quad (3)$$

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., kapital skozi leta narašča, in sicer je v letu 2016 narasel za 237,55 %, v letu 2017 pa kar za 860,63 %, medtem ko je stopnja kapitalizacije upadla, saj je v letu 2017 delež kapitala upadel na 20,02 %, medtem ko je v predhodnem letu znašal 56,52 %. Upad deleža kapitala je bil posledica novega dolgoročnega posojila pri banki, ki je bil namenjen nakupu podjetja oziroma kampa. Kapital je v primeru podjetja v večinski meri sestavljen iz zadržanih dobičkov iz preteklih let, saj si jih podjetje ne izplačuje, ter iz dobička tekočega leta, ki je v letu 2017 zelo visok. Stopnja kapitalizacije podjetja je solidna, vendar je treba dodati, da se kazalniki po panogah razlikujejo. Da pridobimo še bolj realno sliko o stopnji kapitalizacije, je priporočljivo, da se kazalnik primerja s konkurenčnimi podjetji v panogi. V primeru podjetja je načrtovano, da se bo stopnja kapitalizacije skozi leta izboljševala, saj se bodo poviševali zadržani dobički, če si jih lastniki ne bodo izplačevali, prav tako pa se bodo po vsej verjetnosti zniževala posojila s strani bank, če se podjetje ne bo dodatno zadolževalo. V primeru, da se bo podjetje odločilo za financiranje nakupa hotela, se bo delež kapitala znižal. Praviloma so visokotehnoška podjetja manj zadolžena in imajo višji delež kapitala kot npr. trgovine na drobno, banke itd.

Za kapitalom sledijo rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve, ki v bilanci podjetja niso prisotne. Rezervacije se oblikujejo za sedanje obveze, ki izhajajo iz obvezujočih preteklih dogodkov in se bodo po predvidevanjih poravnale v obdobju, ki ni z gotovostjo določeno, ter katerih velikost je mogoče zanesljivo oceniti. Dolgoročne pasivne časovne razmejitve vključujejo odložene prihodke in vnaprej vračunane stroške, ki se izkazujejo posebej in razčlenjujejo na pomembnejše vrste (SRS, 2016).

Zatem sledijo dolgoročni viri financiranja, ki so sestavljeni iz dolgoročnih finančnih in poslovnih obveznosti. Med dolgoročne finančne obveznosti spadajo dolgoročna posojila, pridobljena pri bankah, podjetjih znotraj skupine ali drugih podjetjih in finančnih institucijah. Razmerje med dolgoročnimi viri in dolgoročnimi sredstvi predstavlja finančno trdnost oziroma stabilnost podjetja. Več kot je dolgoročnih virov v primerjavi z dolgoročnimi sredstvi, bolj je podjetje finančno stabilno (Pučko & Rozman, 2000).

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., so dolgoročne finančne obveznosti v letu 2017 strmo narasle, večinski delež med njimi pa izhaja do bank, in sicer 2.016.667 EUR izhaja do banke XY, pri kateri si je podjetje izposodilo hipotekarno posojilo, namenjeno za nakup podjetja, ki je imelo v lasti kamp. Hipotekarno posojilo zapade 31. 8. 2028, letni obrok pa znaša 183.333 EUR. Druge dolgoročne finančne obveznosti pa izhajajo iz naslova lastniško povezanega podjetja, kjer je načrtovano, da bo posojilo v celoti vrnjeno šele leta 2029. Dolgoročne poslovne obveznosti v podjetju niso prisotne, po navadi pa izhajajo do lastnikov, dobaviteljev ali podjetij oziroma institucij, ki omogočajo pridobitev lizinga. Na drugi stani so kratkoročni viri financiranja prav tako sestavljeni iz kratkoročnih finančnih in poslovnih obveznosti. Glavna razlika pri kratkoročnih obveznostih je, da zapadejo v obdobju enega leta. Druge kratkoročne finančne obveznosti v višini 80.697 EUR izhajajo do lastnika, poslovne obveznosti v višini 21.226 EUR izhajajo do dobaviteljev, ki jih podjetje redno odplačuje, medtem ko 21.307 EUR izhaja do državnih institucij in zaposlenih, in sicer obveznosti za plače, obveznosti za prispevke in davke iz plač in drugih prejemkov delovnega razmerja ter obveznosti za davek od dohodka.

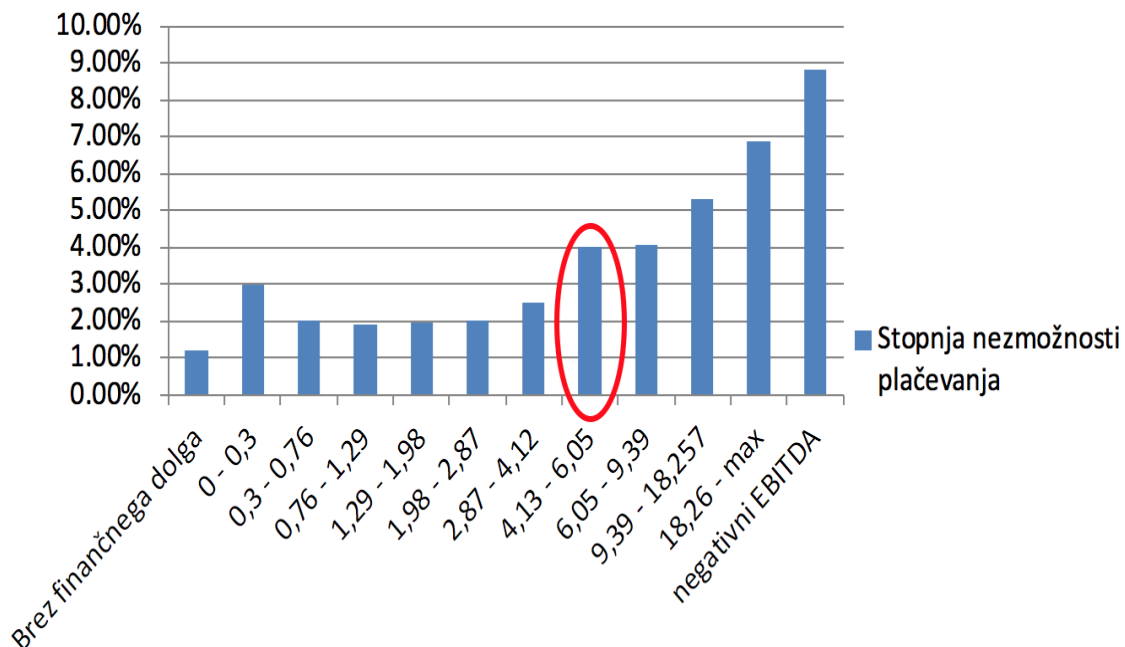
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve imajo enake lastnosti kot dolgoročne, razlika je zgolj, da zapadejo znotraj enega leta.

Za izračun finančne zadolženosti podjetja se pogosto uporablja finančni kazalnik neto dolg na EBITDA, ki primerja višino neto finančne zadolženosti družbe z ustvarjenim dobičkom iz poslovanja pred amortizacijo, izračun slednjega kazalnika pa je prikazan v enačbi 4. Kazalnik nam pove, v kolikšnem času bi podjetje ob obstoječi finančni zadolženosti ter nespremenjenem dobičku iz poslovanja pred amortizacijo poplačalo celotni finančni dolg. Na izboljšanje kazalnika vplivajo višja denarna sredstva, višji EBITDA ali nižje finančne obveznosti.

$$\text{Neto dolg} / \text{EBITDA} = (\text{Celotne dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti} - \text{denarna sredstva}) / \text{EBITDA} \quad (4)$$

Višji kazalnik pomeni manjšo sposobnost družbe odplačevati finančne dolgove in obenem višjo mero tveganja za posojilodajalca oziroma kreditorja. Kazalnik se med panogami praviloma razlikuje, in sicer za kapitalsko bolj intenzivne panoge in visoko razvojna podjetja velja, da imajo višji kazalnik, kar ni nujno slabo. Skupinsko gledano, velja v finančnih institucijah pravilo, da če vrednost kazalnika presega število 5, obstaja velika verjetnost, da bo podjetje s težavo odplačevalo svoje finančne obveznosti ter hkrati ne bo zmožno pridobivati novih finančnih virov, ki so ključni za rast oziroma razvoj podjetja (Vozel, 2018). Kot je razvidno iz slike 7, začne pri deležu finančnega dolga 4,13 nezmožnost plačevanja (ang. default rate) strmo naraščati, ob negativnem EBITDA pa postane zelo visoka.

Slika 7: Delež finančnega dolga na EBITDA in stopnja nezmožnosti plačevanja



Vir: Vozel (2018).

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., je bil kazalnik v letih 2015 in 2016 negativen, saj je imelo podjetje manj finančnih obveznosti kot denarnih sredstev, kar pomeni, da je bila finančna zadolženost v teh letih nizka. Negativen kazalnik je v tem primeru ugoden, če bi bil negativen zaradi negativnega EBITDA, pa to predstavlja visoko tveganje. V letu 2017 se je podjetje za namen nakupa drugega podjetja, ki je bil lastnik kampa, dodatno zadolžilo, zato je kazalnik v tem letu znašal 3,57, kar je precej visoko, vendar še vedno v mejah normalnega oziroma sprejemljivega. Pri izračunu finančne zadolženosti je treba biti zelo pazljiv, saj v pogostih primerih podjetja knjižijo finančne obveznosti, kot so npr. finančni lizingi, med poslovne obveznosti, kar posledično izboljša kazalnike finančne zadolženosti. V slednjih primerih je treba v kalkulacijo vključiti tudi poslovne obveznosti, če so prepoznane kot

finančne. Na drugi strani pa lahko precejšen delež finančnih obveznosti izhaja do lastnikov, kar dejansko ne predstavlja takšnega tveganja, kot če finančne obveznosti izhajajo zgolj do bank.

Določeni posli se ne obravnavajo v bilanci stanja, ampak so knjiženi v zunajbilančni evidenci, takšne aktivnosti pa lahko opredelimo kot pogojna sredstva oziroma pogojne obveznosti, ki imajo prihodnji vpliv na bilanco stanja in izkaz uspeha. V trenutku, ko se izvede določen dogodek, se pogojna sredstva oziroma obveznosti ne vodijo več v zunajbilančni evidenci, ampak se preknjižijo v bilanco stanja (Saunders, 2000). V zunajbilančni evidenci so po navadi knjižene garancije, akreditivi, menice, hipoteke itd. Podjetje nima vknjižb v zunajbilančni evidenci.

#### 4.1.3 Analiza plačilne sposobnosti

Pri poslovanju podjetja je zelo pomembna plačilna sposobnost oziroma likvidnost podjetja, ki se lahko oceni s kratkoročnim koeficientom, ki je prikazan v enačbi 5.

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \text{Kratkoročna sredstva} / \text{Kratkoročne obveznosti} \quad (5)$$

Kratkoročni koeficient (ang. current ratio) oziroma kratkoročni kazalnik likvidnosti prikazuje razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Kazalnik nam pove, ali je podjetje zmožno svoje kratkoročne obveznosti pokriti s kratkoročnimi sredstvi. Da je kazalnik izračunan pravilno, je treba iz zalog odstraniti vse nekurantne zaloge, iz terjatev pa vse zapadle terjatve, ki ne morajo biti izterjane v hitrem času. Prav tako je priporočljivo, da se v izračunu ne upošteva denarnih sredstev, ki so rezultat poslovanja preteklih obdobj, in če podjetje potrebuje denarna sredstva za poplačilo dobaviteljev in ostalih kratkoročnih finančnih obveznosti, pomeni, da že rahlo peša na likvidnosti. To velja predvsem za podjetja, ki se srečujejo z visokimi obratnimi sredstvi.

Če ima podjetje finančne težave, prične poravnovati svoje obveznosti počasneje oziroma z zamudo ali pa se za namen kritja negativnega denarnega toka celo dodatno zadolži. V primeru, ko kratkoročne obveznosti naraščajo hitreje kot kratkoročna sredstva, bo kratkoročni koeficient padel, kar lahko za podjetje predstavlja težavo na področju likvidnosti (Brigham & Daves, 2004).

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., slednji kazalnik v letu 2017 znaša 2,58, kar pomeni, da je podjetje plačilno sposobno oziroma dobro likvidno. Če je kazalnik nižji od 1, pomeni, da ima podjetje težave v plačilni sposobnosti. Pogosti so primeri podjetij, ki poslujejo z visokimi dobički in dobrimi maržami, vendar pešajo na likvidnosti in imajo potrebo po financiranju obratnega kapitala. Izračun obratnega kapitala je prikazan v enačbi 6.

$$\text{Obratni kapital} = \text{Zaloge} + \text{Kratkoročne poslovne terjatve} - \text{Kratkoročne poslovne obveznosti} \quad (6)$$

V finančnem svetu velja pravilo, da je boljše, če podjetje z dolgoročnimi viri financira dolgoročna in kratkoročna sredstva, kot da s kratkoročnimi viri financira tudi dolgoročna sredstva (Vozel, 2018).

#### 4.1.4 Analiza izkaza denarnih tokov

Podjetje je lahko visoko dobičkonosno, ampak kljub temu plačilno nesposobno, medtem ko je lahko podjetje nedobičkonosno, vendar likvidno. Za potrebe preverjanja likvidnosti podjetja je primeren izkaz denarnih tokov (Čadež, 2013).

Izkaz denarnih tokov zagotavlja informacije o prejemkih in izdatkih pri poslovanju podjetja v določenem obdobju, prav tako zagotavlja vpogled v različne aktivnosti v okviru naložbenja in financiranja. Gre torej za prikazovanje prejemkov, ki pomenijo neposredno povečanje denarnih sredstev, in izdatkov, ki pomenijo neposredno zmanjšanje denarnih sredstev. Če so prejemki v določenem obdobju večji od izdatkov, se denarna sredstva povečajo, če so izdatki v določenem obdobju večji od prejemkov, pa se denarna sredstva zmanjšajo (Zaman, Hočevár & Iglíčar, 2007).

Izkaz denarnih tokov je temeljni računovodski izkaz, v katerem so resnično in pošteno prikazane spremembe stanja denarnih sredstev za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja. Izkaz se lahko sestavi po neposredni ali posredni metodi (SRS, 2016). Temeljna skrb investitorja oziroma posojilodajalca je vprašanje, ali je podjetje sposobno ustvarjati denarne tokove, ki bodo pokrivali izdatke.

V izkazu denarnega toka so izkazani denarni tokovi nastali pri poslovanju, naložbenju in financiranju. SRS dajejo prednost neposredni metodi sestavljanja izkaza denarnega toka, vendar pa ima organizacija oziroma podjetje možnost, da izbere tisto, ki najbolj ustreza njenim možnostim zagotavljanja podatkov. Po neposredni metodi je denarni tok iz poslovanja sestavljen iz prejemkov od prodaje proizvodov in storitev, drugih prejemkov pri poslovanju, na drugi strani pa izdatkov pri poslovanju, kot npr. izdatkov za nakupe materiala in storitev, izdatkov za plače in deleže zaposlenih v dobičku, izdatke za razne dajatve ter drugi izdatke pri poslovanju (SRS, 2016).

