

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV UVELJAVITVE MEDNARODNEGA STANDARDA MSRP 16 –
NAJEMI NA RAČUNOVODSKE IZKAZE: PRIMER VREDNOTENJA
DRUŽBE S. OLIVER SLO**

Ljubljana, april 2023

AJDA REPŠE

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Ajda Repše, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Vpliv uveljavitve mednarodnega standarda MSRP 16 – Najemi na računovodske izkaze: primer vrednotenja družbe S. Oliver SLO, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Alešem Berkom Skokom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila 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 poskrbela, 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 plagiatorstvo – 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 plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila 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 preko 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 _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 NAJEM KOT OBLIKA DOLŽNIŠKEGA FINANCIRANJA	4
1.1 Pregled svetovnega trga najemov	4
1.2 Dejavniki, ki vplivajo na najem	5
1.2.1 Velikost.....	6
1.2.2 Panoga	6
1.2.3 Narava sredstev.....	6
1.2.4 Finančni vzvod in finančne omejitve.....	7
1.2.5 Davki	7
1.2.6 Nadomestilo za upravljanje oz. nagrajevanje poslovodstev	7
1.2.7 Lastniška struktura.....	7
1.3 Odnos med najemom kot obliko dolžniškega financiranja in nakupom kot obliko lastniškega financiranja	8
1.3.1 Najemnine kot nadomestek dolžniškemu financiranju.....	8
1.3.2 Najemnina kot dopolnilo dolžniškemu financiranju	8
2 RAČUNOVODSKA OBRAVNAVA NAJEMOV PRED UVEDBO MSRP 16.....	9
2.1 Zgodovina računovodenja najemov	9
2.2 Opredelitev in razvrščanje najemov po MRS 17	10
2.3 Računovodska obravnava najemjemalca po MRS 17	12
2.3.1 Finančni najem	12
2.3.2 Poslovni najem	13
3 STANDARD MSRP 16	13
3.1 Uveljavitev in opredelitev MSRP 16	13
3.2 Obravnava sestavnih delov najemne pogodbe	15
3.3 Izjeme	15
3.4 Merjenje najema	16
3.4.1 Začetno merjenje najema.....	16
3.4.2 Kasnejše merjenje najema	17
3.4.3 Prehod na MSRP 16	18
3.5 Vpliv MSRP 16 na temeljne računovodske izkaze in kazalce	19
3.5.1 Vpliv na bilanco stanja	19

3.5.2	Vpliv na izkaz poslovnega izida.....	20
3.5.3	Vpliv na računovodske kazalnike in kazalce	22
4	PREDSTAVITEV DRUŽBE S. OLIVER SLO D.O.O.	25
4.1	Analiza družbe	25
4.2	Zakonska podlaga sestavljanja računovodskih izkazov S. Oliver SLO d.o.o.	26
4.3	Pregled poslovanja S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 – 2021 in izločitev vpliva MSRP 16	26
4.3.1	Izkaz poslovnega izida	26
4.3.2	Izločitev vpliva MSRP 16 iz izkaza poslovnega izida	28
4.3.3	Bilanca stanja	30
4.3.4	Izločitev vpliva MSRP 16 iz bilance stanja	32
4.3.5	Primerjava izkaza denarnih tokov pred in po uvedbi MSRP 16 v obdobju 2019 - 2021	34
4.3.6	Pregled kazalnikov in kazalcev v vključenim vplivom MSRP 16 in po izločitvi vpliva MSRP 16 v letu 2019	36
5	PODLAGE ZA OCENO VREDNOSTI DRUŽBE S. OLIVER SLO D.O.O. PO METODI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	37
5.1	Izhodišča in podlage za oceno vrednosti S. Oliver SLO d.o.o.	37
5.2	Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala.....	39
5.2.1	Netvegana mera donosa	39
5.2.2	Pribitek za kapitalsko tveganje.....	39
5.2.3	Pribitek za deželno tveganje.....	40
5.2.4	Koeficient beta	40
5.2.5	Pribitek za majhno družbo.....	40
5.2.6	Davčna stopnja	40
5.2.7	Strošek dolga	40
5.2.8	Struktura kapitala	40
6	PRIMERJAVA OCEN VREDNOSTI DRUŽBE S. OLIVER SLO D.O.O. PO METODI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	42
6.1	Opredelitev Scenarija 1 in Scenarija 2	42
6.2	Ocena vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. - Scenarij 1	43
6.2.1	Projekcije izkaza poslovnega izida za obdobje napovedi 2020 – 2024 in obdobje preostale vrednosti – Scenarij 1.....	43

6.2.2	Projekcije ostalih predpostavk za obdobje napovedi 2020 – 2024 in obdobje preostale vrednosti – Scenarij 1	44
6.2.3	Rezultat ocene vrednosti po metodi diskontiranih denarnih tokov – Scenarij 1 45	
6.3	Ocena vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. - Scenarij 2.....	47
6.3.1	Projekcije izkaza poslovnega izida za obdobje napovedi 2020 – 2024 in obdobje preostale vrednosti – Scenarij 2.....	47
6.3.2	Projekcije ostalih predpostavk za obdobje napovedi 2020 – 2024 in obdobje preostale vrednosti – Scenarij 2.....	49
6.3.3	Rezultat ocene vrednosti po metodi diskontiranih denarnih tokov – Scenarij 2 49	
6.4	Povzetek primerjave ključnih ugotovitev v Scenariju 1 in Scenariju 2.....	51
SKLEP	51
LITERATURA IN VIRI	53
PRILOGE	59

KAZALO TABEL

Tabela 1: Segment najemov po celinah v letu 2020.....	4
Tabela 2: Penetracije najemov izbranih držav v letu 2020.....	5
Tabela 3: Sprememba pripoznavanja najemov po vpeljavi MSRP 16.....	19
Tabela 4: Sprememba pripoznavanja najemov v izkazu poslovnega izida po vpeljavi MSRP 16.....	21
Tabela 5: Predstavitev družbe S. Oliver SLO d.o.o.	25
Tabela 6: Izkaz poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 - 2021	26
Tabela 7: Izkaz poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. in izločitev vpliva MSRP 16.....	29
Tabela 8: Bilanca stanja S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 - 2021	30
Tabela 9: Bilanca stanja S. Oliver SLO d.o.o. in izločitev vpliva MSRP 16.....	33
Tabela 10: Izkaz denarnih tokov S. Oliver SLO d.o.o. z vključenim vplivom MSRP 16 in izključenim vplivom MSRP 16 v letu 2019	35
Tabela 11: Kazalniki in kazalci S. Oliver SLO d.o.o. z vključenim vplivom MSRP 16 in izključenim vplivom MSRP 16 v letu 2019	36
Tabela 12: Izračun WACC za družbo S. Oliver SLO d.o.o. na dan 31.12.2019.....	41
Tabela 13: Primerjava področij ocenjevanja vrednosti med Scenarijem 1 in Scenarijem 2	42
Tabela 14: Ocena tržne vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. po metodi diskontiranih denarnih tokov – Scenarij 1	46
Tabela 15: EBIT in EBITDA mnogokratniki – Scenarij 1	47

Tabela 16: Upoštevana amortizacijska doba knjigovodske vrednosti pravice do uporabe sredstev v Scenariju 2.....	48
Tabela 17: Ocena tržne vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. po metodi diskontiranih denarnih tokov – Scenarij 2.....	50
Tabela 18: EBIT in EBITDA mnogokratniki – Scenarij 2.....	51
Tabela 19: Primerjava ključnih ugotovitev v Scenariju 1 in Scenariju 2.....	51

KAZALO SLIK

Slika 1: Časovnica računovodskih standardov vezanih na najeme	10
Slika 2: Diagram odločanja o vsebovanju najema v pogodbi	14
Slika 3: Prikaz sestavin najemne pogodbe	15
Slika 4: Znesek nabavne vrednosti pravice do uporabe sredstva ob začetku merjenja najema po MSRP 16	16
Slika 5: Znesek sedanje vrednosti prihodnjih najemnin ob začetku merjenja najema po MSRP 16	17
Slika 6: Vpliv na lastniški kapital kot odstotek obveznosti iz najema	20
Slika 7: Primerjava gibanja vsote odhodkov iz najema poslovnih najemov po MRS 17 in vseh najemov po MSRP 16	22
Slika 8: Vpliv uvedbe MSRP 16 na posamezne panoge	24
Slika 9: Sprememba finančnega vzvoda pred in po uvedbi MSRP 16 glede na panogo	24

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Napoved postavk izkaza poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. za namen ocene vrednosti v Scenariju 1	1
Priloga 2: Napoved obratnega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. za namen ocene vrednosti v Scenariju 1 in Scenariju 2.....	2
Priloga 3: Napoved postavk izkaza poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. za namen ocene vrednosti v Scenariju 2.....	3

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

ASC – (angl. Accounting Standards Codification); Kodifikacija računovodskih standardov

BDP – bruto domači proizvod

CAPM – (angl. Capital Asset Pricing Model); model vrednotenja dolgoročnih naložb

ČDT – čisti denarni tok

ČPP – čisti prihodki od prodaje

DCF – (angl. Discounted Cash Flow); diskontirani denarni tok

DDPO – davek od dohodkov pravnih oseb

EBIT – (angl. Earnings Before Interest and Taxes); dobiček pred obrestmi in davki

EBITDA – (angl. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization); dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

ERP – (angl. Equity Risk Premium); pribitek za kapitalsko tveganje

FAS – (angl. Financial Accounting Standards); Standardi finančnega računovodstva

FASB – (angl. Financial Accounting Standards Board); Odbor za finančno-računovodske standarde

IASB – (angl. International Accounting Standards Board); Odbor za mednarodne računovodske standarde

IASC – (angl. International Accounting Standards Committee); Komite za mednarodne računovodske standarde

IFRIC – (angl. International Financial Reporting Interpretations Committee); Odbor za pojasnjevanje mednarodnih standardov računovodskega poročanja

MRS – Mednarodni računovodski standard

MSOV – Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti

MSRP – Mednarodni standardi računovodskega poročanja

NOPAT – (ang. Net Operating Profit After Tax); čisti dobiček iz poslovanja po davkih

ROE – (angl. Return on Equity); dobičkonosnost kapitala

ROIC – (angl. Return on Invested Capital); donos na vloženi kapital

RV – (angl. Residual Value); preostala vrednost

SRS – Slovenski računovodski standardi

SVLK – sedanja vrednost lastniškega kapitala

WACC – (angl. Weighted Average Cost of Capital); tehtano povprečje stroškov kapitala

UVOD

Najem je priljubljena oblika zunanjega dolžniškega financiranja številnih družb, zlasti v sektorjih, kot so letalska industrija, trgovina na drobno in ladijski promet. Motivi za odločitev o financiranju z najemom so lahko zelo različni, vsem pa je skupno, da prinašajo številne prednosti v primerjavi z nakupom. Med drugim davčne olajšave, nižje transakcijske stroške in nižje obrestne mere (Ritlop, 2019). Glede na ugotovitve IFRS Foundation (2016) je ocenjena skupna vrednost najemov kotirajočih družb po vsem svetu v letu 2016 znašala okoli 3,3 bilijona ameriških dolarjev. V skladu s predhodnimi računovodskimi zahtevami, ki se nanašajo na najeme, je bilo več kot 85% teh najemov tretiranih kot „poslovni najemi“ in niso bili evidentirani v bilanci stanja. Podatki White Clark Group (2021) kažejo na pozitiven trend obsega najemov na globalni ravni, pri čemer je leto 2019 deseto leto zaporedne nenehne rasti, skupno pa naj bi v zadnjem desetletju zabeležili visoko 129% rast globalnega obsega najemov.