V primeru analize podjetja je denarni tok iz poslovanja izračunan tako, da se od bruto denarnega toka odšteje sprememba obratnega kapitala v primerjavi s preteklim poslovnim letom. Bruto denarni tok pa je enak neto dobičku in amortizaciji. Izračun denarnega toka za obravnavani primer je prikazan v prilogi 6. Bruto denarni tok znaša 530.686 EUR, kar je precej višje kot v predhodnem letu, saj je podjetje poslovalo z znatno višjim neto dobičkom. Denarni tok iz poslovanja je v letu 2017 prav tako narasel, saj je znašal 520.293 EUR ter je zaradi negativnega učinka obratnega kapitala nižji kot bruto denarni tok. Bruto denarni tok in denarni tok iz poslovanja sta zaznana kot zelo močna. Enačba za spremembo obratnega kapitala je prikazana spodaj, spremembe pa se navezujejo na primerjavo med zadnjima dvema letoma.

$$\text{Sprememba obratnega kapitala} = - \text{Sprememba zalog} - \text{sprememba kratkoročnih poslovnih terjatev} + \text{sprememba kratkoročnih poslovnih obveznosti} \quad (7)$$

Če je sprememba zalog pozitivna, predstavlja to podjetju denarni odliv, saj je investiralo v zaloge, prav tako velja za pozitivno spremembo kratkoročnih poslovnih terjatev, in sicer če te narastejo, pomeni, da podjetje prodanih proizvodov s strani kupcev ne dobi plačanih, kar prav tako predstavlja denarni odliv, medtem ko na strani poslovnih obveznosti povišanje pomeni denarni priliv, saj se v tem primeru podjetje financira prek dobaviteljev. V primeru podjetja je na negativno spremembo obratnega kapitala vplivalo predvsem zmanjšanje kratkoročnih poslovnih obveznosti v primerjavi s predhodnim letom 2016.

Naslednja postavka v denarnem toku je denarni tok iz investiranja, ki se izračuna na podlagi investicij v osnovna sredstva. Enačba za izračun investicij v osnovna sredstva je prikazana spodaj, spremembe pa se prav tako navezujejo na primerjavo med zadnjima dvema letoma.

$$\text{Investicije v osnovna sredstva (CAPEX)} = \text{Sprememba opredmetenih in neopredmetenih osnovnih sredstev} + \text{amortizacija} \quad (8)$$

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., je v letu 2017 vrednost opredmetenih in neopredmetenih osnovnih sredstev upadla za 6.155 EUR, amortizacija pa je znašala 7.835 EUR, kar pomeni, da je podjetje v tem letu investiralo 1.680 EUR v osnovna sredstva. Zaradi pozitivne investicije je to predstavljalo denarni odliv v podjetju, ki je znašal 1.680 EUR, kar predstavlja tudi negativen denarni tok iz investiranja. V primeru podjetij, ki imajo v lasti veliko opredmetenih ter neopredmetenih osnovnih sredstev, so investicije v osnovna sredstva mnogo višje, saj mora podjetje nenehno vzdrževati oziroma obnavljati ter investirati v osnovna sredstva, kot so zgradbe, stroji, vozila itd., z namenom ohranjanja oziroma povečanja obsega in kakovosti poslovanja. Denarni tok iz investiranja je lahko tudi pozitiven, in sicer v primeru dezinvestiranja oziroma odprodaje osnovnih sredstev, kar predstavlja denarni pritek podjetju.

Denarni tok iz financiranja se nanaša na spremembe kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti. Financiranje vključuje pridobivanje virov, sredstev in vračanje sredstev lastnikom. Prav tako vključuje tudi pridobivanje finančnih virov z zadolževanjem in poplačilo prejetih posojil. Če se podjetje kratkoročno oziroma dolgoročno dodatno zadolži, to predstavlja denarni priliv, medtem ko v primeru poplačila finančnih obveznosti slednje predstavlja denarni odliv. V primeru, da podjetje v primerjavi s predhodnim letom poplača oziroma zniža svoje finančne obveznosti, je denarni tok iz financiranja negativen, v primeru, da se dodatno zadolži, pa je denarni tok iz financiranja pozitiven. V letih 2015 in 2016 je bilo podjetje skoraj popolnoma finančno nezadolženo, zato je denarni tok iz financiranja znašal 0, medtem ko se je v letu 2017 za potrebe nakupa podjetja, ki je imelo kamp v lasti, dodatno zadolžilo, zato je denarni tok iz financiranja strmo narasel, saj je znašal 2.316.667 EUR. Na drugi strani pa je povišanje dolgoročnih finančnih naložb oziroma bolj



podrobno deleža v podjetju znotraj skupine v višini 2.600.000 EUR predstavljalo denarni odliv. Lastnika si nista izplačevala dobičkov, zato denarni tok s strani lastnikov ni bil prisoten. V primeru, da si podjetje oziroma vodstvo izplačuje dobičke oziroma dividende, to podjetju predstavlja denarni odliv.

V obravnavanem primeru so na denarni tok rahlo vplivali tudi kratkoročno zadržani stroški in kratkoročne pasivne časovne razmejitev. Vpliv omenjenih postavk na denarni tok je bil skoraj zanemarljiv.

Zadnja postavka v denarnem toku je neto denarni tok, ki pove, koliko denarja podjetju ostane, ko upoštevamo vse denarne prilive in odlive v podjetju. Razlika med stanjem denarja na začetku in koncu leta oziroma obdobja mora biti enaka neto denarnemu toku. Če je neto denarni tok negativen, to zmanjšuje denarna sredstva podjetja, v primeru, da je pozitiven, pa jih povečuje. Pozitiven neto denarni tok ni nujno dober znak, saj ima lahko podjetje ponavljajoči se primanjkljaj denarnega toka iz poslovanja, ki ga financira z novim zadolževanjem, kar vpliva na povečanje denarnega toka iz financiranja. V primeru podjetja Kamp, d. o. o., je neto denarni tok v letu 2017 strmo narasel, kar je posledica predvsem močnega denarnega toka iz poslovanja. To nam pove, da je podjetje v poslovanju sposobno ustvarjati močen denarni tok.

## **4.2 Finančna analiza podjetja Hotel, d. o. o.**

Podjetje Hotel, d. o. o., je že od začetka poslovanja v lasti družine, medtem ko delno lastništvo hotela pripada neimenovani finančni instituciji, saj je nad hotelom odprta hipoteka, finančna zadolženost podjetja Hotel, d. o. o., pa je na visoki ravni. Če bo podjetje Kamp, d. o. o., uspešno na dražbi, bodo prepustili upravljanje hotela obstoječi ekipi, saj menijo, da delo opravljajo kakovostno ter da sta lastnika večča delavca. V nadaljevanju magistrskega dela sledi finančna analiza podjetja Hotel, d. o. o., in sicer analiza izkaza poslovnega uspeha, bilance stanja in izkaza denarnih tokov. Analiza bo pokazala uspešnost poslovanja omenjenega podjetja, prav tako pa bo lastnikom podjetja Kamp, d. o. o., pomagala pri odločitvi, ali je investicija v nakup hotela smiselna. V nadaljevanju sledijo tudi projekcije denarnih tokov podjetja Kamp, d. o. o., v primeru nakupa hotela, na podlagi katerih sem preverjal hipoteze, postavljene v uvodu magistrskega dela.

### **4.2.1 Analiza izkaza poslovnega izida**

Kot v primeru podjetja Kamp, d. o. o., so tudi v primeru podjetja Hotel, d. o. o., finančni podatki analizirani na podlagi zadnjih treh let, in sicer so zadnji finančni podatki na voljo do 31. 12. 2017. Vsi finančni podatki so bili pridobljeni s strani podjetja. Izkazi poslovnega izida podjetja Hotel, d. o. o., so priloženi v prilogi 1. Podjetje Hotel, d. o. o., generira prihodke s prodajo hotelskih storitev, ki v zadnjih letih naraščajo. V letu 2016 so prihodki iz

poslovanja narasli za 1,66 %, v letu 2017 pa za 30,18 %. Razlogi za rast prihodkov so predvsem v ugodnih razmerah v turizmu, kot je že opisano v poglavju 3.3.

V letu 2016 so odhodki iz poslovanja narasli za 12,94 %, med katerimi so stroški dela predstavljali 32,1 % delež, zatem so sledili stroški storitev z 26,68 % deležem, nato amortizacija s 17,16 % deležem itd. Med stroški dela sta vključeni tudi minimalni plači lastnikov, ki si na drugi strani vračata posojilo, ki je bilo podjetju dano z njune strani. Stroški amortizacije so v zadnjih letih rahlo upadali, zgradba oziroma hotel pa se amortizira po 2 % letni stopnji. Dobiček iz poslovanja je v letu 2016 upadel za 75,45 %, medtem ko je v letu 2017 strmo narasel ter je bil višji kot v vsakem izmed predhodnih let. Posledično je narasla tudi EBITDA marža, saj je v letu 2017 znašala 28,23 % ter je zaznana kot solidna za hotelsko industrijo. Finančni prihodki v teh letih so zanemarljivi oziroma niso prisotni, medtem ko so finančni odhodki v letu 2017 strmo narasli ter so v zadnjih letih na zelo visokih ravneh. Večinski delež finančnih odhodkov v vseh letih izhaja iz naslova obresti za posojila, prejeta od bank. V zadnjih letih je podjetje generiralo čisto izgubo, ki se skozi leta povečuje. Glavni razlog, da podjetje ne posluje s pozitivnim dobičkom, je, da je visoko zadolženo in za namene financiranja plačuje zelo visoke stroške, ki se odražajo v finančnih odhodkih. V letu 2017 je podjetje iz poslovanja generiralo precej višji dobiček, prav tako je narasla tudi EBITDA marža, kot že omenjeno, pa so finančni odhodki strmo narasli.

Podjetje Hotel, d. o. o., je zaznano kot rastoče, vendar zaradi visoke zadolženosti oziroma visokih stroškov financiranja posluje z izgubo. Podjetju Kamp, d. o. o., ki kupuje hotel, so pomembni zgolj finančni podatki iz poslovanja, saj se finančne obveznosti podjetja Hotel, d. o. o., ne prenašajo. Iz poslovanja je podjetje v vsakem letu generiralo dobiček, medtem ko se je v zadnjem letu povišala tudi dobičkonosnost, kar predstavlja ugodne informacije za podjetje Kamp, d. o. o.

#### 4.2.2 Analiza bilance stanja

Tako kot analiza izkaza poslovnega izida je tudi analiza bilance stanja narejena za obdobje zadnjih treh let, in sicer zadnja razpoložljiva bilanca stanja prikazuje stanje sredstev in obveznosti do virov sredstev na dan 31. 12. 2017. Ker so bilančne postavke podrobno opisane in razložene že v analizi podjetja Kamp, d. o. o., analiza v primeru podjetja Hotel, d. o. o., temelji zgolj na opisu postavk, ki so prisotne v izkazih omenjenega podjetja, prav tako pa so obrazložene tudi višje medletne spremembe. Bilanca stanja podjetja Hotel, d. o. o., je priložena v prilogi 2.

V primeru podjetja Hotel, d. o. o., visoke spremembe v bilančni vsoti v zadnjih letih niso bile prisotne, in sicer je ta v letu 2016 upadla za 1,73 %, v letu 2017 pa za 2,23 %. Neopredmetena sredstva v letih 2015 in 2016 niso bila prisotna, medtem ko so v 2017 znašala 141 EUR, kar je zanemarljiv delež glede na bilančno vsoto. Večinski, in sicer 94,3 % delež aktive predstavljajo opredmetena osnovna sredstva, med katerimi 96,7 % delež predstavljajo zgradbe, pod katerimi je knjižen hotel. Proizvodne naprave, stroji in druga

oprema pa predstavljajo preostanek osnovnih sredstev, in sicer je pod to postavko knjižena razna gostinska oprema in stroji. Vrednost naložbenih nepremičnin se v letih 2015 in 2016 ni spreminjala, v letu 2017 pa je podjetje naložbeno nepremičnino odprodalo, kar je predstavljalo denarni priliv. Med naložbenimi nepremičninami je knjiženo stanovanje, ki ga je podjetje dajalo v najem. Prihodki s tega naslova so predstavljali manj kot 1 % delež celotnih prihodkov iz poslovanja. Kratkoročna sredstva v zadnjih letih naraščajo, in sicer so v letu 2016 narasla za 6,21 %, v 2017 pa za 227,2 %. Zaloge so predvsem v zadnjem letu sestavljene iz zalog trgovskega blaga ter se nanašajo na zalogo živil in pijače. V podjetju ocenjujejo, da knjigovodska vrednost ne presega tržne vrednosti. V letu 2017 so narasle kratkoročne finančne naložbe, ki izhajajo iz naslova kratkoročnega posojila danega lastnikom podjetja. Glede na slabo poslovanje in visoko zadolženost podjetja je primer podjetja Hotel, d. o. o., zelo zanimiv, saj podjetje kljub ustvarjeni izgubi in visokemu dolgu posoja denar lastnikom. Kratkoročne poslovne terjatve skozi leta prav tako naraščajo, in sicer so v letu 2016 narasle za 17 %, v letu 2017 pa za 37,02 %. V 2016 so porasle predvsem zaradi višjih drugih poslovnih terjatev, ki izhajajo iz naslova vstopnega DDV do državnih in drugih institucij, medtem ko v letu 2017 struktura terjatev ni znana. Večinski delež kupcev predstavljajo fizične osebe, ki plačajo storitve ob prijavi oziroma odjavi. Podjetje se ne srečuje s slabimi terjatvami, kjer bi bili potrebni odpisi. Denarna sredstva so v letu 2016 narasla za 2,85 %, v letu 2017 pa so se znižala za 32,71 %. Denarni položaj podjetja je zaznan kot šibek, saj denarna sredstva v zadnjem letu predstavljajo le 0,57 % bilančne vsote. Kratkoročne aktivne časovne razmejitve predstavljajo zanemarljiv znesek ter delež bilančne vsote, in sicer v letu 2017 niso prisotne.

Glavna slabost omenjenega podjetja je negativen kapital, ki je posledica prenesenih izgub, ki jih je podjetje generiralo v preteklih letih. Kot že omenjeno, so izgube posledica predvsem visoke zadolženosti družbe, saj podjetje na letni ravni plačuje zelo visoke stroške financiranja, ki privedejo do visoke izgube na koncu obdobja. Trenutno je hotel v lasti finančnih institucij, ki želijo stavbo prodati na javni dražbi.