Preliminarni Mednarodni računovodski standard 17 (v nadaljevanju MRS 17), ki je bil v veljavi več kot 30 let, je najeme delil na finančne in poslovne, pri čemer je razdelitev bazirala na principu prenosa tveganj in koristi med najemodajalcem in najemojemalcem, povezanih z najetim opredmetenim osnovnim sredstvom. Pri finančnem najemu je prišlo do prenosa tveganj in koristi na najemojemalca. Slednji je moral opredmeteno osnovno sredstvo izkazati med svojimi opredmetenimi osnovnimi sredstvi v bilanci stanja, kot vir najetega opredmetenega osnovnega sredstva pa oblikovati obveznosti za plačilo najemnine v višini nabavne vrednosti tega sredstva. V primeru poslovnega najema se morebitna tveganja in koristi niso prenesla na najemojemalca, prav tako najemojemalec najetega sredstva ni izkazoval v svoji bilanci stanja, temveč ga je vodil v izvenbilančni evidenci (Črčinovič-Krofič & Leva Bukovnik, 2008).

Čeprav so se poslovni najemi po MRS 17 knjižili izvenbilančno, so ustvarjali realne obveznosti. Posledično je bila slika njihovih obveznosti v bilanci stanja lahko izkrivljena. To tudi pomeni, da so bili finančni izkazi družb, ki so sredstva kupila in se zadolžila ter družb, ki so se posluževala poslovnih najemov, neprimerljivi. Kot odgovor na reševanje pomanjkanja preglednosti informacij o najemnih obveznostih je Mednarodni odbor za računovodske standarde (angl. International Accounting Standards Board, v nadaljevanju IASB) v letu 2016 predstavil nov Mednarodni standard računovodskega poročanja 16 (v nadaljevanju MSRP 16), ki veleva, da najemojemalec več ne razlikuje med finančnim in poslovnim najemom, temveč mora vsa najeta sredstva v svojih izkazih pripoznati kot sredstva in obveznosti. MSRP 16 je v veljavo stopil s 1.1.2019. Uvaja enotno pripoznavanje vseh najemov v računovodskih izkazih, kar naj bi imelo za posledico boljšo preglednost in primerljivost računovodskih izkazov družb, ki najemajo sredstva, bolj informirane naložbene odločitve vlagateljev in boljšo podlago za odločanje vodstva glede najema in nakupa sredstev. MSRP 16 bo privedel do boljše alokacije kapitala, kar se bo najverjetneje pozitivno odražalo tudi v gospodarski rasti (Hoogervorst, 2016).

Namen magistrskega dela je ugotoviti, kako sprememba računovodske politike vpliva na računovodske izkaze družb najemodajalcev, in sicer na spremembe njihovega premoženjskega položaja (bilanca stanja) in uspešnosti poslovanja (izkaz poslovnega izida) ter ugotoviti kako se sprememba računovodske politike na račun vpeljave MSRP 16 odrazi pri ocenjevanju vrednosti družb najemodajalcev. Osredotočam se na prikaz in analizo vpliva spremembe MSRP 16 na računovodske izkaze slovenske družbe S. Oliver SLO d.o.o. In sicer, analiziram računovodske izkaze za obdobje 2015 do 2021, pri čemer je v računovodskih izkazih družbe S. Oliver SLO d.o.o. vpliv spremembe MSRP 16 viden v letih 2019, 2020 in 2021. Dodatno prikažem tudi vpliv spremembe MSRP 16 na oceno vrednosti družbe S. Oliver SLO d.o.o., iz katere je nato razvidno, kako sprememba MSRP 16 vpliva na višino denarnega toka za celotni kapital, na ocenjeno vrednost celotnega kapitala (angl. Enterprise Value) in na posamezne parametre ocenjevanja. Magistrsko delo bo v pomoč tako sestavljavcem, kot uporabnikom računovodskih izkazov, predvsem pa vlagateljem pri razumevanju večje zadolženosti družb in vodstvu družb pri lažji odločitvi med najemom in nakupom.

Cilj magistrskega dela je ugotoviti, kakšne spremembe lahko pričakujemo v računovodskih izkazih družb najemodajalcev na račun implementacije MSRP 16 ter prikazati vpliv spremembe računovodske politike na oceno vrednosti družbe najemodajalca. To prikažem na praktičnem primeru, kjer ocenim vrednost družbe najemodajalca S. Oliver SLO d.o.o., upošteva prejšnje računovodske standarde za najeme in upošteva spremembo MSRP 16. Na ta način dokažem, da sprememba računovodske politike (implementacija MSRP 16) vpliva na spremembo ocenjene vrednosti celotnega kapitala družbe najemodajalca, predvsem zaradi spremembe dobička pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, v nadaljevanju EBITDA), ki je na račun vpeljave MSRP 16 višji in na drugi strani, da sprememba MSRP 16 ne vpliva na oceno vrednosti lastniškega kapitala družbe najemodajalca.

Magistrsko delo prikaže, v kakšni meri ima vpeljava novega standarda MSRP 16 vpliv na računovodske izkaze in določene mnogokratnike, zlasti pri družbi, ki najema večji del sredstev (maloprodajna dejavnost). Prvo poglavje namenjam pregledu svetovnega trga najemov, razumevanju pojma najema in dejavnikov, ki vplivajo na najem ter seznanitvi z dejstvi o odločitvi za najem napram nakupu. Metodološko izhodišče je v tem primeru induktivna-deduktivna metoda.

Drugo poglavje obsega predstavitev zgodovine računovodenja najemov, kjer je v ospredju predhodni standard MRS 17. Pri tem izpostavljam razliko med poslovnim in finančnim najemom, ki je bila pri prehodnem standardu MRS 17 ključna.

V tretjem poglavju predstavim pomen in lastnosti novega standarda MSRP 16, ki vključuje teoretični del uveljavitve in opredelitve standarda. V nadaljevanju predstavim obravnavo temeljnih sestavnih delov najemne pogodbe po MSRP 16, vključno z izjemami in merjenjem najema. Sledi prikaz sprememb v dveh glavnih računovodskih izkazih, bilanci stanja in

izkazu poslovnega izida. Poleg tega vpliv MSRP 16 prikažem tudi na izbranih kazalnikih in kazalcih. Tovrstna analiza omogoča večje celovito razumevanje potrebe po implementaciji standarda MSRP 16 in boljše predstavbo z dejanskim prikazom sprememb postavk.

V četrtem poglavju analiziram osnovne značilnosti družbe S. Oliver SLO d.o.o. V nadaljevanju prikažem računovodske podlage za ocenjevanje vrednosti (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida in izkaz denarnih tokov), in sicer na podlagi historičnih izkazov za obdobje 2015 – 2021. Poleg tega analiziram tudi vpliv vpeljave MSRP 16 na nekatere kazalnike in kazalce. Računovodski izkazi za družbo S. Oliver SLO d.o.o. so za obdobje 2015 – 2018 pripravljani po prejšnjih standardih (torej brez vpliva MSRP 16), za leta 2019, 2020 in 2021 pa vključujejo standard MSRP 16.¹ Z namenom priprave računovodskih izhodišč računovodske izkaze družbe S. Oliver SLO d.o.o. za leta 2019, 2020 in 2021 prilagodim na način, kjer izločim vpliv MSRP 16. Na ta način pripravim ustrezna računovodska izhodišča za oceno družbe ob predpostavki, da MSRP 16 ne bi bil vpeljan (to poimenujem Scenarij 1) in za oceno družbe upoštevaje MSRP 16 (to poimenujem Scenarij 2).

V tem delu ugotovim odgovor na raziskovalno vprašanje 1: Kako implementacija standarda MSRP 16 vpliva na računovodske izkaze družbe S. Oliver SLO d.o.o., ki pomemben del osnovnih sredstev najema? Znotraj raziskovalnega vprašanja na konkretnem primeru analiziram pomembnost vpliva na EBITDA zaradi vpeljave MSRP 16. Poleg tega me zanima višina spremembe bilančne vsote na račun vpeljave standarda MSRP 16.

Peto poglavje namenjam predstavitvi podlag pri ocenjevanju vrednosti družbe S. Oliver SLO d.o.o. po metodi diskontiranih denarnih tokov (angl. Discounted Cash Flow) Temu sledi razlaga vseh parametrov uporabljenih za izračun diskontne stopnje.

V šestem poglavju z metodo študije na konkretnem primeru prikažem vpliv standarda MSRP 16 na oceno vrednosti družbe S. Oliver SLO d.o.o., upoštevaje metodo diskontiranih denarnih tokov. Upoštevane predpostavke za oceno vrednosti družbe S. Oliver SLO d.o.o. pri tem podprem z utemeljenimi odločitvami. Napovedi poslovanja pripravim ločeno za oba scenarija, ki se razlikujeta zgolj na račun računovodskega evidentiranja najema, vse ostale predpostavke napovedi pa so v obeh scenarijih enake. Na ta način ocenim denarni tok za Scenarij 1 (ocena družbe S. Oliver SLO d.o.o. ob predpostavki, če MSRP 16 ne bi bil vpeljan) in za Scenarij 2 (ocena družbe S. Oliver SLO d.o.o. upoštevaje MSRP 16). V zadnjem koraku napovedane denarne tokove za vsak scenarij diskontiram z ustrezno diskontno mero in na ta način ocenim vrednost družbe S. Oliver SLO d.o.o.

V tem poglavju ugotovim odgovor na raziskovalno vprašanje 2: Kako vpeljava standarda MSRP 16 vpliva na ocenjeno vrednost celotnega kapitala in lastniškega kapitala? Skozi proces vrednotenja družbe S. Oliver SLO d.o.o. dokažem, da se višina lastniškega kapitala

¹ Ker je poslovanje družbe S. Oliver SLO d.o.o. d.o.o. v letu 2020 in 2021 močno prizadel nastop pandemije covid-19 je ta v obeh teh letih realizirala visoko izgubo. Glede na to, da navedeno predstavlja neobičajno poslovanje sem se odločila, da pri vrednotenju družbe, let 2020 in 2021 v analizo ne vključujem, in kot presečni datum ocenjevanja vrednosti predpostavim konec leta 2019.

družbe po uvedbi MSRP 16 oz. zgolj na račun spremembe računovodskega standarda, ne sme spremeniti.

V sklepu magistrskega dela predstavim končne ugotovitve vpliva implementacije standarda MSRP 16 na računovodske izkaze in vrednost celotnega kapitala ter lastniškega kapitala družbe najemjemaleca. Na koncu predstavim odgovore na zastavljena raziskovalna vprašanja.

1 NAJEM KOT OBLIKA DOLŽNIŠKEGA FINANCIRANJA

1.1 Pregled svetovnega trga najemov

Podatki raziskave Solifi (2022), ki segment najemov na globalni ravni spremlja že več kot 30 let, kažejo na porast financiranja preko najemov. V zadnjem desetletju je bilo moč zabeležiti nenehno rast globalnega obsega najemov. V raziskavo, ki vključuje podatke do vključno leta 2022, je bilo vključenih prvih 50 svetovnih najemniških trgov, med njimi tudi Slovenija.

V tabeli 1 je predstavljena vrednost celotnega svetovnega segmenta najemov razdeljena po celinah v letih 2019 in 2020. Skupni letni obseg najemov je v letu 2020 dosegel 1,17 bilijona EUR (Solifi, 2020). Med celinami najvišji delež zasedata Severna Amerika in Evropa, vendar je ta v primerjavi z letom 2019 nekoliko upadel, pretežno na račun negativnega vpliva pandemije covid-19. Nasprotno je bila višja rast letnega obsega najemov prisotna v Aziji, ki se je s tem približala vrednosti Evrope, gledano v absolutnem smislu. Delež Avstralije, Južne Amerike in Afrike je bil zanemarljiv.

Tabela 1: Segment najemov po celinah v letu 2020

Celina	Letni obseg v letu 2020 (v mrd EUR)	Rast 2019-2020 (%)	Svetovni tržni delež 2019 (%)	Svetovni tržni delež 2020 (%)
Severna Amerika	416,2	-6,7	37,4	35,5
Evropa	362,8	-7,5	32,9	31,0
Azija	352,0	13,0	26,1	30,0
Avstralija	23,1	-3,4	2,0	2,0
Južna Amerika	13,4	10,5	1,0	1,1
Afrika	3,9	-39,9	0,6	0,3
Skupaj	1.171,5	-	-	-

Prirejeno po Solifi (2022).

Z vidika analiziranja obsega najemov je pomemben kazalnik penetracija najemov, ki je izmerjen kot delež vrednosti letnega obsega najemov v bruto domačem proizvodu (v nadaljevanju BDP) posamezne države. Glede na omenjeni kazalnik se je Slovenija v letih

2018 do 2020 na lestvici uvrščala visoko. Z vrednostjo 3,26% se je v letih 2018 in 2019 uvrstila na 7. mesto, v letu 2020 pa se je kljub rahlem padcu na 3,21%, uvrstila na 5. mesto (Solifi, 2022). V tabeli 2 so prikazane vrednosti penetracij najemov v izbranih državah v letu 2020.

Tabela 2: Penetracije najemov izbranih držav v letu 2020

Država	Penetracija (%)	Uvrstitev
Švedska	3,77	1
Estonija	3,53	2
Danska	3,33	3
Poljska	3,24	4
Slovenija	3,21	5
Avstrija	2,33	11
ZDA	2,11	13
Hrvaška	1,90	21
Srbija	0,94	34

Prirejeno po Solifi (2022).

Slovenski sektor najemov je glede na kazalnik penetracije najemov v primerjavi z ostalimi državami močno razvit, saj se na lestvici uvršča visoko. Z drugimi besedami je pomen slovenskega najemniškega sektorja z gospodarskega vidika velik, saj je njegov doprinos v BDP v primerjavi z ostalimi državami zelo visok.

1.2 Dejavniki, ki vplivajo na najem

S ciljem določitve dejavnikov, ki vplivajo na najem in naj bi botrovale odločitvi o najemu, je bilo opravljenih vrsta raziskav. Raziskovalci so pri tem razločevali med finančnim in poslovnim najemom, saj sta se, kot že rečeno, ti dve vrsti najema pred uvedbo MSRP 16, v računovodskem smislu obravnavali ločeno in posledično tudi na računovodske izkaze vplivali drugače.

Študije, ki so preučevale razmerje med najemi in značilnostmi najemodajalcev, so ugotovljale povezavo v spremenljivkah, kot so: velikost, panoga, narava sredstev, finančni vzvod in finančne omejitve, davki, nadomestila za upravljanje in lastniška struktura. Obravnavane raziskave se med seboj razlikujejo, saj se v primeru nekaterih, dejavniki, ki vplivajo na najem, nanašajo le na odločanje med nakupom in najemom, pri nekaterih le na odločanje med vrsto najema (poslovni ali finančni), pri drugih pa se raziskuje kombinacija vseh treh odločitev (Morais, 2013).

1.2.1 Velikost

Manjše družbe se zaradi asimetrije informacij običajno soočajo z višjimi stroški pridobivanja zunanjega financiranja (Graham, Lemmon & Schallheim, 1998). Poleg tega se manjše družbe lažje kot za odobritev denarnega posojila ali finančnega najema dogovorijo za sklenitev poslovnega najema, saj je v tem primeru druga stran bolj zavarovana. Pri najemu je varnost najemodajalca vezana neposredno na najeto sredstvo, katerega uporaba se v primeru nezmožnosti poravnave obveznosti enostavnejše prekine. Na drugi strani pa se mora najemodajalec zavarovati z različnimi varnostnimi mehanizmi, kot so hipoteke, jamstva, ipd. Slednje predstavlja večje stroške in kompleksnejše postopke, saj je proces spremljanja (angl. monitoring and screening) zaradi majhnosti družbe otežen. Iz tega izhaja, da bodo manjše družbe najemale več oz., da je povezava med velikostjo in najemi negativna (Morais, 2013).

Na nasprotni strani so nekateri raziskovalci ugotovili, da večje in bolj razpršene družbe v smislu geografske oz. dejavnostne razpršenosti, najemajo več. Pozitivna povezava med velikostjo družbe in najemi izhaja iz dejstva, da imajo bolj razpršene družbe nižjo zmožnost prerazporeditve internih sredstev, zato se bolj poslužujejo najema. (Mehran, Taggart & Yermack, 1999).

1.2.2 Panoga

Da so najemi v nekaterih panogah razširjeni bolj kot v drugih, je ugotovilo več raziskovalcev. Finucane (1988) je v raziskavi, kjer je bilo vključenih 52 različnih panog potrdil, da so družbe v določenih panogah, zlasti družbe v panogah letalskega prometa in maloprodaje, uporabljale več financiranja z najemom kot ostale. Kot razlog je navedel dejstvo, da imajo družbe v določenih panogah bolj specifična sredstva. Do nekoliko drugačnih zaključkov sta prišla Adams in Hardwick (1998), ki sta potrdila večje posluževanje najemov v storitvenih in komunalnih družbah.

1.2.3 Narava sredstev

Negativna korelacija med najemi in specifičnostjo sredstev je bila dokazana v več raziskavah različnih avtorjev, in sicer Graham, Lemmon in Schallheim (1998), Sharpe in Nguyen (1995) ter Klein, Crawford in Alchian (1978). Ugotovitve kažejo na to, da družbe v večji meri najemajo sredstva, ki so manj specifična oz. katerih namen je bolj splošen. Poleg tega sta Krishnan in Moyer (1994) potrdila, da družbe v maloprodajni, transportni in rudarski panogi, kjer so sredstva manj specifična, najemajo več kot proizvodne družbe, ki pri poslovanju uporabljajo bolj specifična sredstva.

1.2.4 Finančni vzvod in finančne omejitve

Sharpe in Nguyen (1995) ter Einsfeldt in Rampini (2008) so ugotovili, da se družbe z višjim finančnim vzvodom zaradi manjše sposobnosti dodatnega zadolževanja pogosteje odločajo za poslovne najeme. Prav tako je dejstvo, da družbe v finančni stiski pridobijo ugodnejše cene in pogoje s strani ponudnikov poslovnega najema, kot s strani posojilodajalcev (El-Gazzar, Lilien & Pastena, 1986). Krishnan in Moyer (1994) sta dokazala, da se družbe z višjim deležem dolgoročnega dolga, višjo stopnjo rasti in višjo stopnjo operativnega tveganja v večji meri odločajo za poslovni najem. Sykes (1976) in Thomson (2005) sta ugotovila, da se družbe za najem na splošno odločajo predvsem z namenom optimizacije denarnega toka oz. izogibanja večjim enkratnim kapitalskim izdatkom.

1.2.5 Davki

Davki imajo lahko na odločitev o najemu ali nakupu oz. vrsti najema precejšen vpliv. S ciljem zniževanja davčne osnove se zaradi stroškov amortizacije (ti. davčni ščit) družbe odločajo za nakup, dodatno pa se v primeru, da je sredstvo pridobljeno preko finančnega najema, davčna osnova hkrati znižuje še zaradi stroškov financiranja. To so v svoji raziskavi potrdili tudi El-Gazzar, Lilien in Pastena (1986). Ugotovili so, da družbe s historično nižjimi davčnimi obveznostmi v večji meri uporabljajo poslovni najem namesto finančnega najema. Povedano obratno, družbe z visokimi efektivnimi davčnimi stopnjami bolj verjetno sprejemajo strategijo zmanjševanja dohodka, kot je npr. finančni najem.

1.2.6 Nadomestilo za upravljanje oz. nagrajevanje poslovodstev

Smith in Wakeman (1985) sta ugotovila, da se družbe pogosteje poslužujejo najema, če odločitev o upravičenosti nadomestil poslovodstvom temelji na računovodskih številkah, npr. na donosu vloženega kapitala (angl. Return on Invested Capital – ROIC). Če nagrade menedžerjev temeljijo na donosu vloženega kapitala in ni nobene prilagoditve, ki bi upoštevala poslovne najeme, bo vodstvo dalo prednost slednjim in se v manjši meri odločalo za finančne najeme (ali nakupe). Razlog je namreč ta, da je s poslovnim najemom mogoče ustvariti enake poslovne rezultate brez povečanja vloženega kapitala. El-Gazzar, Lilien in Pastena (1986) so prišli do podobnih ugotovitev, in sicer, da se bodo družbe, katerih sheme nagrajevanja poslovodstev temeljijo na dobičku po obrestih, raje odločale za poslovni najem. Navedeno torej potrjuje, da sheme določanja nadomestil za upravljanje, ki temeljijo na določenih računovodskih kazalnikih uspešnosti lahko vplivajo na izbiro med poslovnim in finančnim najemom.

1.2.7 Lastniška struktura

Flath (1980) ugotavlja, da družbe v zasebni lasti raje sklepajo večji obseg najemov. Pri tem je glavni argument ta, da klasično zadolževanje viša izpostavljenost tveganju finančne

stabilnosti, poslovni najem pa takšnega negativnega vpliva ne povzroča. Mehran, Taggart in Yermack (1999) so prav tako izpostavili, da družbe z večjim deležem posloводства v lastniški strukturi ravno z namenom izogibanja tveganj, ki izhajajo iz specifičnosti najetih sredstev, običajno sklepajo večji obseg najemov.