V primeru, da dolg podjetja izhaja zgolj do tujih virov, potem negativen kapital pomeni, da je premoženje družbe financirano zgolj s tujimi viri sredstev. V proučevanem primeru se dolgoročne finančne obveznosti do bank v zadnjih letih rahlo znižujejo, medtem ko druge dolgoročne finančne obveznosti v višini 2.057.757 EUR izhajajo iz naslova posojil sedanjih lastnikov, vendar te predstavljajo nizek delež v financiranju. V letu 2017 struktura finančnih obveznosti ni znana, je pa podobna strukturi predhodnega leta. Na podlagi rečenega lahko potrdim, da ima družba zanemarljiv delež lastniškega financiranja.

Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti so na zelo visokih ravneh in se v zadnjih letih ne spreminjajo drastično. Ker podjetje ustvarja izgubo, ni zmožno tekoče odplačevati obveznosti do bank in dobaviteljev. Kratkoročni koeficient je v vseh letih nizek, in sicer v letu 2017 znaša zgolj 0,13, kar pomeni, da je plačilna sposobnost oziroma likvidnost podjetja zelo slaba. Zadolženost podjetja je prav tako na zelo visoki ravni, kar nam pove tudi

koeficient neto dolg na EBITDA, ki je v letu 2016 znašal 42,44, v letu 2017 pa 22,88, kar še vedno predstavlja zelo visoko zadolženost.

Podjetje Hotel, d. o. o., je visoko zadolženo, kar vpliva tudi na negativen čisti dobiček in negativen kapital. Ker je načrtovano, da bo podjetje Kamp, d. o. o., hotel kupilo na dražbi, je za njih pomemben zgolj finančni rezultat iz poslovanja, ki je zaznan kot stabilen. V letu 2017 je podjetje Hotel, d. o. o., doseglo relativno visoko raven prihodkov, prav tako pa je bila dobičkonosnost iz poslovanja na višjih ravneh kot v predhodnem letu. Ocena, ali je podjetje Kamp, d. o. o., sposobno financirati nakup hotela, je podana v nadaljevanju magistrskega dela, in sicer v zaključku projekcij denarnih tokov.

#### 4.2.3 Analiza izkaza denarnih tokov

V primeru obeh podjetij so finančni izkazi nerevidirani, kar pomeni, da je treba biti pozoren na morebitne napake v finančnih izkazih.

Kot je razvidno iz priloge 5, je bruto denarni tok zaradi visoke čiste izgube negativen. Sprememba obratnega kapitala je v zadnjih dveh letih dokaj visoka in pozitivna, kar pozitivno vpliva tudi na denarni tok iz poslovanja, ki je relativno visok. Sprememba obratnega kapitala je pozitivna zaradi vpliva znižanja zalog in povišanja kratkoročnih poslovnih obveznosti, kar podjetju predstavlja denarni priliv. Na drugi strani pa so narasle kratkoročne poslovne terjatve, kar predstavlja odliv, vendar je bil učinek prilivov višji, zato je sprememba obratnega kapitala pozitivna.

Denarni tok iz investiranja je znašal –5.200 EUR, saj je podjetje investiralo v proizvodne naprave, stroje in opremo, kar prav tako predstavlja denarni odliv. Na drugi strani pa dezinvesticije predstavljajo denarni priliv v podjetju. Denarni tok iz financiranja znaša 18.725 EUR, kar predstavlja priliv, saj so se povišale dolgoročne finančne obveznosti, bolj natančno posojila s strani lastnikov. Med drugimi aktivnostmi je na denarni tok vplivalo predvsem znižanje celotne vrednosti naložbenih nepremičnin v vrednosti 205.410 EUR, kar podjetju predstavlja denarni priliv, medtem ko povišanje kratkoročnih finančnih naložb v višini 175.600 EUR predstavlja denarni odliv. Neto denarni tok je ob koncu obdobja znašal –16.342 EUR, kar predstavlja razliko v denarnih sredstvih v zadnjih dveh obdobjih.

## 5 FINANČNA ANALIZA INVESTICIJE ZA NAKUP HOTELA

### 5.1 Razlogi za investicijo z vidika podjetja Kamp, d. o. o.

Kot izhaja iz finančne analize podjetja Kamp, d. o. o., podjetje posluje zelo dobro, je zaznano kot rastoče in dobičkonosno. Podjetje nima likvidnostih težav, saj ima precej denarnih sredstev.

Lastniki podjetja so zainteresirani za nakup hotela zaradi številnih razlogov:

- po besedah lastnikov podjetja Kamp, d. o. o., se investicija sklada z njihovo vizijo, ki narekuje, da prosta denarna sredstva namenjajo predvsem za namene širitve posla,
- širitev poslovanja je znotraj njihove dejavnosti, ki jo dobro poznajo, saj imajo lastniki dolgoletne izkušnje na tem področju,
- na podlagi dodatnega zadolževanja in zgodovinskih podatkov, je načrtovano, da bo dobiček pred amortizacijo dovolj velik za poplačilo posojila, kar pomeni, da denarni tok s strani podjetja Kamp, d. o. o., za poplačilo omenjenega posojila ne bo potreben,
- trenutno se hotel amortizira po 2 % davčni stopnji, medtem ko lastniki podjetja Kamp, d. o. o., želijo zgolj zaradi davčnih ugodnosti to povečati na 3 %. Trenutna amortizacija kampa je zanemarljiva, zato bi podjetje ob nakupu hotela pridobilo visoko amortizacijo, ki bi po oceni lastnikov kampa v celotni dobi amortizacije hotela predstavljala za več kot 1.000.000 EUR davčnih prihrankov,
- lastniki bi uporabili marketinško agencijo hotela tudi za namene obstoječih hotelov in kampa, kar bi predstavljalo eno izmed pozitivnih sinergij,
- zaradi boljše kupne moči bi lastniki stremeli k poenotenju cen vseh dobaviteljev.

## **5.2 Opis virov financiranja investicije**

Družba Colliers International je vrednost hotela ocenila na 2.600.000 EUR, medtem ko je cenilec Jure Kern vrednost hotela ocenil na 2.000.000 EUR. Podjetje je oddalo nezavezujočo ponudbo v višini 1.450.000 EUR, pri čemer so izvedeli, da je bila njihova ponudba najvišja. V praksi praviloma velja, da so nezavezujoče ponudbe po navadi višje od zavezujočih. Ker je podjetje pripravljeno za hotel ponuditi maksimalno 1.800.000 EUR, bo ta vrednost uporabljena v projekcijah denarnih tokov, prav tako pa podjetje načrtuje, da bo potrebovalo sredstva v tej višini. Podjetje za nakup hotela načrtuje naslednje vire financiranja:

- podjetje je pri banki XY zaprosilo za hipotekarni kredit v višini 1.440.000 EUR z zapadlostjo 10 let,
- podjetje bo zagotovilo lastna sredstva v višini 360.000 EUR, kar bo izvedljivo, saj je na dan 31. 8. 2017 imelo 383.195 EUR denarnih sredstev.

## **5.3 Projekcije denarnih tokov z vidika podjetja Kamp, d. o. o.**

Za namen preverjanja likvidnosti je treba pripraviti projekcije denarnih tokov, priprava teh pa je zahtevna in lahko vodi do velikih odstopanj med pričakovanimi in dejanskimi vrednostmi. Glavna lastnost investicijskih odločitev je, da temeljijo na denarnem toku in ne na računovodskem dobičku. K denarnim tokovom projekta štejemo samo tiste denarne tokove, ki bodo nastali, če bo projekt sprejet, pri tem pa se pojavljajo nekatere posebnosti (Berk in drugi, 2007).

Te posebnosti so (Berk in drugi, 2007):

- nepovratni stroški (ang. sunk costs) so stroški, ki so že nastali in niso odvisni od odločitve sprejetja ali zavrnitve projekta, zato ne vplivajo na investicijsko odločitev,
- oportunitetni stroški (ang. opportunity costs) se nanašajo na denarne tokove, ki bi jih lahko ustvarili z obstoječimi sredstvi v lasti podjetja, namesto da bi jih uporabili pri izvedbi novega projekta,
- eksternalije (ang. externalities) so lahko pozitivne ali negativne ter predstavljajo učinke novega projekta na obstoječe poslovanje podjetja,
- stroške prevoza in montaže upoštevamo v izkazu poslovnega izida pri nabavni vrednosti opreme, kar vpliva na višjo amortizacijsko osnovo za opremo in posledično na višjo amortizacijo, kar vpliva na neto dobiček podjetja,
- spremembe v obratnem kapitalu (ang. changes in net working capital) po navadi nastanejo ob rasti podjetja oziroma obsega poslovanja, kar vpliva na povečanje potrebe po zalogah, prav tako se poveča obseg terjatev do kupcev ter na drugi strani obveznosti do dobaviteljev in drugih. Za razliko med povečanimi potrebami po kratkoročnih sredstvih in kratkoročnimi obveznostmi pa je potrebna zagotovitev financiranja tako imenovanega obratnega kapitala, kar je treba upoštevati v projekcijah denarnih tokov projekta. Ob koncu projekta pa se denar, porabljen za financiranje obratnega kapitala, lahko sprosti, kar podjetju predstavlja denarni priliv.

Denarni tokovi se delijo na denarne tokove iz poslovanja, investiranja in financiranja. Pomembna postavka v denarnem toku je prosti denarni tok (ang. free cash flow) ter predstavlja denarni tok, ki je na voljo po izdatkih v obratna sredstva, investicijah v osnovna sredstva in ostalih prilivih oziroma odlivih, ki niso predmet dejavnosti financiranja (Brigham & Daves, 2004).

V obravnavanem primeru podjetje Kamp, d. o. o., naproša za hipotekarno posojilo pri banki XY, zato je tako za lastnike podjetja kot za potrebe banke treba izdelati projekcije denarnih tokov, ki temeljijo na realističnih predpostavkah. Za potrebe banke morajo biti projekcije narejene za celotno dobo vračila investicijskega posojila. Vsi podatki za projekcije denarnih tokov so bili pridobljeni s strani lastnikov podjetja Kamp, d. o. o., projekcije pa so priložene v prilogi 7. Ker podjetje naproša za 10-letno hipotekarno posojilo, so projekcije denarnih tokov narejene za obdobje desetih let, in sicer do leta 2028. Zaradi težke napovedi poslovanja v tako dolgem obdobju projekcije denarnih tokov temeljijo na zelo konservativnih predpostavkah, kjer visoke stopnje rasti niso prisotne. Prihodki iz poslovanja so v projekcijah razdeljeni na prihodke iz naslova kampa in na prihodke iz naslova prevzetega hotela. Hotela, ki sta v kratkoročnem najemu podjetja, nista vključena v projekcijah denarnih tokov.

V letu 2017 so prihodki iz naslova hotela ocenjeni na podlagi prve polovice leta, saj je predvideno, da je podjetje v prvem polletju generiralo 45 % prihodkov, v drugem pa preostanek, saj sta meseca z najvišjim povpraševanjem julij in avgust. V letu 2018 je podjetje

zaradi varnosti načrtovalo 10 % padec prihodkov iz naslova obstoječega poslovanja ter kar 20 % padec prihodkov iz poslovanja prevzetega hotela. Namen znižanja prihodkov je predvsem v zagotovitvi dodatne varnosti za podjetje Kamp, d. o. o., saj želijo biti prepričani, da so zmožni financirati dodatno posojilo, namenjeno za nakup hotela. Posledično je v letu 2018 ocenjen upad celotnih prihodkov iz poslovanja za 14,94 %. Prav tako je predpostavljena obstoječa cenovna politika, čeprav je iz poslovanja razvidno, da bi bila podražitev cen kampiranja smiselna, saj je bilo v kampu v času poletnih mesecev prisotno preseženo povpraševanje. V letu 2019 je načrtovana 5,6 % rast prihodkov v kampu, saj imajo lastniki v načrtu, da bodo v letu 2018 pričeli z gradnjo novih in večjih sanitarij, ki bodo predvidoma dokončane spomladi v letu 2019. Sanitarije v kampu so trenutno premajhne in potrebujejo obnovo, prav tako znižujejo kakovost bivanja v kampu, zato lastniki ocenjujejo, da se bo ob novih in večjih sanitarijah obisk povečal. Načrtovano je, da bodo v celotni dobi poplačila novega posojila prihodki s strani kampa na stabilni oziroma na ravni leta 2019. Rast prihodkov iz naslova kupljenega hotela pa je prisotna šele v letu 2021, kjer pričakujejo za 60.000 EUR višje prihodke iz poslovanja, ki bodo posledica povečanja restavracije. Z dodatnimi kapacitetami bi podjetje lažje organiziralo seminarje ter gostilo poroke in druga večja praznovanja za zunanje goste. Načrtovano je, da bodo v nadaljevanju prihodki ostali na enakih ravneh. Kot je razvidno v projekcijah denarnih tokov je predvideno, da bodo skupni prihodki iz poslovanja v vseh letih nižji, kot so načrtovani za leto 2017.

Načrtovano je, da bodo v skladu z obsegom prodaje v kampu upadli tudi variabilni stroški, kot so stroški blaga, materiala in storitev, v letu 2019 pa narasli ter zatem ostali na konstantnih ravneh. V primeru hotela je ocenjeno, da kljub upadu prometa stroški blaga, materiala in storitev ostanejo na načrtovani ravni leta 2017, medtem ko je v letu 2021 zaradi večje restavracije načrtovano povišanje. V primeru kampa se stroški dela gibljejo skladno z obsegom poslovanja, saj so pri najemanju delavcev zelo fleksibilni in jih najemajo skozi celotno sezono po potrebi. V primeru hotela pa z letom 2018 pričakujejo višje stroške dela, in sicer v višini 40.000 EUR, saj hotel trenutno upravljata zakonca, ki si izplačujeta minimalne plače. Za vodenje hotela predpostavljajo precej višje stroške, kar pa predstavlja dodatno varnost. Do leta 2021 so stroški dela konstantni, nato pa se zaradi odprtja večje restavracije dodatno povišajo za 20.000 EUR ter ostanejo konstantni do konca projiciranega obdobja. Drugi odhodki iz poslovanja so ocenjeni na podlagi predhodnih let ter so v primeru kampa v vseh letih konstantni, medtem ko v primeru hotela v letu 2018 narastejo in so nato konstantni. V letih 2025 do 2028 podjetje načrtuje dodatne stroške v višini 50.000 EUR, ki izhajajo iz naslova dodatne najemnine za najem zemljišč v lasti Ljubljanske nadškofije. Pogodba je trenutno sklenjena do leta 2025, ob njenem izteku pa lastniki podjetja pričakujejo dvig najemnine. Amortizacija kampa je dokaj nepomemben dejavnik, načrtovan pa je dvig v letih 2018 in 2019, in sicer zaradi novih sanitarij, ki se bodo amortizirale po 3 % amortizacijski stopnji. V letu 2018 je prav tako načrtovan dvig amortizacije hotela, saj lastniki načrtujejo povečati amortizacijsko stopnjo z 2 % na 3 %. Razlog za povišanje je v magistrskem delu predstavljen pod točko 5.1. V letu 2021 je načrtovan dodaten dvig stroška amortizacije ter je posledica postavitve nove kuhinje in restavracije.