1.3 Odnos med najemom kot obliko dolžniškega financiranja in nakupom kot obliko lastniškega financiranja

Obstaja veliko empirične literature, v kateri so se raziskovalci poglobili v navedene dejavnike, ki imajo vpliv na najem in povezavo na odločitev o najemu ali nakupu. Mnogi avtorji so preučevali, kako se najemi uporabljajo kot alternativna oblika financiranja, pri čemer pa si empirični dokazi niso enotni. Nekateri avtorji so namreč prišli do ugotovitev, da najemi predstavljajo dopolnilo in niso nadomestilo za dolžniško financiranje. Prava narava odnosa med dolgom in najemom zato ostaja odprto vprašanje in »lizing uganka«, kot sta to poimenovala Ang in Peterson (1984).

1.3.1 Najemnine kot nadomestek dolžniškemu financiranju

Myers, Dill in Bautista (1976) so razvili teoretični model odločanja o najemu in nakupu ter opredelili razmerje premestitve dolga v najem. Pri tem so definirali, da se razmerje giblje med 0 in 1 (najem kot nadomestilo dolga), niso pa upoštevali možnosti, da bi najem lahko predstavljal dopolnilo dolga.

Nekateri drugi avtorji, kot so Beattie, Goodacre in Thomson (2000), Marston in Harris (1988) ter Yan (2006) so v svojih študijah potrdili, da učinek nadomestitve sicer obstaja, vendar je njegova velikost manjša od popolnega nadomestka. Ocenjeni koeficient nadomestitve med najemom in dolgom je bil v raziskavah Marston in Harris (1988) pozitiven in se gibal med 0 in 1, kar kaže na to, da so družbe znižale ne-najemni dolg, medtem ko so se najemnine povečale, vendar so to storile manj kot dolar za dolar. Rezultati raziskave Deloof, Lagaert in Verschueren (2007) so se strinjali, da se najemnine in dolg medsebojno nadomeščajo.

Klein, Crawford in Alchian (1978) pa trdijo, da so najeta sredstva bolj tvegana kot druga sredstva, zaradi česar je najemojemalec izpostavljen dodatnim stroškom likvidnosti in stečaju. Posledično vrednost razmerja premestitve dolga v najem preseže 1.

1.3.2 Najemnina kot dopolnilo dolžniškemu financiranju

Nasprotno od zgoraj navedenih študij, so nekateri avtorji prišli do rezultatov, ki kažejo na to, da se najemnine in dolg ne nadomeščajo, temveč dopolnjujejo. Ang in Peterson (1984) sta na vzorcu okoli 600 ameriških družb iz različnih panog in z različnimi deleži dolga v financiranju dokazala pozitivno korelacijo med najemom in dolgom, kar sta testirala z več

različnimi ekonometričnimi modeli. S tem sta ugotovila, da se dolg in najem v sklopu dolžniškega financiranja dopolnjujeta oz. se ob povečevanju dolga, povečujejo tudi najemi. V študijo avtorja nista vključila poslovnih najemov, temveč zgolj finančne najeme, kar glede na navedbe Graham, Lemmon in Schallheim (1998) utegne biti pomembna pomanjkljivost študije. Poleg tega je šlo za presečno študijo (angl. Cross-sectional Study), katero se uporablja za namen raziskovanja pogostosti in lastnosti pojavov v točno določenem trenutku.

Do enakih zaključkov so pripeljale raziskave nekaterih ostalih avtorjev Finucane (1988), Kang in Long (2001), Lewis in Schallheim (1992), Branson (1995), Lasfer in Levis (1998), Mehran, Taggart in Yermack, (1999), Tsay (2003) ter Eisfeldt in Rampini (2008). Kljub vsem navedenim študijam pa razpoložljive zbirke podatkov in različni modeli, uporabljeni v študijah, niso primerljivi, zato se polemike glede tega ali se najemnine in dolg dopolnjujeta ali nadomeščata nadaljujejo in je to področje primerno za nadaljnjo raziskavo (Morais, 2013).

2 RAČUNOVODSKA OBRAVNAVA NAJEMOV PRED UVEDBO MSRP 16

2.1 Zgodovina računovodenja najemov

Izdaja prvih Standardov finančnega računovodenja (angl. Financial Accounting Standards, v nadaljevanju FAS) je bila prvič predstavljena s strani Odbora za finančno-računovodske standarde (angl. Financial Accounting Standards Board, v nadaljevanju FASB), ki je bil ustanovljen leta 1973 (FASB, 2020). V Združenih državah Amerike so bile prve smernice računovodenja najemov znane kot Kodifikacija računovodskih standardov 840 (angl. Accounting Standards Codification 840 – ASC 840). V veljavo je FAS stopila s 1.1.1977 in obsegala navodila za poročanje o najemih za družbe v Združenih državah Amerike, tako za najemodajalce, kot tudi za najemojemalce. Standard je za finančni najem smatral finančno transakcijo, ki je izpolnjevala enega od štirih kriterijev (FASB, 1976):

- Ob koncu dobe najema se lastništvo sredstva z najemodajalca prenese na najemojemalca.
- Najemojemalec ima možnost nakupa sredstva ob koncu dobe najema po ceni, ki je nižja od tržne cene.
- Doba najema ne sme biti krajša od 75% dobe koristnosti sredstva.
- Sedanja vrednost najemnin znaša najmanj 90% poštene vrednosti sredstva ob začetku najema.

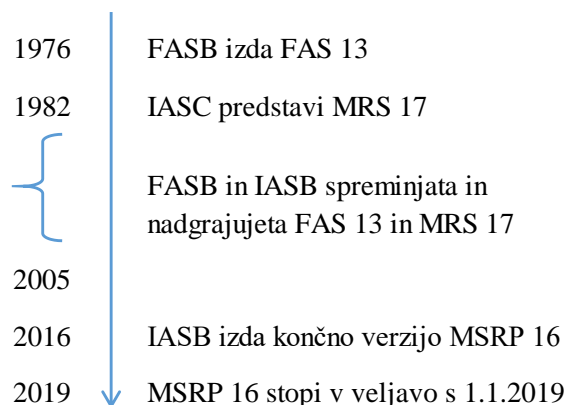
V primeru izpolnitve enega izmed štirih kriterijev je najemojemalec finančni najem izkazoval v bilanci stanja. V nasprotnem primeru se je najem smatral kot poslovni najem in v bilanci stanja ni bil zabeležen oz. je bil omenjen zgolj v opombi. Standard računovodenja najemov je tako že v prvotni obliki razlikoval med poslovnim in finančnim najemom (FASB, 2020).

V letu 1982 je bil nato predstavljen MRS 17, ki se glede na vsebino od FAS 13 ni bistveno razlikoval. Razlika je bila v tem, da se je nanašal na družbe, ki so uporabljale standarde v skladu z MSRP (Muthupandian, 2009). Predstavljen je bil s strani Komiteja za mednarodne računovodske standarde (angl. International Accounting Standards Committee – IASC), ki so ga leta 1976 ustanovili računovodski organi iz desetih držav, in sicer Združenih držav Amerike, Avstralije, Mehike, Nizozemske, Nemčije, Kanade, Združenega kraljestva, Francije, Irske in Japonske (Deloitte, brez datuma a).

IASC je v bil v letu 2001 reorganiziran in nadomeščen s strani IASB, ki kot neodvisen organ deluje pod okriljem Fundacije za mednarodne standarde računovodskega poročanja (FASB, brez datuma). Standard MRS 17 je bil v času svoje več kot 30-letne veljave večkrat spremenjen in dopolnjen, vendar je vseskozi ohranjal svoj temeljni pristop računovodenja najemov, ki je bil predstavljen v prvi različici.

Zadnja večja posodobitev MRS 17 je bila predstavljena v letu 2003 in v veljavo stopila leta 2005. Več kot 30-letno veljavo MRS 17 je s 1.1.2019 prekinil nov standard MSRP 16. Deloitte (2020), je predstavil podrobnejšo časovnico standardov vezanih na računovodenje najemov, ki je predstavljena na sliki 1.

Slika 1: Časovnica računovodskih standardov vezanih na najeme



Prirejeno po Deloitte (2020).

V nadaljevanju sledi predstavitev značilnosti standarda MRS 17 in njegovih pomanjkljivosti ter predstavitev karakteristik novega zakona na področju računovodenja najemov MSRP 16. Pri tem usmeritev bazira na računovodenju z vidika najemodajalca, saj bo nov najemni standard močno vplival predvsem na slednjega, medtem ko bo računovodstvo najemodajalca večinoma ostalo nespremenjeno.

2.2 Opredelitev in razvrščanje najemov po MRS 17

Standard MRS 17 je za računovodenje najemov predpisoval računovodske usmeritve in razkritja, tako za najemodajalce kot najemodajalce. Po MRS 17 je bil najem opredeljen kot

»pogodbeno razmerje, s katerim najemodajalec v zameno za plačilo ali niz plačil na najemojemalca prenese pravico do uporabe sredstva za dogovorjeno časovno obdobje« (IASCF, brez datuma).

Ključna lastnost standarda je bilo razlikovanje med finančnimi in poslovnimi najemi, ki se je obdržalo skozi celotno obdobje veljave standarda MRS 17. Bistvena razlika med eno in drugo vrsto najema je bila v prenosu tveganj in koristi z najemodajalca na najemojemalca, povezana z lastništvom. V primeru finančnega najema so bila vsa tveganja in koristi v povezavi z najemom prenesena na najemojemalca (Deloitte, brez datuma b). Slednji je opredmeteno osnovno sredstvo v bilanci stanja izkazal med svojimi opredmetenimi osnovnimi sredstvi, kot protiknjižbo pa pripoznal vir najetega opredmetenega osnovnega sredstva (oblikoval je obveznosti za plačilo najemnine v višini nabavne vrednosti tega sredstva). V primeru poslovnega najema pa se tveganja in koristi niso prenesla na najemojemalca, temveč so ostala na strani najemodajalca. Prav tako najemojemalec najetega sredstva ni izkazal v svoji bilanci stanja, temveč je sredstvo pripoznal v izvenbilančni evidenci (Črčinovič-Krofič & Leva Bukovnik, 2008).

Razvrstitev najema med bodisi finančni bodisi poslovni najem je bila določena ob samem začetku najema, ko je bil hkrati določen tudi časovni okvir trajanja. V primeru, da bi najemojemalec in najemodajalec želela spremeniti določena določila o najemu, ki bi povzročila spremembo v kategorizaciji najema po kriterijih navedenih v prejšnjem poglavju 2.1, bi se spremenjena pogodba štela za novo pogodbo v času trajanja najema. Pri tem je veljalo, da spremembe ocen (na primer spremembe ocen ekonomske dobe ali preostale vrednosti najetega sredstva) ali spremembe okoliščin (na primer neplačilo s strani najemojemalca) niso povzročile nove razvrstitve najema za računovodske namene (IASCF, brez datuma).