EBIT in EBITDA marži sta v vseh projiciranih letih zaznani kot visoki, vendar nižji od načrtovanih v letu 2017. Finančni odhodki kampa izhajajo iz naslova obresti za posojilo, prejeta od banke XY, ki je zagotovila sredstva za nakup kampa. Omenjeni odhodki skozi leta upadajo, saj je načrtovano, da se podjetje ne bo dodatno zadolževalo. Finančni odhodki (hotel) izhajajo iz naslova novega posojila, ki bo namenjeno nakupu hotela, ter prav tako skozi leta upadajo, obrestna mera za posojilo pa znaša 2,5 % + 3 m EURIBOR, ki je trenutno negativen. V letu 2018 so nižji kot v naslednjem, saj je načrtovano, da bo podjetje konec junija črpalo posojilo, kar razpolovi stroške financiranja. V projekcijah denarnih tokov je uporabljena 19 % davčna stopnja na dobiček. Zaradi nižjih prihodkov iz poslovanja v projiciranih letih je v primerjavi z letom 2017 načrtovan upad čistega dobička, ki nato skozi leta rahlo narašča. Prav tako je načrtovan upad marže čistega dobička, ki je še vedno zaznana kot visoka.

Denarni tok iz poslovanja je v vseh projiciranih letih nižji, kot je načrtovan v letu 2017, vendar je zaradi visokega neto dobička še vedno visok in stabilen. Investicije v osnovna sredstva so v letu 2018 znašale 1.800.000 EUR in izhajajo iz naslova nakupa hotela. Kot je razvidno v denarnem toku iz financiranja, bodo investicije financirane s strani banke XY v višini 1.440.000 EUR ter lastnimi sredstvi podjetja v višini 360.000 EUR. Druge investicije v primeru kampa so v projiciranih letih konstantne, izključno v 2018 ter 2019 znašajo 90.000, saj v teh letih podjetje načrtuje investicijo v nove sanitarije. V primeru hotela znašajo druge investicije 30.000 EUR, saj so zgolj nadomestitvene, kar je po izkušnjah sedanjih lastnikov dovolj, izključno v letu 2020 znašajo 230.000 EUR, saj namerava podjetje investirati v širitev in obnovitev hotelske kuhinje in jedilnice, kar bi pozitivno vplivalo na prihodke iz poslovanja. V finančnem svetu načeloma velja pravilo, da mora biti v projekcijah denarnih tokov višina obnovitvenih investicij v osnovna sredstva enaka višini amortizacije, kar pomeni, da podjetje redno obnavlja opredmetena osnovna sredstva z razlogom, da slednja ne zastarajo.

Kot je razvidno iz projekcij denarnega toka, je prosti denarni tok z izjemo leta 2018 v vseh letih močan in visoko pozitiven, kar je posledica visokega denarnega toka iz poslovanja ter relativno nizkih investicij v opredmetena osnovna sredstva. Kot že omenjeno, je izjema v letu 2018, saj je denarni tok iz investiranja visoko negativen zaradi investicije v nakup hotela, posledično je negativen tudi prosti denarni tok, ki pa je delno financiran z novim posojilom, ki predstavlja priliv znotraj denarnega toka iz financiranja. Investicije v obratna sredstva niso načrtovane, saj je predviden obseg poslovanja na ravni predhodnih let.

Ker je načrtovano, da bo podjetje v predhodnih letih generiralo močan neto denarni tok, bo to pozitivno vplivalo na denarna sredstva, ki so dovolj visoka, da to podjetju ne predstavlja nevarnosti. Poplačila obstoječega dolga v višini 183.000 EUR izhajajo iz naslova glavnice za hipotekarno posojilo, ki je bilo namenjeno nakupu kampa oziroma podjetja, ki ga je imelo v lasti. Poplačila novega dolga so razdeljena na obdobje 10 let, saj je predvideno, da bo podjetje črpalo posojilo v koncu junija 2018, zadnji obrok pa bo v juniju 2028. Mesečni obrok za novo posojilo bo znašal 12.000 EUR. Kot že omenjeno, je neto denarni tok v letu



2020 šibek, medtem ko je v ostalih letih zaznan kot visok, prav tako pa so projekcije narejene na konservativnih predpostavkah izključno zaradi višje varnosti podjetja, ki načrtuje investicijo. Celotna zadolženost je zaradi novega posojila v letu 2018 najvišja, potem pa skozi leta upada. Prav tako velja tudi za kazalnik neto dolg/EBITDA, ki v letu 2018 znaša 4,39, kar je še vedno na sprejemljivih ravneh, v letu 2025 pa je kazalnik že negativen, saj je načrtovano, da bo podjetje imelo več denarnih sredstev kot finančnega dolga.

Če bo podjetje poslovalo v skladu s projekcijami denarnih tokov, novo hipotekarno posojilo ne bo predstavljalo prevelikega bremena podjetju, saj je neto denarni tok v vseh letih pozitiven, prav tako se podjetju višajo denarna sredstva, ki predstavljajo finančno stabilnost in likvidnost podjetja. Ker so projekcije narejene na konservativnih predpostavkah, je tudi predvideno, da bo neto denarni tok v vseh letih močan in pozitiven. Kot že omenjeno, je tudi finančni kazalnik, ki pokaže višino zadolženosti podjetja, na sprejemljivih ravneh. Zgoraj napisano potrjuje drugo hipotezo, ki je postavljena v uvodu magistrskega dela.

## **6 EKONOMSKA OCENA INVESTICIJSKEGA PROJEKTA**

### **6.1 Metode ocenjevanja investicijskih projektov**

Med različnimi investicijami oziroma različnimi opcijami določene investicije je treba narediti izbiro, kjer je priporočljivo, da temelji na metodah ocenjevanja uspešnosti investicijskih projektov. Rentabilnost oziroma donosnost je osnovna mera in kriterij uspešnosti poslovanja danega podjetja, prav tako velja tudi za investicije. Da je odločitev za investicijo olajšana, si podjetniki pomagajo z investicijskimi kriteriji, ki se delijo na statične in dinamične. Statične metode upoštevajo določeno stanje v vlaganju in v rezultatih investicije, medtem ko dinamične metode upoštevajo časovno vrednost denarja in spremljajo tako vlaganje kot poslovne rezultate skozi daljše obdobje, kar pomeni, da upoštevajo čas kot element ocenjevanja donosnosti naložbe (Pučko & Rozman, 2000).

#### **6.1.1 Statična merila investiranja**

Kot že omenjeno, statična merila investiranja ne upoštevajo časovne vrednosti denarja pri izračunu oziroma ocenjevanju uspešnosti investicijskih projektov. Zgodovinsko so se najprej razvile statične metode, ki so tudi bolj enostavne za razumevanje in uporabo v praksi, imajo pa precej slabosti. Prav zaradi teh slabosti so se razvile dinamične metode, ki vedno bolj pridobivajo na pomenu in uporabi (Kosi, Marc & Peljhan, 2004). Med statične investicijske kriterije spadajo doba povračila investicije, donosnost oziroma rentabilnost investicije in skupni donos na enoto investicijskih stroškov. Omenjene metode so za primer investicijske odločitve podjetja Kamp, d. o. o., izračunane in opisane v nadaljevanju.

### 6.1.1.1 Doba povračila investicije

Doba povračila investicije je kazalnik donosnosti, ki pove, v koliko letih se investicija povrne (Pučko & Rozman, 2000). Opredelimo jo lahko tudi kot pričakovano število let, ki je potrebno, da bomo z neto denarnimi pritoki pokrili vse stroške investicije. Omenjena metoda je primerna predvsem za začetno presojo investicije, nima pa lastnosti, da bi bila na podlagi metode izmed vseh možnih investicij izbrana ekonomsko najbolj pravilna (Kosi, Marc & Peljhan, 2004).

Slabosti metode (Kosi, Marc & Peljhan, 2004):

- ne upošteva trajanja osnovnih sredstev,
- ne upošteva različne dinamike vlaganj in donosov,
- ne upošteva donosnosti investicije v celotni življenjski dobi,
- izloča investicije z daljšo dobo vračanja sredstev ne glede na njihovo donosnost.

Prednosti metode (Kosi, Marc & Peljhan, 2004):

- poudarja varnost vrnitve vloženih sredstev in likvidnost.

Pri predpostavki enakih letnih donosov je enačba za izračun prikazana spodaj.

$$\text{Doba vračila investicije} = \text{Vložena sredstva} / \text{letni donos} \quad (9)$$

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., je doba povračila investicije izračunana na način, prikazan na sliki 8.

Slika 8: Izračun dobe povračila investicije

Investicija 1.800.000 EUR		
Leto	Denarni tok (v EUR)	Kumulativni denarni tok (v EUR)
0	187.516	187.516
1	187.516	375.032
2	187.516	562.548
3	209.304	771.852
4	209.304	981.156
5	209.304	1.190.460
6	209.304	1.399.764
7	209.304	1.609.068
8	203.716	<b>1.812.784</b>
9	203.716	2.016.500
10	3.634.651	5.651.151

Vir: Lastno delo.

Doba vračanja je izračunana, ko se višina kumulativnih denarnih tokov izenači z višino investicije. Kot je razvidno iz tabele, znaša doba vračanja 8 let oziroma bolj natančno 7,94 leta, saj kumulativni denarni tok ob koncu osmega leta preseže višino investicije.

### 6.1.1.2 Diskontirana doba povračila investicije

Diskontirana doba povračila investicije je nadgradnja prejšnje metode, saj upošteva časovno vrednost denarja. Zaradi časovne vrednosti denarja je treba vse prihodnje neto denarne tokove oziroma prihodnje donose diskontirati z diskontno stopnjo, saj nam denar v sedanjosti z investiranjem omogoča potencialno možnost zaslужka.

Diskontno stopnjo predstavlja strošek kapitala, ki predstavlja strošek oziroma ceno dolgoročnih in trajnih virov financiranja podjetja. Podjetje zanima predvsem strošek dodatnega kapitala, ki ga potrebuje za realizacijo novih dolgoročnih naložb, in ne strošek že obstoječega kapitala. Kapital podjetja je ločen na lastniški in dolžniški kapital, zato je treba pri izračunu stroškov kapitala določiti strošek vsake od vrst kapitala (Berk in drugi, 2007). V principu bi morala biti uporabljena ciljna struktura financiranja, vendar pa je ta zaradi napovedi prihodnosti težko določena, zato se v praksi večinoma uporablja dejanska struktura financiranja. Izračun in opis diskontne stopnje sta podrobno prikazana pod točko 6.1.2.5.

Kot je razvidno iz slike 9, kumulativni denarni tok preseže višino investicije v 10. letu, vendar je presežek denarnega toka precej višji od višine investicije. Za bolj natančen izračun je treba od višine investicije odšteti kumulativni denarni tok v predzadnjem letu, kar znaša 4.447 EUR, slednji znesek pa je treba deliti z višino denarnega toka v naslednjem oziroma zadnjem letu, kar znaša 0,0012. Diskontirana doba povračila investicije znaša 9,0012 leta (9 let + 0,0012 leta).

Slika 9: Izračun diskontirane dobe povračila investicije

Investicija 1.800.000 EUR				
Leto	Denarni tok (v EUR)	Diskontni faktor	Diskontirani denarni tok (v EUR)	Kumulativni denarni tok (v EUR)
0	187.516	1,000	187.516	187.516
1	187.516	1,026	182.729	370.245
2	187.516	1,053	178.063	548.308
3	209.304	1,081	193.679	741.986
4	209.304	1,109	188.734	930.720
5	209.304	1,138	183.915	1.114.635
6	209.304	1,168	179.220	1.293.855
7	209.304	1,198	174.644	1.468.499
8	203.716	1,230	165.641	1.634.140
9	203.716	1,262	161.412	1.795.553
10	3.634.651	1,295	2.806.355	4.601.908

Vir: Lastno delo.

### 6.1.1.3 Donosnost investicije

Rentabilnost podjetja je opredeljena kot razmerje med čistim dobičkom in vloženimi ali vezanimi sredstvi. V primeru ocenjevanja investicij je upoštevana predvsem donosnost sredstev. Z donosom se razume vsota čistega dobička in amortizacije, kjer ima amortizacija z vidika financiranja isto vlogo kot dobiček. V imenovalcu so upoštevana vsa vložena sredstva, v števcu pa letni donos investicije, ki je izračunan kot razlika med pritoki in odtoki (Pučko & Rozman, 2000). V imenovalcu so po navadi upoštevana vsa povprečna vložena sredstva, kar sem uporabil tudi v magistrskem delu. Enačba za donosnost investicije je prikazana spodaj.

$$R = (\text{Letni donos investicije} / \text{vložena sredstva}) \times 100 \quad (10)$$

Gre torej za odnos med investicijskimi donosi in investicijskimi sredstvi. Če je prisotnih več investicij, se po navadi izbere tista, ki vodi k večji donosnosti. Omenjeni pristop predpostavlja, da je dinamika donosov v vseh letih enaka in da je obdobje donosov enako, omenjeni predpostavki pa sta v realnosti zelo redko izpolnjeni (Pučko & Rozman, 2000).

Slabosti metode (Kosi, Marc & Peljhan, 2004):

- ne upošteva donosov v kasnejšem razdobju,
- ne upošteva celotne investicijske dobe,
- ne upošteva časovne vrednosti denarja.

Omenjeni slabosti sta deloma odpravljene z izračunavanjem povprečne in skupne donosnosti. Skupna donosnost se izračuna kot seštevek vseh donosov v celotnem obdobju, ki so primerjani z vloženimi sredstvi. Pogosto se izračunava tudi povprečna donosnost, ki je enaka skupni donosnosti, deljeni s številom let, ko investicija daje donose (Pučko & Rozman, 2000). Slednji izračun je utemeljen pod točko 6.1.1.4.

V primeru podjetja Kamp, d. o. o., je donosnost po posameznih letih prikazana v sliki 10.

*Slika 10: Donosnost investicije po posameznih letih*

Leto	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Letni donos (v EUR)	171.304	155.104	158.704	182.304	185.904	189.504	193.104	196.704	196.426	199.342	202.258
Vložena sredstva (v EUR)	1.800.000										
<b>Donos investicije</b>	9,5%	8,6%	8,8%	10,1%	10,3%	10,5%	10,7%	10,9%	10,9%	11,1%	11,2%

*Vir: Lastno delo.*

#### *6.1.1.4 Skupni donos na enoto investicijskih stroškov*

Omenjena metoda nam pove, koliko enot donosa lahko podjetje z izvedbo novega projekta doseže na enoto investicijskih stroškov. Skupna donosnost je enaka seštevku donosov investicije v posameznih letih in znaša 112,8 %. Omenjena donosnost je relativno nizka, pri izračunu pa so upoštevani tako tuji kot lastni viri financiranja. Povprečna donosnost oziroma skupni donos na enoto investicijskih stroškov pa je enak skupni donosnosti, deljeni s številom let. Povprečna donosnost v analiziranem primeru znaša 10,26 %, saj sem 112,8 % delil z 11 leti.