Tako v primeru finančnega kot poslovnega najema je najemojemalec nosil stroške zavarovanja, stroške vzdrževanja in ostale podobne stroške. V primeru poslovnega najema pa je bil najemojemalec navadno upravičen do preklica najemne pogodbe (Črčinovič-Krofič & Leva Bukovnik, 2008).

Poleg prej omenjenih štirih kriterijev za opredelitev najema na finančni ali poslovni, pa obstajajo tudi trije dodatni kazalniki, na podlagi katerih je bil najem po MRS 17 lahko tretiran kot finančni. Kljub temu je odločitev dopuščala prostor za osebno presojo. Ti kazalniki so (IPSAS, 2013):

- Primeri, kjer ima najemojemalec pravico do predčasnega preklica najemne pogodbe in so izgube, povezane z odpovedjo, na strani najemojemalca.
- Zaradi nihanj poštene vrednosti preostalega zneska sredstva, dobički ali izgube, povezane z najetim sredstvom, bremenijo najemojemalca.
- Najemojemalec ima možnost podaljšanja najemne pogodbe za sekundarno obdobje po bistveno nižji najemnini od tržne najemnine.

V skladu z Mednarodnimi računovodskimi standardi je eno izmed načel, ki vključuje verodostojno in pošteno poročanje, načelo, ki zapoveduje prednost »vsebine pred obliko« (Muthupandian, 2009). Z drugimi besedami to v konkretnem primeru najemov pomeni, da je bilo odločitve o vrsti najema bodisi finančni bodisi poslovni po MRS 17 potrebno sprejemati na podlagi vsebine najema in ne na podlagi oblike pogodbe, kar pa v praksi ni vedno držalo. Dejstvo, da je kategorizacija vrste najema do neke mere dovoljevala osebno presojo, je pomenilo, da se je lahko v primeru najema obliko pogodbe zastavilo na način, ki je ustrezal poslovnemu najemu, četudi bi določen najem po vsebini bolj ustrezal finančnemu (Morales Díaz, Villacorta Hernández & Voicila, 2019). To je bilo namreč možno v primeru zelo podobnih najemov z ekonomskega oz. vsebinskega vidika, kar so družbe lahko poročale različno. Slednje je bila ena največjih kritik MRS 17 (IFRS Foundation, 2016). Poleg tega je bila pogodba lahko določena kot poslovni najem tudi v primeru, ko so bili vsebinski pogoji izpolnjeni, vendar pa se tveganja in koristi povezana z najetim sredstvom niso prenesla na najemojemalca (Montinaro, 2018). Družbe so se torej na ta način lahko izognile izkazovanju finančnega najema v računovodskih izkazih oz. poslovni najem knjižile izvenbilančno. Podrobnejši opis računovodenja najemov najemodajalcev po MRS 17 v primeru finančnega in v primeru poslovnega najema je predstavljen v nadaljevanju.

2.3 Računovodska obravnava najemojemalca po MRS 17

2.3.1 Finančni najem

Ob začetku trajanja finančnega najema najemojemalci slednjega pripoznajo kot sredstva in obveznosti v svojih računovodskih izkazih v višini poštene vrednosti najetega sredstva oz. v višini sedanje vrednosti vsote najnižjih vrednosti najemnin (IFRS Foundation, 2012). Upoštevana je tista vrednost, ki je nižja (IPSAS, 2013).

V primeru, da se upošteva sedanja vrednost vsote najnižjih najemnin, je pri diskontiranju uporabljena implicitna obrestna mera, v kolikor je to možno določiti. V nasprotnem primeru najemojemalec uporabi predpostavljeno obrestno mero za izposojanje oz. obrestno mero, ki bi jo najemojemalec moral plačati za podoben najem (IASCF, brez datuma).

V zvezi s finančnim najemom so v izkazu poslovnega izida med stroški storitev pripoznani stroški amortizacije iz naslova najetega sredstva in finančni odhodki za vsako obračunsko obdobje. Pripoznana amortizacija, vezana na najeto sredstvo, se izračuna v skladu s standardom MRS 16 Opredmetena osnovna sredstva in standardom MRS 38 Neopredmetena sredstva. V kolikor obstaja možnost, da se ob koncu trajanja najema sredstva lastništvo ne bo preneslo na najemojemalca, se mora najeto sredstvo v celoti amortizirati v obdobju najema oz. v dobi koristnosti odvisno od tega, katero obdobje je krajše (IFRS Foundation, 2012).

2.3.2 Poslovni najem

Obravnava poslovnega najema v računovodskih izkazih najemodajalca je bistveno manj zahtevna v primerjavi s finančnim najemom, saj v tem primeru najeto sredstvo ni pripoznano v bilanci stanja. Poslovni najem se tako računovodsko spremlja zgolj v izkazu poslovnega izida, in sicer so pripoznani odhodki oz. stroški najema. Ti so obračunani po enakomerni časovni metodi, ki se nanaša na vso dobo trajanja poslovnega najema (IFRS Foundation, 2012). Najemodajalec, ki je na primer podpisal pogodbo za najem poslovnih prostorov za obdobje 10 let in navedeno opredelil kot poslovni najem, je tako v računovodskih izkazih prikazoval zgolj letne stroške najema, četudi je iz najemne pogodbe izhajala pogodbeno obveznost za plačilo ostalih najemnin do izteka najemnega razmerja (IFRS Foundation, 2012).

3 STANDARD MSRP 16

3.1 Uveljavitev in opredelitev MSRP 16

Kot odgovor na kritike MRS 17 sta organizaciji IASB in FASB s težnjo po prikazovanju bolj točne slike sredstev in obveznosti najemodajalcev ter večje preglednosti njihovih finančnih obveznosti in najemnih aktivnosti po skoraj desetih letih predstavili nov standard na področju računovodenja najemov, standard MSRP 16 (Sieverding, 2018). Skupen projekt sta organizaciji predstavili v letu 2016, v veljavo pa je MSRP 16 stopil s 1.1.2019 (IFRS Foundation, brez datuma). MSRP 16 tako izenačuje računovodsko prikazovanje vseh najemov, ne glede na to, ali so se ti po prejšnjem računovodskem standardu nanašali na poslovne ali finančne najeme.

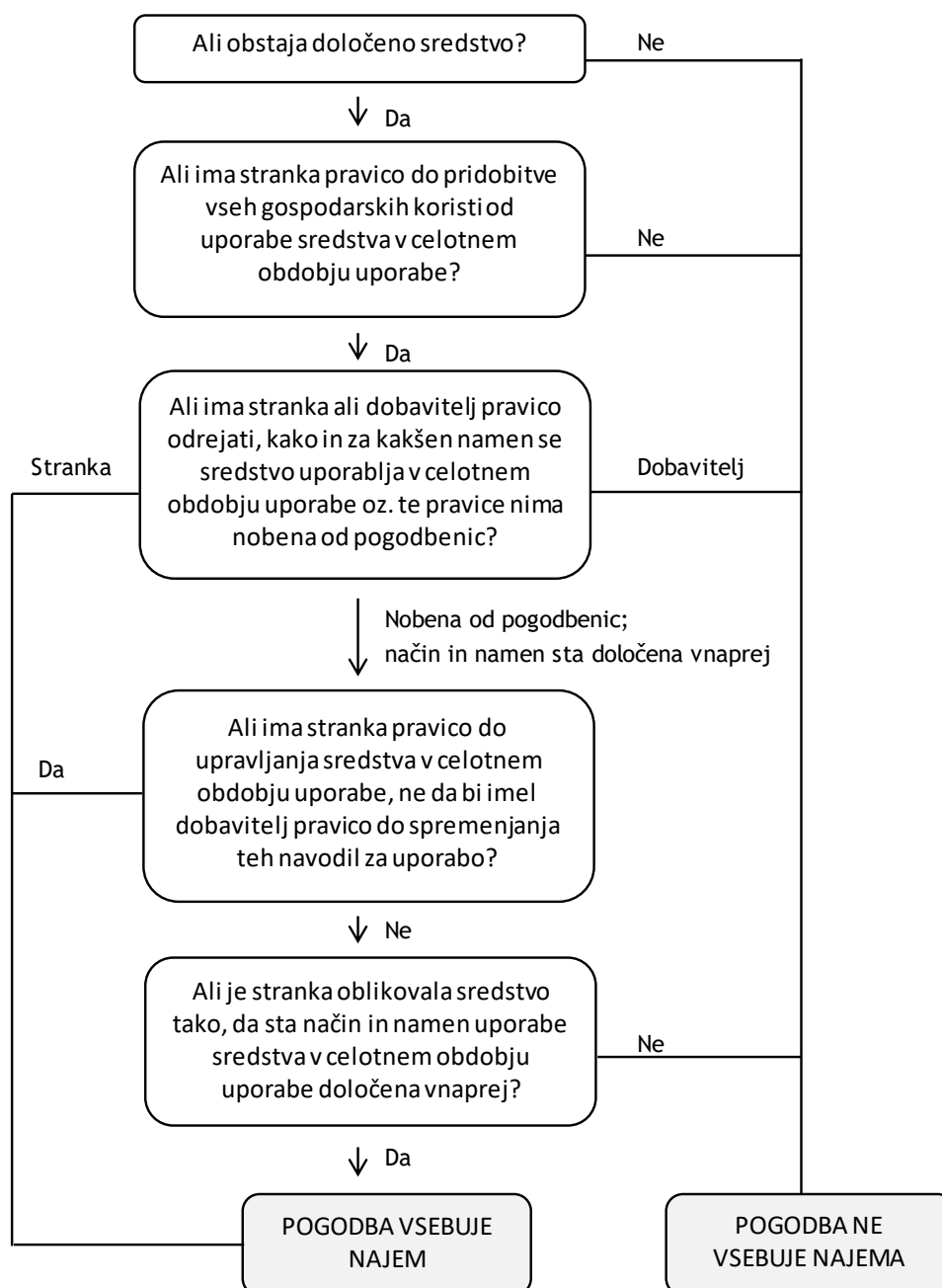
Novi standard MSRP 16 najem definira kot pogodbo, s katero najemodajalec na najemodajalca prenese pravico do uporabe sredstva za določeno časovno obdobje v zameno za plačilo (ACCA, brez datuma). Opredelitev najema se po MSRP 16 pravzaprav ne razlikuje od opredelitve v predhodnem standardu MRS 17, spreminjajo pa se smernice, ki narekujejo uporabo najema. Spremembe smernic se v glavnini navezujejo na pravico do nadzora sredstva. Po MSRP 16 gre namreč za pogodbo o najemu takrat, kadar ima najemodajalec pravico do nadzora sredstva v času trajanja najema, kar natančneje pomeni, da (IFRS Foundation, brez datuma):

- ima najemodajalec pravico do uporabe dobršnih gospodarskih koristi uporabe opredeljenega najetega sredstva in
- ima najemodajalec pravico do upravljanja opredeljenega najetega sredstva.