#### *6.1.2 Dinamična merila investiranja*

Kot že omenjeno, je slabost statičnih metod za ocenjevanje investicijskih projektov, da ne upoštevajo časovne vrednosti denarja. V dinamični metodi pa se upošteva različna časovna dinamika investicijskih vlaganj, prav tako se upošteva različne življenjske dobe investicij oziroma celotno razdobje investicij (Pučko & Rozman, 2000). Dinamične metode zato temeljijo na diskontiranju denarnega toka, ki je tehnično obraten postopek od obrestno obrestnega računa (Kosi, Marc & Peljhan, 2004). Isti donosi v različnih letih niso enakovredni, saj je donos v prvem letu več vreden kot isti donos v naslednjem letu, saj lahko denar, ki ga dobimo prej, posodimo oziroma investiramo in zanj dobimo obresti (Pučko & Rozman, 2000).

##### *6.1.2.1 Neto sedanja vrednost*

Neto sedanja vrednost je izračunana kot razlika med sedanjo vrednostjo donosov in sedanjo vrednostjo vlaganj. Izračuna se jo s pomočjo diskontne stopnje, ki se izračuna na osnovi alternativnih naložb oziroma na podlagi stroškov financiranja investicije (Kosi, Marc & Peljhan, 2004). V primeru, obravnavanem v magistrskem delu, je investicija financirana tako s tujimi kot lastnimi viri financiranja, zato je bila diskontna stopnja izračunana po metodi tehtanega povprečja stroškov financiranja (ang. Weighted average cost of capital, v nadaljevanju WACC), kjer so bili upoštevani stroški financiranja dolga, zahtevan donos na lastniški kapital ter deleži tujih in lastnih virov v financiranju. V primeru podjetja Kamp, d. o. o., diskontna stopnja tako znaša 2,62 %.

Med investicijskimi projekti se vedno izbere tistega, ki ima najvišjo neto sedanjo vrednost, če je omenjena vrednost negativna, pa se investicijski projekt zavrne. Če so letni donosi enaki, je računanje neto sedanje vrednosti poenostavljeno, saj se lahko uporabijo kumulativni diskontni faktorji (Kosi, Marc & Peljhan, 2004).

Slabosti metode so (Kosi, Marc & Peljhan, 2004):

- metoda ne upošteva ustrezne velikosti investicijskih vlaganj, saj lahko imata alternativna investicijska projekta enaki neto sedanji vrednosti, ki sta po obravnavanem kriteriju enako sprejemljivi, kljub temu da zahtevata različna vlaganja.

Analiza denarnih tokov je delana za obdobje življenjske dobe projekta, kar pomeni, da je v zadnjem letu upoštevana tudi preostala vrednost sredstev, ki so bila kupljena oziroma pridobljena v okviru projekta. V primeru nakupa hotela je neto sedanja vrednost izračunana za obdobje do vključno leta 2028, in sicer za obdobje dospelosti hipotekarnega posojila.

V primeru projekta, analiziranega v magistrskem delu, je za namen izvedbe projekta v začetnem letu načrtovan nakup hotela, zato je v zadnjem letu življenjske dobe projekta v projekcijah dodana knjigovodska vrednost hotela po upoštevanju amortizacije v vseh letih, saj se lastniki lahko odločijo za prodajo hotela. Knjigovodska vrednost hotela v letu 2028 znaša 3.430.935 EUR, slednja vrednost pa je bila diskontirana ter je pozitivno vplivala na neto sedanjo vrednost projekta. Enačba za neto sedanjo vrednost je prikazana spodaj.

$$NSV = \sum_{t=0}^n \frac{D_t - V_t}{(1+r)^t} \quad (11)$$

NSV = neto sedanja vrednost,

$D_t$  = donos v obdobju  $t$ ,

$V_t$  = investicijska vlaganja v obdobju  $t$ ,

$r$  = diskontna stopnja v obdobju,

$t = 0 \dots n$ .

V primeru podjetja neto sedanja vrednost znaša 2.801.908 EUR, kar predstavlja pozitiven znak za podjetje oziroma investitorja.

#### 6.1.2.2 Notranja stopnja donosa

Interna oziroma notranja stopnja donosa temelji na isti osnovi kot neto sedanja vrednost, in sicer je diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost vlaganj in sedanjo vrednost donosov tako, da je neto sedanja vrednost enaka nič. Pri neto sedanji vrednosti je diskontno stopnjo treba predpostaviti, medtem ko je diskontna stopnja pri notranji stopnji donosa ugotovljena. Večja kot je notranja stopnja donosa, bolj uspešno smatramo investicijo v primerjavi z drugimi. V primeru, da je notranja stopnja donosa nižja od obrestne mere brez tveganja, je pametneje denar vložiti v banko kot investirati v projekt (Pučko & Rozman, 2000). Omenjena stopnja predstavlja tudi maksimalni oportunitetni strošek, ki je sprejemljiv za lastnike kapitala (Kosi, Marc & Peljhan, 2004). Enačba za izračun notranje stopnje donosa je prikazana v nadaljevanju.

$$\sum_{t=0}^n \frac{NDT}{(1 + ISD)^t} = 0 \quad (12)$$

NDT = neto denarni tok investicije,

ISD = interna oziroma notranja stopnja donosa.

Slabosti metode so (Kosi, Marc & Peljhan, 2004):

- pri omenjeni metodi je možnih več rezultatov, ko imamo izmenjujoče pozitivne in negativne denarne tokove od investicije,
- v primeru medsebojno izključujočih se projektov, ki se razlikujejo po obsegu in časovni razporeditvi neto denarnih tokov, je notranja stopnja donosa neustrezen kriterij za odločitev,
- metoda predpostavlja možnost reinvestiranja pritokov v višini notranje stopnje donosa, medtem ko metoda neto sedanje vrednosti predpostavlja reinvestiranje v višini stroškov kapitala, kar je bolj realna predpostavka. Zaradi tega dajeta omenjeni metodi pri izbiranju izključujočih se projektov različne rezultate. V slednjem primeru se upošteva metoda neto sedanje vrednosti.

Prednosti metode (Kosi, Marc & Peljhan, 2004):

- omenjena metoda upošteva mejo varnosti projekta,
- je relativni kazalec in je zato bolj priljubljen pri poslovodstvu.

V proučevanem primeru interna stopnja donosa znaša 17,40 %, kar je višje od diskontne stopnje WACC oziroma stroškov financiranja ter pomeni, da se investicija v nakup hotela splača. Če bi bila notranja stopnja donosa nižja od stroškov financiranja, se investicija ne splača. V primeru, da je notranja stopnja donosa enaka stroškom financiranja, je investicija na prelomni točki, vendar slednja v praksi ne bi bila sprejeta (Kosi, Marc & Peljhan, 2004).

Ker je neto sedanja vrednost projekta pozitivna, prav tako pa je notranja stopnja donosa višja od diskontne stopnje, lahko potrdim prvo hipotezo, postavljeno v uvodu magistrskega dela. Investicijski projekt je z vidika podjetja oziroma investitorja ekonomsko upravičen in predstavlja podjetju ob implementaciji možnost povečanja vrednosti v prihodnosti.

### 6.1.2.3 Popravljen notranja stopnja donosa

Popravljen notranja stopnja donosa (ang. Modified internal rate of return, v nadaljevanju MIRR) je kriterij, ki v veliki meri odpravlja pomanjkljivosti kriterijev neto sedanje vrednosti in notranje stopnje donosa. MIRR je diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost investicijskih izdatkov s sedanjo vrednostjo končne vrednosti denarnih pritokov. Končna vrednost denarnih pritokov je izračunana s pomočjo izračuna prihodnje vrednosti denarnih pritokov projekta, pri čemer je stopnja reinvestiranja enaka strošku kapitala podjetja (Berk

in drugi, 2007). Ko je vrednost MIRR večja od WACC, je investicijski projekt sprejemljiv in obratno. Enačba za MIRR je prikazana spodaj.

$$MIRR = \sqrt[n]{(PVD/SVV)} - 1 \quad (13)$$

PVD = prihodnja vrednost donosov,

SVV = sedanja vrednost vlaganj,

n = število obdobj (let).

Popravljen notranja stopnja donosa v proučevanem primeru znaša 11,08 %, kar je nižje od notranje stopnje donosa, ki znaša 17,40 %. Načeloma velja, da notranja stopnja donosa prikaže preveč optimistično stanje, medtem ko popravljen notranja stopnja donosa pokaže bolj realno stanje.

#### 6.1.2.4 Indeks donosnosti

Indeks donosnosti oziroma indeks neto sedanje vrednosti upošteva načelo, da naj bi investicije, ki zahtevajo večja vlaganja, dajale tudi sorazmerno višje donose (Kosi, Marc & Peljhan, 2004). Indeks je primeren takrat, ko imamo na voljo več potencialnih investicij oziroma projektov, in sicer je neto sedanja vrednost v določenem primeru lahko višja od druge najboljše alternative, vendar zahteva tudi višjo investicijo, medtem ko zadnja zahteva nižjo investicijo, vendar ima tudi nižjo neto sedanjo vrednost (Pučko & Rozman, 2000). Enačba za izračun indeksa donosnosti je prikazana spodaj.

$$ID = (SVD / SVV) * 100 \quad (14)$$

ID = indeks donosnosti,

SVD = sedanja vrednost donosov,

SVV = sedanja vrednost vlaganj.

V primeru podjetja sedanja vrednost donosov znaša 4.597.120 EUR, medtem ko sedanja vrednost vlaganj znaša 1.800.000 EUR. Indeks donosnosti v proučevanem primeru znaša 255,40, kar pomeni, da je investicija pozitivna in prinaša dodano vrednost. Če je indeks donosnosti manjši od 100, pomeni, da je sedanja vrednost donosov nižja od sedanje vrednosti vlaganj, kar pomeni, da se investicija ne splača.

#### 6.1.2.5 Diskontna stopnja

Kot že omenjeno, je diskontna stopnja lahko izračunana na podlagi alternativnih naložb oziroma na podlagi stroškov financiranja investicije. Diskontna stopnja je v določeni meri subjektivna, njena izbira pa vpliva na sedanjo vrednost vlaganj in donosov (Pučko & Rozman, 2000). V našem primeru investicije v nakup hotela je diskontna stopnja izračunana po metodi WACC, kjer je upoštevan strošek dolžniškega in lastniškega financiranja. Vsaka



vrsta financiranja ima drugačen pričakovani donos oziroma drugačno ceno, kar predstavlja drugačen strošek za podjetje. Po informacijah lastnikov znaša zahtevan donos na lastniški kapital 5 %. Na drugi strani pa je upoštevan strošek dolžniškega financiranja, in sicer obrestna mera hipotekarnega posojila, pridobljenega pri banki XY. Kot že omenjeno, znaša obrestna mera 2,5 %, delež tujih virov financiranja znaša 80 %, medtem ko preostalih 20 % predstavlja delež v financiranju s strani lastnikov. Enačba za WACC je prikazana spodaj.

$$WACC = (\text{Lastniški delež v financiranju} * \text{Zahtevan donos na lastniški kapital}) + (\text{Delež dolžniškega financiranja} * \text{strošek financiranja dolga}) * (1 - \text{davek na dobiček}) \quad (15)$$

Kot je razvidno iz slike 11, WACC znaša 2,62 %, slednja diskontna stopnja pa je bila uporabljena v metodah ocenjevanja investicijskega projekta. Omenjena diskontna stopnja je precej nizka, saj je zahtevan donos na lastniški kapital relativno nizek, prav tako pa je nizek tudi delež lastniških virov v financiranju. Za izračun WACC-a bi bilo smiselno uporabiti bolj uravnoteženo oz. optimalno lastniško strukturo, s pomočjo katere bi bila izračunana diskontna stopnja višja ter hkrati bolj realna. Zaradi nizke diskontne stopnje WACC je bila pod točko 6.2.2 narejena analiza občutljivosti, ki prikazuje gibanje neto sedanje vrednosti glede na gibanje diskontne stopnje.

*Slika 11: Izračun diskontne stopnje WACC*

Diskontna stopnja	
Zahtevan donos na lastniški kapital	5,0%
Strošek financiranja dolga	2,5%
Delež v financiranju (lastniki)	20,0%
Delež v financiranju (tuji viri - banka)	80,0%
WACC	2,62%

*Vir: Lastno delo.*

## 6.2 Analiza občutljivosti projekta

### 6.2.1 Splošno o obvladovanju tveganj

Pri razvoju projektnega modela oziroma v primeru magistrskega dela pri izdelavi projekcij denarnih tokov je zahtevano, da se določijo predpostavke, ki vplivajo na prihodnjo uspešnost, kar pa predstavlja element nepredvidljivosti in posledično tveganja. Investicijska odločitev je sicer današnja odločitev, vendar se gradi na informacijah o prihodnosti. Prihodnost je negotova, zato je vedno prisotno tveganje, da projekt ne bo prinašal denarnega toka, kot je napovedan v projekcijah. Tveganje pomeni, da določena spremenljivka lahko zavzame različne vrednosti. Če poznamo verjetnosti, s katero spremenljivka zavzame

določene vrednosti, govorimo o tveganju, medtem ko v nasprotnem primeru govorimo o negotovosti. V primeru, da spremenljivka zavzame eno samo vrednost, govorimo o gotovosti. Verjetnost pri investicijah je v večini primerov subjektivna in temelji na poznavanju določenih dejavnosti ali dogodkov. Uspešen zaključek projekta zagotavlja primerno in dosledno upravljanje tveganja. Pristopi, ki zmanjšujejo vpliv tveganja na oceno uspešnosti, so metoda omejenega časovnega horizonta, metoda rizične diskontne stopnje in analiza občutljivosti (Pučko & Rozman, 2000).

Metoda omejenega časovnega horizonta predpostavlja, da se tveganje z oddaljenostjo dogodkov zvišuje. V prvih projiciranih letih so donosi po navadi lažje ocenjeni kot v oddaljenih letih, saj je v gospodarstvu prisotnih zelo veliko dejavnikov, ki povečujejo negotovost in tveganje. Pri slednji metodi je tveganje zmanjšano ob upoštevanju le prvih let investicije, ne pa celotne življenjske dobe (Pučko & Rozman, 2000). Pri metodi rizične diskontne stopnje pa se zaradi varnosti upošteva višja diskontna stopnja, kot je normalna, kar pomeni, da je neto sedanja vrednost v tem primeru nižja od normalne, povečana pa je verjetnost, da bo predvidena uspešnost investicije dosežena. Pri omenjeni metodi nastopi vprašanje, kolikšno naj bo rizično povečanje diskontne stopnje pri posameznih investicijah (Pučko & Rozman, 2000).

Naslednji pristop pa je analiza občutljivosti, ki je bolj podrobno predstavljena v nadaljevanju magistrskega dela, in sicer pod točko 6.2.2.

Orodja, s katerimi si pomagamo zniževati tveganje, namreč pripomorejo pri odpravi negotovosti, ki pa v celoti ni nikoli odpravljena, saj je prihodnost, kot že omenjeno, vedno nepredvidljiva. Prav tako so pomembne tudi izkušnje vodstva, saj je v primeru odstopanja od napovedi zelo pomembno, da se vodstvo prilagodi ter poišče rešitve, ki bi znižale višino odstopanj oziroma približale rezultate poslovanja načrtovanim. Tveganje je sestavni del vsakega investicijskega procesa, prav tako pa tveganje omogoča nadpovprečne donose oziroma dobičke, ki so po navadi višji z višjim tveganjem. Pri tveganju v zvezi z investicijami je treba upoštevati naslednji dve načeli (Senjur, 1993):

- z višjim tveganjem je zahtevan čim krajši rok povrnitve,
- prav tako se z višjim tveganjem zahteva višji donos investicije in obratno.

Iz omenjenih načel sledi ugotovitev, da se z višjo negotovostjo in tveganjem zmanjšuje obseg investicij. Obe načeli za obnašanje v razmerah negotovosti delujeta neugodno na investicije (Senjur, 1993).

### 6.2.2 Analiza občutljivosti

Analiza občutljivosti nam pove, kako različne vrednosti neodvisne spremenljivke vplivajo na določeno odvisno spremenljivko v danem nizu predpostavk. Analiza občutljivosti se sicer pogosto uporablja, ima pa tudi svoje pomanjkljivosti, saj je samostojno tveganje projekta

odvisno od občutljivosti neto sedanje vrednosti na spremembe ključnih spremenljivk, od katerih je odvisna, kakor tudi od verjetnosti nastopa posamezne vrednosti vsake izmed ključnih spremenljivk, česar pa omenjena tehnika ne upošteva (Berk in drugi, 2007). V primeru, da je občutljivost majhna, je tveganje nizko, medtem ko mora biti podjetje pazljivo na tiste dejavnike, ki močno vplivajo na uspešnost oziroma odvisno spremenljivko (Senjur, 1993).

V primeru, obravnavanem v magistrskem delu, nam analiza občutljivosti pokaže vpliv spremembe diskontne stopnje WACC na višino neto sedanje vrednosti, prav tako tudi vpliv znižanja prihodkov ob nespremenjenih odhodkih iz poslovanja na spremembo neto sedanje vrednosti. Kot je razvidno iz tabele 3, je odvisna spremenljivka precej občutljiva na gibanje neodvisne spremenljivke, kar pomeni, da ko se diskontna stopnja WACC povečuje, se višina neto sedanje vrednosti močno znižuje. Z analizo občutljivosti sem ugotovil, na kaj morajo biti lastniki pred investicijo zelo pozorni. Res je, da se v primeru nakupa hotela investicija financira v večini s tujimi viri, zato lahko dvig medbančne obrestne mere Euribor močno vpliva na diskontno stopnjo, kar posledično zniža neto sedanjo vrednost projekta. Pričakovano je, da bo Euribor še nekaj časa negativen, kar pomeni, da je ob ostalih nespremenjenih postavkah velika verjetnost, da bo neto sedanja vrednost zares pozitivna. V primeru, ko je diskontna stopnja enaka 20 %, je neto sedanja vrednost že negativna, kar pomeni, da se investicija ob slednji diskontni stopnji ne splača. Z grafom je prikazano gibanje neto sedanje vrednosti ob spremembi diskontne stopnje WACC. Kot je razvidno iz slike 12, je neto sedanja vrednost precej občutljiva na gibanje diskontne stopnje.

*Tabela 3: Analiza občutljivosti ob spremembi diskontne stopnje*

Leto	FCF (v EUR)	WACC (2,62 %)	Sedanja vrednost (v EUR)	WACC (10 %)	Sedanja vrednost (v EUR)	WACC (20 %)	Sedanja vrednost (v EUR)
0	-1.612.484	1	-1.612.484	1	-1.612.484	1	-1.612.484
1	187.516	0,974	182.729	0,909	170.469	0,833	156.263
2	187.516	0,950	178.063	0,826	154.972	0,694	130.220
3	209.304	0,925	193.679	0,751	157.253	0,579	121.125
4	209.304	0,902	188.734	0,683	142.957	0,482	100.938
5	209.304	0,879	183.915	0,621	129.961	0,402	84.115
6	209.304	0,856	179.220	0,564	118.147	0,335	70.095

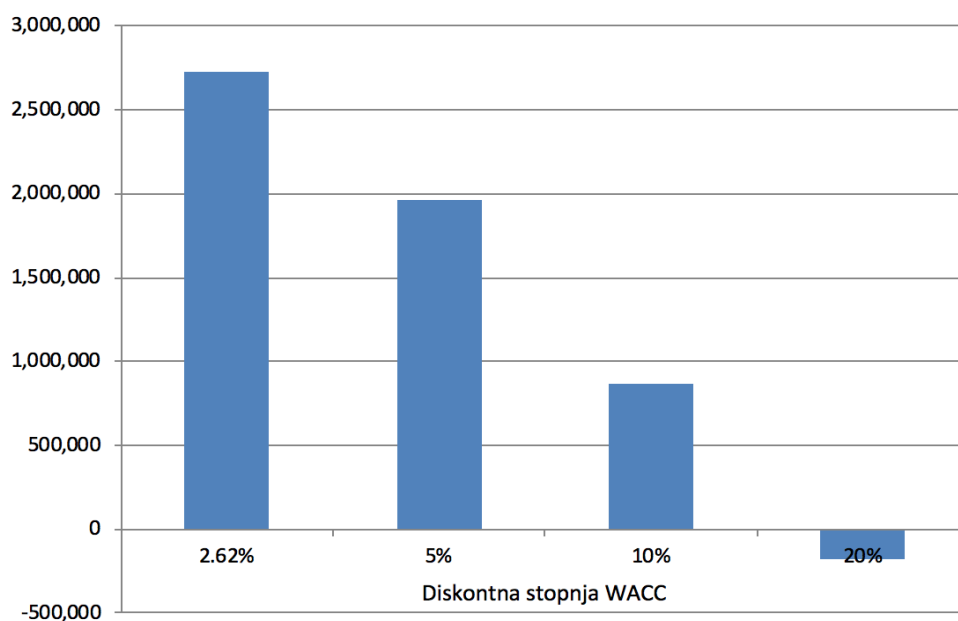
se nadaljuje

Tabela 3: Analiza občutljivosti ob spremembi diskontne stopnje (nad.)

Leto	FCF (v EUR)	WACC (2,62 %)	Sedanja vrednost (v EUR)	WACC (10 %)	Sedanja vrednost (v EUR)	WACC (20 %)	Sedanja vrednost (v EUR)
7	209.304	0,834	174.644	0,513	107.406	0,279	58.413
8	203.716	0,813	165.642	0,467	95.035	0,233	47.378
9	203.716	0,792	161.413	0,424	86.396	0,194	39.482
10	3.634.651	0,772	2.806.355	0,386	1.401.315	0,162	587.016
NSV			2.801.908		951.428		-217.440

Vir: Lastno delo.

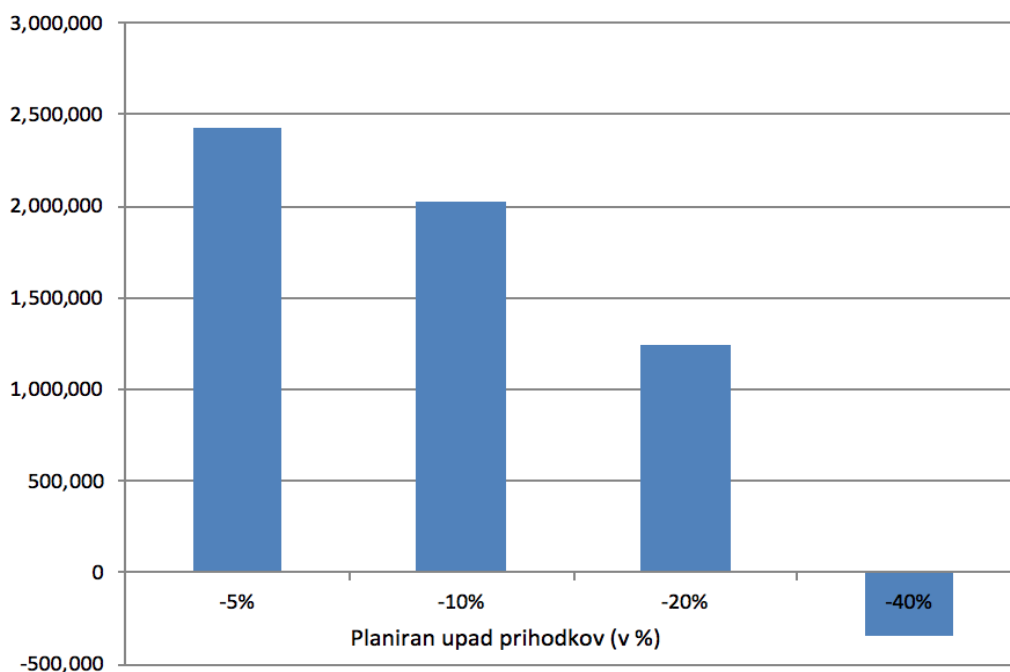
Slika 12: Primerjava neto sedanje vrednosti pri različnih diskontnih stopnjah



Vir: Lastno delo.

Z analizo občutljivosti je prav tako prikazan vpliv upada prihodkov iz poslovanja hotela na neto sedanjo vrednost projekta, in sicer ob konservativni predpostavki, da odhodki iz poslovanja ostanejo na nespremenjenih ravneh. Kot je razvidno iz slike 13, je ob upadu prihodkov iz poslovanja za 20 % neto sedanja vrednost kljub temu pozitivna, medtem ko v primeru upada za 40 % neto sedanja vrednost postane negativna. Dodati je treba, da je analiza precej konservativna, saj so odhodki iz poslovanja kljub upadu prihodkov na nespremenjenih ravneh, kar posledično vpliva na znižanje marž.

Slika 13: Primerjava neto sedanje vrednosti pri različnih predpostavkah upada prihodkov



Vir: Lastno delo.

## SKLEP

Dandanes je gospodarstvo precej nasičeno, zato je pomembno, da podjetje sledi trendom in postane konkurenčno ter dobičkonosno s pomočjo investicij, ki generirajo pozitiven donos oziroma imajo pozitivno neto sedanjo vrednost. Z makroekonomskega vidika so investicije zelo pomemben razvojni dejavnik, saj omogočajo rast in obstoj podjetja na trgu. Če investicije ne bi bile predmet obravnave določenega podjetja, bi to podjetje s časom zastaralo in izgubilo konkurenčne prednosti, kar bi lahko vodilo v propad.

V primeru, opisanem v magistrskem delu, se podjetje Kamp, d. o. o., odloča za investicijo v nakup hotela, ki bi mu prinesel različne ugodnosti, predstavljene v magistrskem delu.

Na začetku magistrskega dela sem postavil dve hipotezi in ju med pisanjem potrdil. Prva oziroma temeljna hipoteza je bila, da je investicijski projekt z vidika podjetja oziroma investitorja ekonomsko upravičen ter podjetju ob implementaciji predstavlja možnost povečanja vrednosti v prihodnosti, kar pomeni, da bo neto sedanja vrednost projekta pozitivna. Kot že omenjeno, je bila slednja hipoteza potrjena, saj sem s pomočjo projekcij denarnih tokov prišel do ugotovitve, da bo podjetje v času dobe trajanja posojila sposobno generirati višje donose v primerjavi z vrednostjo vlaganj oziroma investicij. Pri izdelavi projekcij je bilo treba določiti predpostavke, ki vplivajo na prihodnjo uspešnost projekta, kar pa predstavlja tveganje, saj slednje ne morejo biti popolnoma natančne, ker je prihodnost nepredvidljiva. Poudariti je treba, da za namen izračuna neto sedanje vrednosti in notranje

stopnje donosa poslovanje obstoječega podjetja ni bilo upoštevano, saj je treba pri vrednotenju investicijskih projektov upoštevati zgolj tiste denarne tokove, ki so posledica investicijskega projekta. Poleg pozitivne neto sedanje vrednosti je bila tudi notranja stopnja donosa višja od relevantne diskontne stopnje WACC, kar pomeni, da je investicija smiselna in podprta s strani obeh kazalnikov.

Zatem je sledila tudi analiza občutljivosti, ki pokaže, kako različne vrednosti neodvisne spremenljivke vplivajo na določeno odvisno spremenljivko v danem nizu predpostavk. S to analizo je bilo ugotovljeno, da mora biti podjetje pozorno na diskontno stopnjo, ki ima precejšen vpliv na neto sedanjo vrednost. Podjetje za namen investicije naproša za posojilo z variabilno obrestno mero pri banki XY, kar pomeni, da lahko sprememba medbančne obrestne mere Euribor negativno vpliva na diskontno stopnjo WACC, saj podjetje namerava investicijo v večinskem deležu financirati s tujimi viri.

Druga hipoteza se je nanašala na vprašanje, ali je podjetje kreditno sposobno, kar pomeni, da bo sposobno odplačati novo dolgoročno posojilo, pridobljeno banke od XY, oziroma da to posojilo podjetju ne bo predstavljalo prevelikega bremena. Omenjena hipoteza je bila prav tako potrjena, saj so projekcije denarnih tokov pokazale, da bo podjetje v vsakem letu generiralo pozitiven neto denarni tok. Ob pridobitvi posojila bo finančna zadolženost podjetja na precej visoki ravni, slednja pa se bo skozi leta zaradi visoke dobičkonosnosti hitro zniževala, saj se podjetje ne namerava dodatno zadolževati. Poudariti je treba, da so bile projekcije narejene na ravni celotnega podjetja, in sicer je bilo upoštevano tekoče poslovanje podjetja Kamp, d. o. o., prav tako pa so bili upoštevani tudi denarni tokovi, ki bodo posledica investicijskega projekta, bolj natančno nakupa hotela.

Zaključim lahko, da je investicija v nakup hotela za podjetje Kamp, d. o. o., smiselna, prav tako pa prinaša dodatne ugodnosti, ki so bile natančno predstavljene v magistrskem delu. Kljub kakovostno pridobljenim podatkom s strani lastnikov podjetja je treba poudariti, da izračuni temeljijo na predpostavkah, ki vplivajo na prihodnjo uspešnost projekta, kar pomeni, da je zaradi nepredvidljive prihodnosti prisotno tveganje.

Sklepam, da bo magistrsko delo vodstvu podjetja pomagalo pri odločitvi za financiranje investicijskega projekta, kar je tudi primarni namen magistrskega dela.