Oba kriterija veljata tudi pri določanju najemnih sestavin najema, kar je podrobneje predstavljeno v točki 3.2 v nadaljevanju. Nadalje MSRP 16 določa, da gre o pogodbi o najemu govoriti le v primeru, ko je najeto sredstvo mogoče identificirati (IFRS Foundation,

brez datuma). Identifikacijo sredstva je mogoče utemeljiti preko diagrama, predstavljenega v sklopu standarda MSRP 16, ki ga povzemam na sliki 2. Sklep o tem, ali pogodba vsebuje najem ali ne, se za veliko večino najemnih pogodb ne spreminja z uvedbo MSRP 16. Pričakuje se, da bo najem kot identificiran v okviru MRS 17 prav tako pripoznan po novem standardu MSRP 16 (ACCA, brez datuma). Naslednji korak po tem, ko družba ugotovi, da pogodba oz. kombinacija pogodb vsebuje najem, je pripoznavanje najemnih in nenajemnih sestavin pogodbe.

Slika 2: Diagram odločanja o vsebovanju najema v pogodbi



Prirejeno po IFRS Foundation (brez datuma).

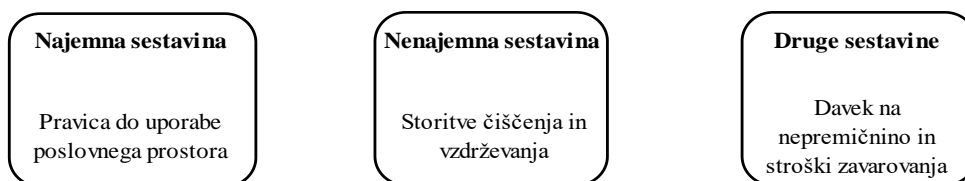
3.2 Obravnava sestavnih delov najemne pogodbe

Najemna pogodba lahko poleg najemnih vsebuje tudi nenajemne sestavine. MSRP 16 z 12. členom veleva, da je potrebno v primeru pojava obeh vrst sestavin le-te obravnavati ločeno (IFRS Foundation, brez datuma). Za najemne sestavine se smatra tiste, ki so sestavni del pravice do uporabe najetega sredstva (PwC, 2023). Najemna pogodba lahko tako vsebuje tudi nenajemne sestavine, ki niso direktno vezane na najeto sredstvo v uporabi, temveč se nanašajo na opravljanje določenih storitev, povezanih z najemom. Primer tega je najem poslovnega prostora v večstanovanjski stavbi, kjer se lahko dodatno zaračunava storitev vzdrževanja skupnih prostorov in varovanje stavbe (PwC, 2023).

Z ločitvijo sestavin na najemne in nenajemne sledi pogodbeno obravnava za vsako komponento posebej, kjer se za vsako določi samostojna cena, ki jo je mogoče obračunati od datuma začetka najema. Ločevanje nenajemnih sestavin omogoča bolj točno obravnavo vseh sestavin in s tem ustrežnejšo končno ceno (KPMG, 2019).

Poleg navedenih sestavin najemne pogodbe vključujejo tudi sestavine, ki niso povezane z najetim sredstvom v uporabi. Gre predvsem za administrativne stroške, stroške zavarovanj in stroške vezane na davke (npr. davek na nepremičnino), ki niso preneseni na najemojemalca (KPMG, 2019). Praktičen primer vseh treh sestavin najemne pogodbe je prikazan na sliki 3.

Slika 3: Prikaz sestavin najemne pogodbe



Prirejeno po KPMG (2019).

Smernice MSRP 16 prav tako dovoljujejo, da ima najemojemalec možnost izbire pri odločitvi o ločevanju sestavin. Lahko se namreč odloči za tako imenovan praktični pristop, pri katerem vse sestavine, tako najemne kot nenajemne, obravnava skupaj in jih upošteva kot eno skupno najemno sestavino. To za najemojemalca pomeni poenostavitev razporeditve pogodbenega nadomestila na najemne in nenajemne komponente, vendar je v tem primeru vrednost najetega sredstva in obveznost iz naslova najema praviloma višja (PwC, 2023).

3.3 Izjeme

MSRP 16 dovoljuje določene izjeme pri pripoznavanju sredstev v računovodskih izkazih, ki so navedene v 3. členu standarda. Kot pojasnjuje 3. člen, je potrebno po MSRP 16 vsa sredstva knjižiti skladno s standardom, razen v sledečih primerih (IFRS Community, 2022):

- Ko gre za najem za raziskovanje ali uporabno rudnin, nafte, zemeljskega plina in podobnih surovin.
- Ko gre za najem bioloških sredstev v sklopu MRS 41, ki jih ima najemodajalec.
- Ko gre za dogovor o koncesijah za storitve v sklopu Odbora za pojasnjevanje mednarodnih standardov računovodskega poročanja 12 (angl. International Financial Reporting Interpretations Committee 12 – IFRIC 12).
- Ko gre za licence intelektualne lastnine, podeljene s strani najemodajalca v sklopu MSRP 15.
- Ko gre za pravice na podlagi licenčnih pogodb za neopredmetena sredstva (npr. filme, predstave, avtorske pravice, patente, rokopise itd.) v sklopu MRS 38.

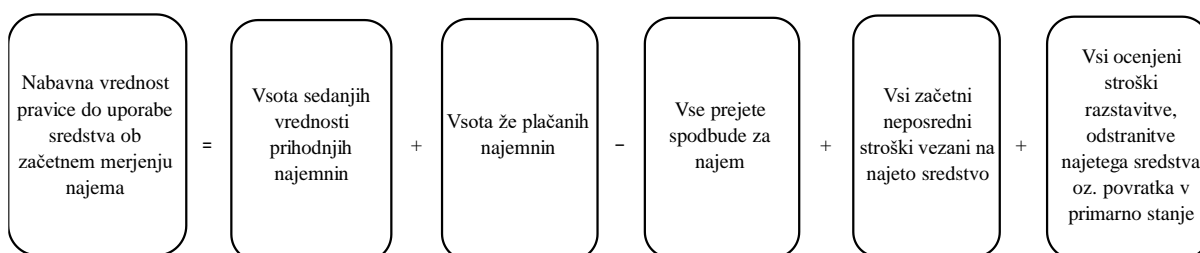
Dodatno MSRP 16 dopušča posebne izjeme v primerih, ko gre za kratkoročne najeme (tj. najeme enake ali krajše od 12 mesecev) ali najeme sredstev majhne vrednosti (tj. sredstva enake ali nižje vrednosti od 5.000 EUR), kar je določeno s člani 5. – 8. (Hauptman & Lušnic, 2019). V teh primerih imajo najemodajalci možnost odločitve o beleženju teh sredstev v računovodskih izkazih, in sicer lahko namesto knjiženja kot ga narekuje MSRP 16, izberejo možnost pripoznavanja najemnin, kot je to veljalo pred uvedbo MSRP 16 (po MRS 17). V tem primeru so najemnine zabeležene kot odhodek po enakomerni osnovi ali drugi sistematični osnovi (BDO Australia, brez datuma). Namen tega je omogočenje enostavnejšega obračunavanja kratkoročnih najemov in najemov sredstev manjših vrednosti (Deloitte, 2020).

3.4 Merjenje najema

3.4.1 Začetno merjenje najema

Na datum začetka merjenja najema najemodajalec pripozna pravico do uporabe sredstva, izmerjeno po nabavni vrednosti sredstva (KPMG, 2021). Višina nabavne vrednosti je določena na podlagi večih faktorjev, ki so prikazani na sliki 4.

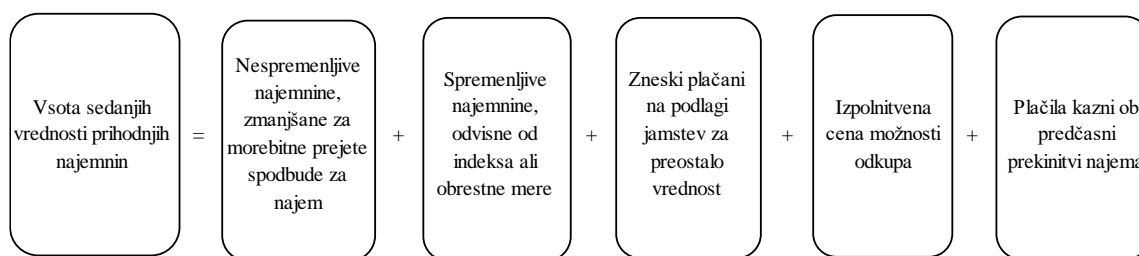
Slika 4: Znesek nabavne vrednosti pravice do uporabe sredstva ob začetku merjenja najema po MSRP 16



Vir: KPMG (2021).

Obenem najemodajalec pripozna obveznost iz naslova najetega sredstva med finančnimi obveznostmi v bilanci stanja, kar je enako vsoti sedanje vrednosti prihodnjih najemnin oz. najemnin, ki še niso bile plačane (IFRS Community, 2022). Izračun za slednje je predstavljen na sliki 5.

Slika 5: Znesek sedanje vrednosti prihodnjih najemnin ob začetku merjenja najema po MSRP 16



Vir: IFRS Community (2022).

Pri merjenju obveznosti iz najema se vsoto prihodnjih najemnin diskontira z uporabo implicitne obrestne mere, v kolikor je le-to možno določiti. MSRP 16 ne pojasnjuje, kaj natanko pomeni, da je obrestno mero možno določiti. Možna razlaga bi bila, da je obrestno mero možno določiti v primerih, ko ni potrebe po pomembnih ocenah ali predpostavkah. V praksi se le redko zgodi, da lahko najemodajalec zlahka določi obrestno mero pri izračunu obveznosti iz najema, saj na obrestno mero vplivajo mnogi dejavniki, ki so znani predvsem najemodajalcem. Primer takšnega dejavnika so začetni neposredni stroški najemodajalca (IFRS Community, 2022). Iz tega izhaja, da najemodajalci običajno uporabljajo svoje predpostavljene obrestne mere pri najemu (tj. obrestna mera, ki bi jo najemodajalec moral plačati za podoben najem) kot MSRP 16 dovoljuje s členom 16.26 (IFRS Foundation, 2019).

Ocenjevanje diskontne mere tako do neke mere vključuje lastno presojo. To lahko pomembno vpliva na višino obveznosti iz najema, zato bo to verjetno področje, kateremu bodo revizorji v prihodnosti posvetili večjo pozornost (Thomas & Drew, 2022).

3.4.2 Kasnejše merjenje najema

Po datumu začetka merjenja najema najemodajalec izmeri višino pravice do uporabe sredstva, ki ga izkazuje v bilanci stanja. Meritev navadno izpelje z uporabo modela nabavne vrednosti, razen v primerih, opisanih v členih 34. in 35. MSRP 16 (IFRS Foundation, brez datuma). Najemodajalec se za alternativne možnosti merjenja pravice do uporabe sredstev odloči v naslednjih primerih (KPMG, 2021):

- Če je predmet pravice do uporabe naložbena nepremičnina, potem najemodajalec vrednost dotičnega sredstva izmeri v skladu s svojo računovodsko usmeritvijo in

zahtevami MRS 16, in sicer za vse svoje naložbene nepremičnine, ki so lahko izmerjene po pošteni vrednosti.