## LITERATURA IN VIRI

1. Avtokampi.si. (brez datuma). *Domača stran*. Pridobljeno 8. maja 2018 iz <http://www.avtokampi.si>
2. Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P., Deželan, S., Krajnović, K. E., Valentinčič, A. & Groznik, P. (2007). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance* (3rd ed.). Harlow: Global ed. Pearson.
4. Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaeffer, S. (2010). *Economics of Strategy* (5th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

5. Brigham, F. E. & Daves, R. P. (2004). *Intermediate financial management*. Mason: South Western Thompson Learning.
6. Brigham, F. E. & Ehrhardt, C. M. (2008). *Financial management: theory and practice*. Mason: South Western.
7. Čadež, S. (2013). *Temelji poslovnega računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset* (3<sup>rd</sup> ed.). New York: John Wiley & Sons.
9. Dernovšek, I. (2018, 5. februar). Ob visoki gospodarski rasti je še naprej nujna previdnost. *Dnevnik*. Pridobljeno 5. aprila 2018 iz <https://www.dnevnik.si/1042803068>
10. Gojkošek, M. (2017, 5. december). *Leto 2018: Turizem v smeri novih rekordov*. Pridobljeno 3. marca 2018 iz <https://krog.sta.si/2455594/leto-2018-turizem-v-smeri-novih-rekordov>
11. Hotel B. (brez datuma). *Domača stran*. Pridobljeno 10. aprila 2018 s spletne strani Hotela B.
12. Hotel, d. o. o. (2018a). *Izkaz poslovnega izida podjetja Hotel, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017*. Ljubljana: Hotel, d. o. o.
13. Hotel, d. o. o. (2018b). *Bilanca stanja podjetja Hotel, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017*. Ljubljana: Hotel, d. o. o.
14. Hotel, d. o. o. (brez datuma). *Domača stran*. Pridobljeno 8. aprila 2018 s spletne strani podjetja Hotel, d. o. o.
15. Hoteli Bernardin, d. d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Portorož: Hoteli Bernardin, d. o. o.
16. Kamp, d. o. o. (2018a). *Izkaz poslovnega izida podjetja Kamp, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017*. Ljubljana: Kamp, d. o. o.
17. Kamp, d. o. o. (2018b). *Izkaz poslovnega izida podjetja Kamp, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017*. Ljubljana: Kamp, d. o. o.
18. Kosi, U., Marc, M. & Peljhan, D. (2004). *Ekonomika podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Koželj, S. (brez datuma). *Kratkoročne aktivne časovne razmejitve*. Pridobljeno 19. aprila 2018 iz <http://www.zvezarfr.si/produkti/revija-iks/revija-iks-1/14/kratkorocne-aktivne-casovne-razmejitve>
20. Marc, M., Tekavčič, M. & Ponikvar, N. (2017). *Gradivo za delavnico pri predmetu Ekonomika projektov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Mlakar, L. (2018, 4. april). *Obetavni trendi v turizmu: število gostov v Ljubljani in na Bledu narašča*. Pridobljeno 3. maja 2018 iz <https://siol.net/trendi/potovanja/obetavni-trendi-v-turizmu-stevilo-gostov-v-ljubljani-in-na-bledu-narasca-video-465834>
22. Peljhan, D. & Marc, M. (2004). *Ekonomika podjetja 2*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
23. Porter, M. (1980). *Competitive strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.
24. Potočnik, V. (2001). *Trgovinsko poslovanje*. Novo mesto: Visoka šola za upravljanje in poslovanje.
25. Pučko, D. & Rozman, R. (2000). *Ekonomika podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

26. Pučko, D. (2005). *Analiza in načrtovanje poslovanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Saunders, A. (2000). *Financial Institutions Management – a modern perspective* (3<sup>rd</sup> ed.). Boston: Irwin/Mcgraw-Hill.
28. Senjur, M. (1993). *Gospodarska rast in razvojna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Slovenska turistična organizacija. (2018a, 3. junij). *Slovenija globalna pionirka pri zagotavljanju kakovosti na področju glampinga*. Pridobljeno 1. novembra 2018 iz <https://www.slovenia.info/sl/novinarsko-sredisce/novice/8545-slovenija-globalna-pionirka-pri-zagotavljanju-kakovosti-na-podrocju-glampinga>
30. Slovenska turistična organizacija. (2018b). *Slovenski turizem v 25 letih*. Pridobljeno 6. marca 2018 iz <https://www.slovenia.info/sl/poslovne-strani/o-sto/25-let-turizma>
31. Slovenska turistična organizacija. (2018c). *Turizem v številkah*. Pridobljeno 3. februarja 2018 iz <https://www.slovenia.info/sl/poslovne-strani/raziskave-in-analize>
32. Sodja, A. & Ahačič, M. (2016, 5. junij). *Večinoma dobri gostje*. Pridobljeno 9. maja 2018 iz <http://www.gorenjskiglas.si/apps/pbcs.dll/article?AID=/20160610/C/160619993&template=printart>
33. STA. (2009, 14. avgust). Največ podjetij propade zaradi slabih investicijskih odločitev. *Finance*. Pridobljeno 7. aprila 2018 iz <https://www.finance.si/255035>
34. STO Slovenija. (2017). *Turizem v številkah 2016*. Ljubljana: STO Slovenija.
35. SURS. (2017, 12. december). *V celem letu 2017 so turisti pri nas prenočili skoraj 12-milijonkrat*. Pridobljeno 16. marca 2018 iz <http://www.stat.si/StatWeb/News/Index/7265>
36. SURS. (2017a). *Ekonomski vidik turizma*. Pridobljeno 1. februarja 2018 iz <http://www.stat.si/StatWeb/Field/Index/24/42>
37. SURS. (2017b). *Povsod je lepo, Turisti in turizem v številkah*. Ljubljana: SURS.
38. SURS. (2017c). *Statopis, Statistični pregled Slovenije 2017*. Ljubljana: SURS.
39. SURS. (2018, 30. marec). *V januarju 2018 skoraj 686.000 turističnih prenočitev*. Pridobljeno 16. aprila 2018 iz <https://www.stat.si/StatWeb/News/Index/7336>
40. Šimonka, S. (2016, 6. junij). *Kako ugotoviti ali je podjetje sposobno najeti posojilo*. Pridobljeno 14. aprila 2018 iz <https://bankazapodjetnike.si/novice/podjetniske-finance/kako-ugotoviti-ali-je-podjetje-sposobno-najeti-posojilo/>
41. Vozel, A. (2018, 3. april). *Finančna analiza podjetja: Denarni tokovi v podjetju*. Ljubljana: Združenje bank Slovenije.
42. Zaman, M., Hočevnar, M. & Igličar, A. (2007). *Temelji računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.



## **PRILOGE**



## Priloga 1: Izkaz poslovnega izida podjetja Hotel, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017

Tabela 1: Izkaz poslovnega izida podjetja Hotel, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017

Izkaz poslovnega izida za podjetje Hotel d.o.o.	1/1/2017 - 31/12/2017	1/1/2016 - 31/12/2016	1/1/2015 - 31/12/2015
A. ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	894.493	721.363	709.600
E. Drugi poslovni prihodki	44.590		
F. KOSMATI DONOS OD POSLOVANJA	939.083	721.363	709.600
G. POSLOVNI ODHODKI	793.697	699.228	619.112
I. Stroški blaga, materiala in storitev	368.890	310.601	263.600
1) Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	86.289	63.752	
2) Stroški porabljenega materiala	86.289	60.313	124.688
3) Stroški storitev	196.312	186.536	138.912
II. Stroški dela	282.520	224.477	205.036
III. Odpisi vrednosti	119.724	119.959	129.061
IV. Drugi poslovni odhodki	22.563	44.191	21.415
H. DOBIČEK IZ POSLOVANJA	145.386	22.134	90.488
I. IZGUBA IZ POSLOVANJA			
J. FINANČNI PRIHODKI		3	
I) Finančni prihodki iz deležev		3	
II. Finančni prihodki iz danih posojil			
III. Finančni prihodki iz poslovnih terjatev			
K. FINANČNI ODHODKI	412.253	230.617	248.748
I. Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb		20.896	
II. Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	408.206	206.697	247.776
III. Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	4.047	3.023	972
L. Drugi prihodki	8.400	9.048	6.299
M. Drugi odhodki	176	231	3.482
N. CELOTNI DOBIČEK			
O. CELOTNA IZGUBA	258.642	199.662	155.443
P. Davek iz dobička			
R. Odloženi davki			
S. ČISTI DOBIČEK OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	0	0	0
Š. ČISTA IZGUBA OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	258.642	199.662	155.443

Vir: Hotel, d. o. o. (2018a).

## Priloga 2: Bilanca stanja podjetja Hotel, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017

Tabela 2: Bilanca stanja podjetja Hotel, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017

Bilanca stanja podjetja Hotel d.o.o.	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
<b>SREDSTVA</b>	5.894.691	6.028.903	6.134.848
<b>A) DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	5.560.945	5.880.878	5.996.482
I. Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve	141		
II. Opredmetena osnovna sredstva	5.560.804	5.675.469	5.791.800
1. Zemljišča			
2. Zgradbe	5.374.907	5.549.805	5.614.050
2. Proizvajalne naprave in stroji	126.929	124.668	174.443
3. Druge naprave in oprema	58.968	997	2.589
4. Opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi			
5. Predujmi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev			
III. Naložbene nepremičnine		205.410	205.410
IV. Dolgoročne finančne naložbe			
V. Dolgoročne poslovne terjatve			
VI. Odložene terjatve za davek			
<b>B) KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	333.746	146.894	138.306
I. Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo			
II. Zaloge	6.115	10.513	15.864
1. Material			
2. Nedokončana proizvodnja			
3. Proizvodi			
4. Trgovsko blago	6.115	10.259	12.164
5. Predujmi za zaloge		253	3.700
III. Kratkoročne finančne naložbe	175.600		
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	118.408	86.417	73.863
V. Denarna sredstva	33.623	49.965	48.579
<b>C) KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>		1.131	60
Zunajbilančna sredstva			
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	5.894.691	6.028.903	6.134.848
<b>A) KAPITAL</b>	-1.820.386	-1.561.743	-1.362.081
I. Vpoklicani kapital	11.194	11.194	11.194
II. Kapitalske rezerve	19.863	19.863	19.864
III. Rezerve iz dobička	22.407	22.407	22.407
IV. Revalorizacijske rezerve			
V. Preneseni čisti dobiček			
VI. Prenesena čista izguba	-1.615.207	-1.415.545	-1.260.103
VII. Čisti dobiček poslovnega leta			
VIII. Čista izguba poslovnega leta	-258.642	-199.662	-155.443
<b>B) REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>			
<b>C) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	5.082.200	5.061.456	5.019.509
I. Dolgoročne finančne obveznosti	5.082.200	5.061.456	5.019.509
II. Dolgoročne poslovne obveznosti			
III. Odložene obveznosti za davek			
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	2.632.876	2.529.190	2.476.229
I. Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev			
II. Kratkoročne finančne obveznosti	1.016.626	1.018.646	1.063.493
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	1.616.251	1.510.545	1.412.736
<b>E) KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>			1.919
Zunajbilančne obveznosti			

Vir: Hotel, d. o. o. (2018b).

### Priloga 3: Izkaz poslovnega izida podjetja Kamp, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017

Tabela 3: Izkaz poslovnega izida podjetja Kamp, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017

Izkaz poslovnega izida za podjetje Kamp d.o.o.	1/1/2017 - 30/09/2017	1/1/2016 - 31/12/2016	1/1/2015 - 31/12/2015
A. ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	1.368.095	905.051	791.220
E. Drugi poslovni prihodki	2.000	977	0
F. KOSMATI DONOS OD POSLOVANJA	1.370.095	906.028	791.220
G. POSLOVNI ODHODKI	814.212	857.533	771.367
I. Stroški blaga, materiala in storitev	697.544	749.881	723.499
1) Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	154.539	115.927	100.870
2) Stroški porabljenega materiala	86.532	53.956	45.597
3) Stroški storitev	456.473	579.997	577.032
II. Stroški dela	85.796	83.309	24.355
III. Odpisi vrednosti	7.835	9.870	6.009
IV. Drugi poslovni odhodki	23.037	14.474	17.504
H. DOBIČEK IZ POSLOVANJA	555.883	48.496	19.853
I. IZGUBA IZ POSLOVANJA	0	0	0
J. FINANČNI PRIHODKI	1	8	6
I) Finančni prihodki iz deležev	0	0	0
II. Finančni prihodki iz danih posojil	0	0	0
III. Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	1	8	6
K. FINANČNI ODHODKI	33.034	2	427
I. Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	0	0	0
II. Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	33.034	0	423
III. Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	0	2	4
L. Drugi prihodki	1	1	1.466
M. Drugi odhodki	0	1.001	1.000
N. CELOTNI DOBIČEK	522.851	47.501	19.898
O. CELOTNA IZGUBA	0	0	0
P. Davek iz dobička	0	7.698	1.589
R. Odloženi davki	0	0	0
S. ČISTI DOBIČEK OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	522.851	39.803	18.309
Š. ČISTA IZGUBA OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	0	0	0

Vir: Kamp, d. o. o. (2018a).

## Priloga 4: Bilanca stanja podjetja Kamp, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017

Tabela 4: Bilanca stanja podjetja Kamp, d. o. o., za leta 2015, 2016 in 2017

<b>Bilanca stanja podjetja Kamp d.o.o.</b>	<b>30/09/2017</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2015</b>
<b>SREDSTVA</b>	<b>2.955.673</b>	<b>121.628</b>	<b>100.082</b>
<b>A) DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	<b>2.627.166</b>	<b>33.321</b>	<b>38.267</b>
I. Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve	1.275	1.912	2.763
II. Opredmetena osnovna sredstva	25.891	31.408	35.504
1. Zemljišča	0	0	0
2. Zgradbe	0	0	0
2. Proizvajalne naprave in stroji	0	0	0
3. Druge naprave in oprema	25.891	31.408	35.504
4. Opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi	0	0	0
5. Predujmi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	0	0	0
III. Naložbene nepremičnine	0	0	0
IV. Dolgoročne finančne naložbe	2.600.000	0	0
V. Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	0
VI. Odložene terjatve za davek	0	0	0
<b>B) KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	<b>328.315</b>	<b>88.003</b>	<b>61.224</b>
I. Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	0	0	0
II. Zaloge	1.871	2.026	6.554
1. Material	0	0	0
2. Nedokončana proizvodnja	0	0	0
3. Proizvodi	0	0	0
4. Trgovsko blago	1.871	2.026	6.554
5. Predujmi za zaloge	0	0	0
III. Kratkoročne finančne naložbe	0	0	30.000
IV. Kratkoročne poslovne terjatve	21.622	20.731	10.805
V. Denarna sredstva	304.823	65.247	13.865
<b>C) KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>193</b>	<b>304</b>	<b>591</b>
Zunajbilančna sredstva	0	0	0
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>2.955.673</b>	<b>121.628</b>	<b>100.082</b>
<b>A) KAPITAL</b>	<b>591.590</b>	<b>68.739</b>	<b>28.936</b>
I. Vpoklicani kapital	7.500	7.500	7.500
II. Kapitalske rezerve	0	0	0
III. Rezerve iz dobička	0	0	0
IV. Revalorizacijske rezerve	0	0	0
V. Preneseni čisti dobiček	61.239	21.436	3.127
VI. Prenesena čista izguba	0	0	0
VII. Čisti dobiček poslovnega leta	522.851	39.803	18.309
VIII. Čista izguba poslovnega leta	0	0	0
<b>B) REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PASIVNE ČASOVNE RA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>2.236.667</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
I. Dolgoročne finančne obveznosti	2.236.667	0	0
II. Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0
III. Odložene obveznosti za davek	0	0	0
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>123.231</b>	<b>52.889</b>	<b>71.146</b>
I. Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0	0
II. Kratkoročne finančne obveznosti	80.698	698	698
III. Kratkoročne poslovne obveznosti	42.533	52.191	70.448
<b>E) KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>4.186</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Zunajbilančne obveznosti	0	0	0

Vir: Kamp, d. o. o. (2018b).