- Če je predmet pravice do uporabe opredmeteno osnovno sredstvo, potem najemodajalec vrednost dotičnega sredstva izmeri v skladu s svojo računovodsko usmeritvijo in zahtevami MRS 40, in sicer za vsa svoja opredmetena osnovna sredstva, ki so lahko izmerjena z modelom prevrednotenja.

Skladno z modelom nabavne vrednosti najemodajalec zmanjšuje vrednost najetega sredstva z amortiziranjem, upošteva zahteve MRS 16 Opredmetena osnovna sredstva (IFRS Foundation, brez datuma). Pri tem amortizacijska doba pravice do uporabe sredstva ne sme preseči dobe trajanja najema, razen če je z najemno pogodbo določeno drugače; npr. pogodba določa, da se ob izteku obdobja najema lastništvo najetega sredstva prenese na najemodajalca. V tem primeru se amortizacija obračunava v dobi koristnosti sredstva (IFRS Community, 2022). Na drugi strani bilance stanja najemodajalec pripozna finančno obveznost iz najema pravice do uporabe sredstva v višini neto sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki jo skozi dobo trajanja najema zmanjšuje skladno s členi 36., 37. in 38. MSRP 16, za finančne obresti in plačila spremenljivih najemnin (IFRS Foundation, brez datuma).

3.4.3 Prehod na MSRP 16

Pri uvedbi MSRP 16 ima najemodajalec možnost izbire med dvema metodama prehoda (Grant Thornton, 2018):

- **Popoln retrospektivni prehod** – pri popolnem retrospektivnem prehodu gre za pristop, kjer je potrebno računovodske izkaze prilagoditi na način, kot da bi bil MSRP 16 v veljavi že od samega začetka. V primeru, da se najemodajalec odloči za ta pristop, mu pri prehodu niso na razpolago nobene nadaljnje olajšave in je potrebna popolna uporaba za nazaj v skladu s standardom MRS 8 – Računovodske usmeritve, ocene in napake.
- **Poenostavljen prehod** – v primeru poenostavljenega prehoda se najemodajalec izogne prilagajanju računovodskih izkazov za predhodna leta, posledično pa računovodski izkazi s predhodnimi leti ne bodo primerljivi. Skladno s poenostavljenim pristopom se za najeme, ki so bili predhodno razvrščeni kot poslovni najemi, obveznost iz najema izmeri po sedanji vrednosti preostalih najemnin in diskontira z uporabo predpostavljene obrestne mere za izposojanje na datum začetka merjenja najema, kot je pojasnjeno v točki 3.4.1. Pri tem bo kumulativni učinek sprejetja MSRP 16 z dnem 1.1.2019 pripoznan v postavki kapitala družbe kot prilagoditev začetnega stanja zadržanega dobička tekočega obdobja.

3.5 Vpliv MSRP 16 na temeljne računovodske izkaze in kazalce

3.5.1 Vpliv na bilanco stanja

Prenehanje ločevanja najemov na poslovne in finančne ter s tem začenjanje pripoznavanja vseh najemov v bilanci stanja bo rezultiralo v povečanju bilančne vsote družb, ki izkazujejo finančne najeme in so le-te po prejšnjih standardih razvrščale med poslovne najeme. Pomembnejši kot je bil del poslovnih najemov družbe v izvenbilančni evidenci pred uvedbo novega standarda na področju računovodenja najemov, večji bo po vpeljavi MSRP 16 vpliv na njeno bilančno vsoto (IFRS Foundation, 2016). V tabeli 3 je povzeta sprememba pripoznavanja najemov po vpeljavi MSRP 16.

Tabela 3: Sprememba pripoznavanja najemov po vpeljavi MSRP 16

	MRS 17		MSRP 16
	Finančni najem	Poslovni najem	Vsi najemi
Sredstva	→ ↑	---	→ → ↑ ↑ ↑
Obveznosti do virov sredstev	\$\$	---	\$\$\$\$\$\$
Zabilančna sredstva / obveznosti	---	→ ↑ ↑ ↑ \$\$\$\$	---

Prirejeno po IFRS Foundation (2016).

IFRS Foundation (2016) izpostavlja, da se bo na dolgi rok knjigovodska vrednost sredstva najema po MSRP 16 za posamezen najem praviloma zmanjševala hitreje kot knjigovodska vrednost obveznosti iz najema. Knjigovodska vrednost najetega sredstva se namreč v obdobju trajanja najema običajno amortizira po metodi enakomernega časovnega amortiziranja, medtem ko se knjigovodska vrednost obveznost iz najema istočasno zmanjšuje za znesek plačanih najemnin, hkrati pa se zmanjšujejo odhodki za obresti v času trajanja najema. To pomeni, da je celotna vrednost obveznosti iz najema višja na začetku trajanja najema kot v kasnejšem obdobju. Upošteva je dejstvo, da imajo družbe v praksi navadno sklenjenih več najemnih pogodb z različnimi obdobji trajanja najema hkrati, je v obzir potrebno vzeti skupni učinek portfelja najemov.

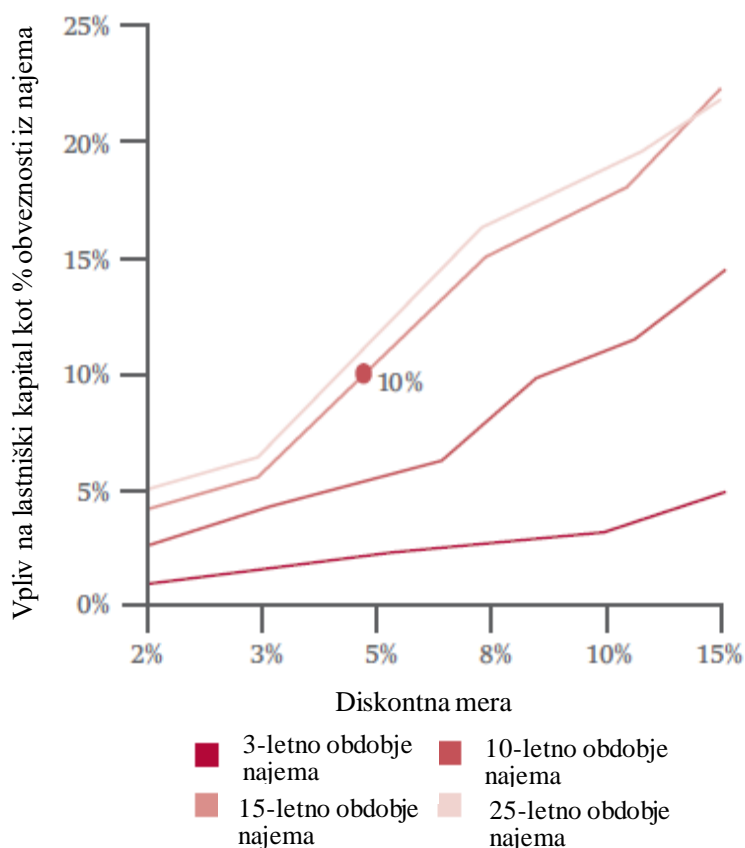
Vpliv vpeljave MSRP 16 bo viden tudi na višini poročanega lastniškega kapitala, na katerega bosta vplivala dva faktorja, vezana na portfelj najemov (IFRS Foundation, 2016):

- obdobje trajanja najema in
- diskontna mera.

IASB je izdelal analizo vpliva navedenih faktorjev na spremembo višine lastniškega kapitala, kjer je predpostavil različne vrednosti obdobji trajanja najema (3-letno, 10-letno, 15-letno in 25-letno) in jih preizkušal ob različnih diskontnih merah (med 2% in 15%). Pri tem je glavna ugotovitev, da bo pri portfelju najemov z daljšim obdobjem trajanja najemov

in višjo diskontno mero večji vpliv na zmanjšanje vrednosti lastniškega kapitala, saj bo razlika med knjigovodsko vrednostjo obveznosti in knjigovodsko vrednostjo sredstev višja. Kot je prikazano na sliki 6, bo pri portfelju najemov v 15 letnem obdobju trajanja najemov in skupni povprečni 5% diskontni meri knjigovodska vrednost obveznosti iz najema višja v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo sredstev za okvirno 10%. Analiza izključuje davčni vpliv, ki bi vpliv na lastniški kapital nekoliko zmanjšal (IFRS Foundation, 2016).

Slika 6: Vpliv na lastniški kapital kot odstotek obveznosti iz najema



Prirejeno po IFRS Foundation (2016).

3.5.2 Vpliv na izkaz poslovnega izida

Vpeljava MSRP 16 za najemorejmalce prinaša poenotenje evidentiranja finančnih in poslovnih najemov. Slednji so se namreč po predhodnem standardu MRS 17 pripoznali zgolj kot odhodek iz najemnin, kar se z vpeljavo MSRP 16 spreminja. To pomeni, da bodo sedaj pri vseh najemih (z izjemo najemov krajših od 12 mesecev in najemov enakih ali nižjih od 5.000 EUR, za katere velja poenostavitev; navedene najeme bo še možno evidentirati na način kot poslovne najeme po MRS 17), pripoznani stroški amortizacije in finančni odhodki od obresti iz naslova najemov. Omenjeno bo rezultiralo v nižjih poslovnih odhodkih (brez upoštevanja amortizacije), kar bo imelo pozitiven vpliv na višino EBITDA (IFRS Foundation, 2016).

Na drugi strani bo strošek amortizacije po uvedbi MSRP 16 višji, kljub temu pa bo skupno gledano vpliv na dobiček in poslovanja praviloma pozitiven. Po nadaljnjem obračunavanju finančnih obresti iz naslova najemov bo vpliv MSRP 16 na celoten dobiček pred davki bolj ali manj izničen (IFRS Foundation, 2016). Sprememba pripoznavanja najemov v izkazu poslovnega izida po vpeljavi MSRP 16 je predstavljena v tabeli 4.