**Priloga 5: Denarni tok podjetja Hotel, d. o. o., v obdobju od 31. 12. 2016 do 31. 12. 2017**

*Tabela 5: Denarni tok podjetja Hotel, d. o. o., v obdobju od 31. 12. 2016 do 31. 12. 2017*

	<b>(v Eur)</b>	
<b>Hotel d.o.o.</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Neto dobiček	-199.662	-258.642
Amortizacija	119.959	119.723
<b>Bruto denarni tok</b>	<b>-79.703</b>	<b>-138.919</b>
Sprememba obratnega kapitala	90.607	78.112
<b>Denarni tok iz poslovanja</b>	<b>10.903</b>	<b>-60.807</b>
CAPEX	3.627	5.200
Sprememba v opredmetenih in neopredmetenih osnovnih sredstvih	-116.331	-114.523
Amortizacija	119.959	119.723
<b>Denarni tok iz investiranja</b>	<b>-3.627</b>	<b>-5.200</b>
Dividende / drugi odlivi kapitala	0	0
<b>Denarni tok s strani lastnikov</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Sprememba kratkoročnih finančnih obveznosti	-44.847	-2.020
Sprememba dolgoročnih finančnih obveznosti	41.947	20.745
<b>Denarni tok iz financiranja</b>	<b>-2.900</b>	<b>18.725</b>
Sprememba v kratkoročnih zadržanih stroških	-1.071	1.131
Sprememba v naložbenih nepremičninah	0	205.410
Sprememba v kratkoročnih in dolgoročnih finančnih naložbah	0	-175.600
Sprememba v dolgoročnih poslovnih terjatvah	0	0
Sprememba v odloženih terjatvah za davek	0	0
Sprememba v kratkoročnih sredstvih namenjenih za prodajo	0	0
Sprememba v prevrednotenju kapitala	0	0
Sprememba v rezervacijah	0	0
Sprememba v dolgoročnih poslovnih obveznostih	0	0
Sprememba v odloženih obveznostih za davek	0	0
Sprememba v kratkoročnih PČR	-1.919	0
<b>Denarni tok iz drugih aktivnosti</b>	<b>-2.989</b>	<b>30.940</b>
	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>NETO DENARNI TOK</b>	<b>1.386</b>	<b>-16.342</b>
Denar na začetku leta	<b>48.579</b>	<b>49.965</b>
<b>Denar na koncu leta</b>	<b>49.965</b>	<b>33.623</b>

*Vir: Lastno delo.*

**Priloga 6: Denarni tok podjetja Kamp, d. o. o., v obdobju od 31. 12. 2016 do 30. 9. 2017**

*Tabela 6: Denarni tok podjetja Kamp, d. o. o. v obdobju od 31. 12. 2016 do 30. 9. 2017*

<b>(v Eur)</b>		
<b>Kamp d.o.o.</b>	<b>2016</b>	<b>30/09/2017</b>
Neto dobiček	39.803	522.851
Amortizacija	9.870	7.835
<b>Bruto denarni tok</b>	<b>49.673</b>	<b>530.686</b>
Sprememba obratnega kapitala	-23.654	-10.393
<b>Denarni tok iz poslovanja</b>	<b>26.018</b>	<b>520.293</b>
CAPEX	4.924	1.680
Sprememba v opredmetenih in neopredmetenih osnovnih sredstvih	-4.946	-6.155
Amortizacija	9.870	7.835
<b>Denarni tok iz investiranja</b>	<b>-4.924</b>	<b>-1.680</b>
Dividende / drugi odlivi kapitala	0	0
<b>Denarni tok s strani lastnikov</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Sprememba kratkoročnih finančnih obveznosti	0	80.000
Sprememba dolgoročnih finančnih obveznosti	0	2.236.667
<b>Denarni tok iz financiranja</b>	<b>0</b>	<b>2.316.667</b>
Sprememba v kratkoročnih zadržanih stroških	287	111
Sprememba v naložbenih nepremičninah	0	0
Sprememba v kratkoročnih in dolgoročnih finančnih naložbah	30.000	-2.600.000
Sprememba v dolgoročnih poslovnih terjatvah	0	0
Sprememba v odloženih terjatvah za davek	0	0
Sprememba v kratkoročnih sredstvih namenjenih za prodajo	0	0
Sprememba v prevrednotenju kapitala	0	0
Sprememba v rezervacijah	0	0
Sprememba v dolgoročnih poslovnih obveznostih	0	0
Sprememba v odloženih obveznostih za davek	0	0
Sprememba v kratkoročnih PČR	0	4.186
<b>Denarni tok iz drugih aktivnosti</b>	<b>30.287</b>	<b>-2.595.703</b>
	<b>2016</b>	<b>30/09/2017</b>
<b>NETO DENARNI TOK</b>	<b>51.382</b>	<b>239.576</b>
Denar na začetku leta	13.865	65.247
<b>Denar na koncu leta</b>	<b>65.247</b>	<b>304.823</b>

*Vir: Lastno delo.*



## Priloga 7: Projekcije denarnih tokov za podjetje Kamp, d. o. o., ob nakupu hotela

Tabela 7: Projekcije denarnih tokov za podjetje Kamp, d. o. o., ob nakupu hotela

Leto	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
V EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Prihodki iz obstoječega poslovanja	990.000	891.000	941.000	941.000	941.000	941.000	941.000	941.000	941.000	941.000	941.000	941.000
Prihodki iz poslovanja iz naslova prevzetega hotela	967.455	773.964	773.964	773.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964
Celotni prihodki iz poslovanja	1.957.455	1.664.964	1.714.964	1.714.964	1.774.964	1.774.964	1.774.964	1.774.964	1.774.964	1.774.964	1.774.964	1.774.964
% rast prihodkov iz poslovanja		-14,94%	3,0%	0,0%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stroški blaga, materiala in storitev (Kamp)	297.000	267.300	282.300	282.300	282.300	282.300	282.300	282.300	282.300	282.300	282.300	282.300
Stroški blaga, materiala in storitev (HOTEL)	263.355	263.355	263.355	263.355	283.355	283.355	283.355	283.355	283.355	283.355	283.355	283.355
Stroški dela (Kamp)	49.500	44.550	47.050	47.050	47.050	47.050	47.050	47.050	47.050	47.050	47.050	47.050
Stroški dela (HOTEL)	251.305	291.305	291.305	291.305	311.305	311.305	311.305	311.305	311.305	311.305	311.305	311.305
Drugi odhodki iz poslovanja (Kamp)	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Drugi odhodki v poslovanju (Predvidena dodatna najemina za najem zemljišč od nadškofije Ljubljana -kamp)									50.000	50.000	50.000	50.000
Drugi odhodki iz poslovanja (HOTEL)	24.340	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
Amortizacija (Kamp)	15.000	30.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Amortizacija (HOTEL)	119.929	179.894	179.894	179.894	219.894	219.894	219.894	219.894	219.894	179.894	179.894	179.894
Celotni odhodki iz poslovanja	1.035.429	1.121.404	1.143.904	1.143.904	1.223.904	1.223.904	1.223.904	1.223.904	1.273.904	1.233.904	1.233.904	1.233.904
EBIT	922.026	543.560	571.060	571.060	551.060	551.060	551.060	551.060	501.060	541.060	541.060	541.060
EBIT marža	47,10%	32,65%	33,30%	33,30%	31,05%	31,05%	31,05%	31,05%	28,23%	30,48%	30,48%	30,48%
EBITDA	1.056.955	753.454	785.954	785.954	805.954	805.954	805.954	805.954	755.954	755.954	755.954	755.954
EBITDA marža	54,0%	45,3%	45,8%	45,8%	45,4%	45,4%	45,4%	45,4%	42,6%	42,6%	42,6%	42,6%
Finančni odhodki (Kamp)	70.000	70.000	70.000	63.000	56.000	49.000	42.000	35.000	28.000	21.000	14.000	7.000
Finančni odhodki (HOTEL)	0	18.000	34.200	30.600	27.000	23.400	19.800	16.200	12.600	9.000	5.400	1.800
Dobiček / izguba pred davki	852.026	455.560	466.860	477.460	468.060	478.660	489.260	499.860	460.460	511.060	521.660	532.260
Davek na dobiček	161.885	86.556	88.703	90.717	88.931	90.945	92.959	94.973	87.487	97.101	99.115	101.129
Čisti dobiček / izguba	690.141	369.004	378.157	386.743	379.129	387.715	396.301	404.887	372.973	413.959	422.545	431.131
Marža čistega dobička	35,3%	22,2%	22,1%	22,6%	21,4%	21,8%	22,3%	22,8%	21,0%	23,3%	23,8%	24,3%
<b>Total - Denarni tok iz poslovanja</b>	<b>825.070</b>	<b>578.898</b>	<b>593.051</b>	<b>601.637</b>	<b>634.023</b>	<b>642.609</b>	<b>651.195</b>	<b>659.781</b>	<b>627.867</b>	<b>628.853</b>	<b>637.439</b>	<b>646.025</b>
Neto CAPEX (brez DDV)		-1.800.000										
Druge investicije / dezinvesticije (Kamp)	-50.000	-90.000	-90.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000
Druge investicije / dezinvesticije (HOTEL)		-30.000	-30.000	-230.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000
<b>Total - Denarni tok iz investiranja</b>	<b>-50.000</b>	<b>-1.920.000</b>	<b>-120.000</b>	<b>-250.000</b>	<b>-50.000</b>	<b>-50.000</b>	<b>-50.000</b>	<b>-50.000</b>	<b>-50.000</b>	<b>-50.000</b>	<b>-50.000</b>	<b>-50.000</b>
<b>SUM - Denarni tok iz poslovanja in investiranja</b>	<b>775.070</b>	<b>-1.341.102</b>	<b>473.051</b>	<b>351.637</b>	<b>584.023</b>	<b>592.609</b>	<b>601.195</b>	<b>609.781</b>	<b>577.867</b>	<b>578.853</b>	<b>587.439</b>	<b>596.025</b>
Poplačila dolga (obstoječi dolg)	-183.333	-183.000	-183.000	-183.000	-183.000	-183.000	-183.000	-183.000	-183.000	-183.000	-183.000	-183.000
Poplačila dolga (novi dolg)		-72.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-72.000
Nove zadolžitve		1.440.000										
Sredstva s strani lastnikov		360.000										
Spremembe v finančnih naložbah												
Denar namenjen za dividende												
<b>Prosti denarni tok</b>	<b>775.070</b>	<b>-1.341.102</b>	<b>473.051</b>	<b>351.637</b>	<b>584.023</b>	<b>592.609</b>	<b>601.195</b>	<b>609.781</b>	<b>577.867</b>	<b>578.853</b>	<b>587.439</b>	<b>596.025</b>
<b>Total - Denarni tok iz financiranja</b>	<b>-183.333</b>	<b>1.545.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-327.000</b>	<b>-255.000</b>
<b>TOTAL - Neto denarni tok</b>	<b>591.737</b>	<b>203.898</b>	<b>146.051</b>	<b>24.637</b>	<b>257.023</b>	<b>265.609</b>	<b>274.195</b>	<b>282.781</b>	<b>250.867</b>	<b>251.853</b>	<b>260.439</b>	<b>341.025</b>
Celotna zadolženost	2.316.667	3.501.667	3.174.667	2.847.667	2.520.667	2.193.667	1.866.667	1.539.667	1.212.667	885.667	558.667	303.667
Denarna sredstva	351.324	195.222	341.272	365.909	622.931	888.540	1.162.735	1.445.515	1.696.382	1.948.234	2.208.673	2.549.698
Neto dolg / EBITDA	1,86	4,39	3,61	3,16	2,35	1,62	0,87	0,12	-0,64	-1,41	-2,18	-2,97
Debt service (obresti + glavnica)	253.333	343.000	431.200	420.600	410.000	399.400	388.800	378.200	367.600	357.000	346.400	263.800

Vir: Lastno delo.

## Priloga 8: Projekcije prostega denarnega toka zgolj iz naslova poslovanja hotela

Tabela 8: Projekcije prostega denarnega toka zgolj iz naslova poslovanja hotela

Leto	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
V EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<i>Prihodki iz poslovanja iz naslova prevzetega hotela</i>	967.455	773.964	773.964	773.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964
Celotni prihodki iz poslovanja	967.455	773.964	773.964	773.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964	833.964
% rast prihodkov iz poslovanja		-20,00%	0,0%	0,0%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Stroški blaga, materiala in storitev (HOTEL)</i>	263.355	263.355	263.355	263.355	283.355	283.355	283.355	283.355	283.355	283.355	283.355	283.355
<i>Stroški dela (HOTEL)</i>	251.305	291.305	291.305	291.305	311.305	311.305	311.305	311.305	311.305	311.305	311.305	311.305
<i>Drugi odhodki iz poslovanja (HOTEL)</i>	24.340	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
<i>Amortizacija (HOTEL)</i>	119.929	179.894	179.894	179.894	219.894	219.894	219.894	219.894	219.894	179.894	179.894	179.894
Celotni odhodki iz poslovanja	658.929	764.554	764.554	764.554	844.554	844.554	844.554	844.554	844.554	804.554	804.554	804.554
EBIT	308.526	9.410	9.410	9.410	-10.590	-10.590	-10.590	-10.590	-10.590	29.410	29.410	29.410
NOPAT (EBIT x (1-t))	249.906	7.622	7.622	7.622	-10.590	-10.590	-10.590	-10.590	-10.590	23.822	23.822	23.822
Denarni tok iz poslovanja po davkih (After-tax operating CF)	369.835	187.516	187.516	187.516	209.304	209.304	209.304	209.304	209.304	203.716	203.716	203.716
Denarni tok iz investiranja - Neto CAPEX (brez DDV)		-1.800.000										
Denarni tok iz financiranja		1.728.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-144.000	-72.000
<b>Knjigovodska vrednost hotela</b>	5.549.804	5.429.875	5.249.981	5.070.087	4.890.193	4.670.299	4.450.405	4.230.511	4.010.617	3.790.723	3.610.829	3.430.935
<b>Prosti denarni tok (FCF)</b>		-1.612.484	187.516	187.516	209.304	209.304	209.304	209.304	209.304	203.716	203.716	3.634.651
PV (diskontiran FCF)		-1.612.484	182.729	178.063	193.679	188.734	183.915	179.220	174.644	165.642	161.413	2.806.355
NPV (SUM PV)		2.801.908										
IRR		17,40%										
MIRR		11,08%										
Indeks donosnosti		255,40										

Vir: Lastno delo.