Tabela 4: Sprememba pripoznavanja najemov v izkazu poslovnega izida po vpeljavi MSRP 16

	MRS 17		MSRP 16
	Finančni najem	Poslovni najem	Vsi najemi
Prihodki	x	x	x
Poslovni odhodki (brez amortizacije)	---	Odhodek iz najemnin	---
EBITDA			↑↑
Amortizacija	Amortizacija	---	Amortizacija
Dobiček iz poslovanja			↑
Finančne obresti iz naslova najemov	Obresti	---	Obresti
Dobiček pred davki			↔

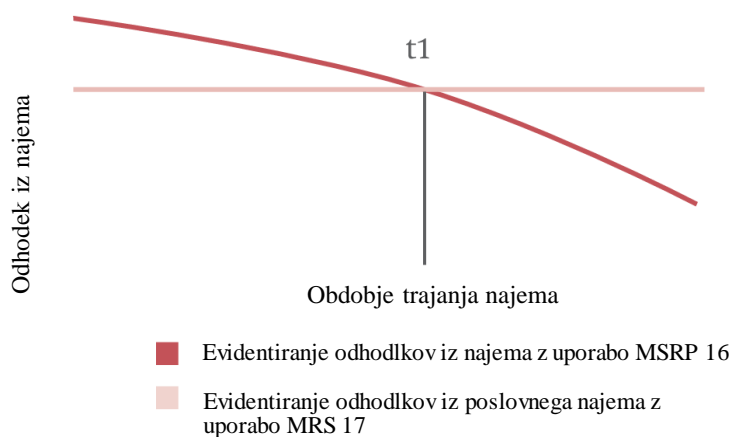
Prirejeno po IFRS Foundation (2016).

Po mnenju IASB bo imela vpeljava MSRP 16 pri družbah s pomembnimi izvenbilančnimi najemi občuten vpliv na bilanco stanja. Na drugi strani bo celoten vpliv na poslovni izid nižji oz. manj pomemben (IFRS Foundation, 2016).

IASB dodatno izpostavlja razliko v višini odhodkov, vezanih na najem med standardoma MRS 17 in MSRP 16. Pri prehodnem veljavnem standardu je bil namreč v primeru poslovnega najema odhodek enak skozi celotno obdobje trajanja najema, saj so se družbe večinoma posluževale metode enakomerne časovne amortizacije, kar pomeni zmanjševanje stroška v enaki višini skozi obdobje trajanja najema. Nasprotno je pri MSRP 16 pripoznavanje odhodkov pri najemih odvisno od dolžine trajanja najema in upoštevanje obrestne mere.

Vsota odhodkov iz naslova najema (tj. stroškov amortizacije in finančnih obresti za najem) se bo tako skozi obdobje trajanja najema vseskozi zmanjševala. Posledično bodo odhodki iz najema v prvi polovici obdobja trajanja najema višji v primerjavi z odhodki iz najema po MRS 17, nato na približno polovici izenačeni, v drugi polovici pa nižji (IFRS Foundation, 2016). Slikovni prikaz primerjave gibanja vsote odhodkov iz najema v času trajanja najema v primeru poslovnih najemov po MRS 17 in vseh najemov po MSRP 16 je predstavljen na sliki 7.

Slika 7: Primerjava gibanja vsote odhodkov iz najema poslovnih najemov po MRS 17 in vseh najemov po MSRP 16



Prirejeno po IFRS Foundation (2016).

3.5.3 Vpliv na računovodske kazalnike in kazalce

Kot navaja IFRS Foundation (2016), bo sprememba računovodenja najemov lahko pomembno vplivala na višino nekaterih kazalnikov in kazalcev². Kljub temu pa uvedba MSRP 16 načeloma ne bi smela vplivati na vrednotenja družb, saj vsebina najema ne spreminja ekonomike in sposobnosti ustvarjanja denarnih tokov družb. Lahko pa pričakujemo, da bo MSRP 16 sčasoma vplival na rezultate vrednotenja (Stancheva-Todorova & Velinova-Sokolova, 2019).

V nadaljevanju je predstavljen vpliv na nekatere glavne kazalnike in kazalce po vpeljavi MSRP 16. Po vpeljavi MSRP 16 bo vrednost višja pri naslednjih kazalnikih in kazalcih (IFRS Foundation, 2016):

- **Finančni vzvod** (izračunan kot celotni dolg / kapital) – Povečanje kazalnika, ki meri dolgoročno solventnost, in sicer na račun višje vrednosti dolga zaradi povečanja obveznosti iz najemov.
- **EBITDA** – Povečanje kazalca, saj stroški storitev iz poslovnih najemov ne bodo več zaračunani.
- **Denarni tok iz poslovanja** – Povečanje kazalca, ker bodo finančne obresti za sredstvo v uporabi v celoti evidentirane v denarnem toku iz financiranja, poleg tega pa bo nivo EBITDA višji.

Po vpeljavi MSRP 16 bo vrednost nižja pri naslednjih kazalnikih (IFRS Foundation, 2016):

² Pri kazalniku gre za relativno število, izračunano s primerjanjem dveh ali več vrednosti, medtem ko gre pri kazalcu za absolutno število in se nanaša na stanje (Služba Vlade Republike Slovenije za zakonodajo, 2005).

- **Kratkoročni koeficient** (izračunan kot kratkoročna sredstva / kratkoročne obveznosti) – Zmanjšanje kazalnika, ki meri likvidnost, in sicer na račun povečanja kratkoročnih obveznostih ob nespremenjenih kratkoročnih sredstvih.
- **Koeficient obračanja celotnih sredstev** (izračunan kot čisti prihodki od prodaje / celotna sredstva) – Zmanjšanje kazalnika zaradi izkazovanja novih sredstev v postavki pravica do uporabe sredstev.

Vpeljava MSRP 16 ne bo vplivala na višino naslednjega kazalca (IFRS Foundation, 2016):

- **Celotni denarni tok** (izračunan kot razlika med vsemi prejemki in izdatki) – Vpeljava MSRP 16 na celotni denarni tok vpliva ne bo imela, saj spremenjeno računovodenje ne bo spremenilo zneska denarnih sredstev, ki je prenesen med strankama, udeležena v najemnem razmerju.

Kazalniki in kazalci, za katere ni enoznačnega odgovora o vplivu vpeljave MSRP 16, so naslednji (IFRS Foundation, 2016):

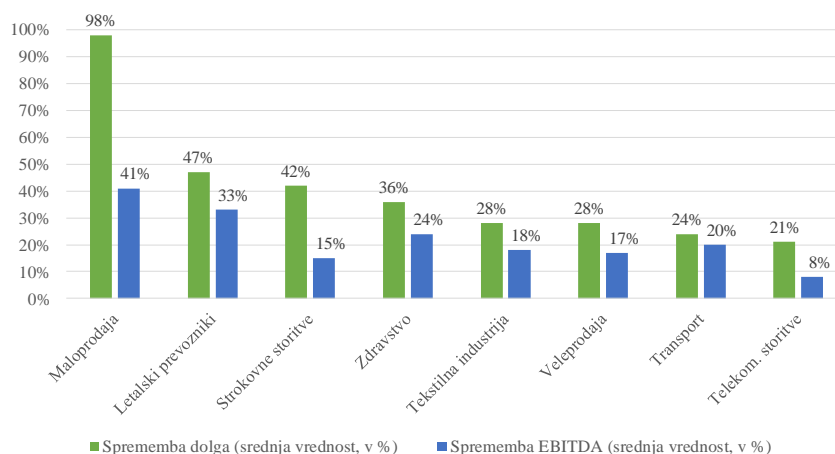
- **Pokritost obresti** (izračunan kot EBITDA / finančne obresti iz naslova pravice do uporabe sredstev) – Obe postavki se bosta po implementaciji MSRP 16 povečali, pri čemer bo povečanje obeh odvisno od značilnosti najemov.
- **Donos na lastniški kapital** (angl. Return on Equity – ROE) (izračunan kot čisti poslovni izid / celotni kapital) – Sprememba bo odvisna od vpliva na poslovni izid, ki pa je odvisen od značilnosti najemov. V kolikor ni vpliva na poslovni izid, bo kazalnik višji zaradi zmanjšanja celotnega kapitala.
- **Dobiček na delnico** (izračunan kot čisti dobiček / število izdanih delnic) – Odvisno od vpliva na dobiček ali izgubo, ki je odvisen od značilnosti najema.
- **Donosnost vložnega kapitala** (izračunan kot dobiček pred obrestmi in davki / (celotni kapital + finančne obveznosti)) – Dobiček pred obrestmi in davki (angl. Earnings Before Interest and Taxes, v nadaljevanju EBIT) in finančne obveznosti bodo po vpeljavi MSRP 16 višji, pri čemer bo povečanje obeh odvisno od značilnosti najemov.

PwC (2016) je v sodelovanju z Rotterdam School of Management na Nizozemskem opravil globalno študijo vpliva novega standarda MSRP 16 na računovodske izkaze, ključne finančne kazalnike in merila uspešnosti poslovanja. Raziskava je bila opravljena na vzorcu 3.199 družb iz različnih panog. Ugotovili so prisotnost precejšnih razlik vplivov med posameznimi sektorji, kot tudi med družbami v enakih sektorjih. Ugotovili so naslednje spremembe vezane na vpeljavo MSRP 16:

- dvig mediane deleža dolga v višini 22%,
- dvig mediane EBITDA v višini 13%,
- dvig mediane finančnega vzvoda, izračunanega kot količnik neto dolga v EBITDA, iz 2,03 na 2,14 in
- več kot 25% rast dolga pri 53% subjektov.

Ključne ugotovitve o vplivih na mediano povečanja dolga in EBITDA zaradi uvedbe MSRP 16 na najbolj prizadete panoge so predstavljene na sliki 8. Prve tri panoge, ki so pokazale največji vpliv vpeljave MSRP 16 na kazalnik mediane dolga, so trgovina na drobno (velik obseg najema skladišč in trgovskih prostorov), letalski prevozniki (velik obseg najema letal) ter strokovne storitve (velik obseg najema poslovnih prostorov). Panoge, ki so na vrhu lestvice po višini relativnega dviga mediane dolga, v večini primerov prednjačijo tudi po relativnem dvigu mediane EBITDA, kar nakazuje na določeno pozitivno korelacijo med tema dvema kazalnikoma.

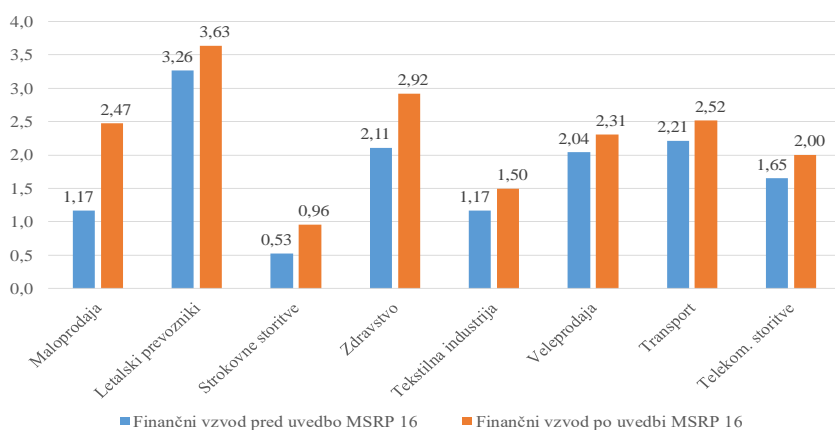
Slika 8: Vpliv uvedbe MSRP 16 na posamezne panoge



Prirejeno po PwC (2016).

V večini panog bo višina finančnega vzvoda po uvedbi MSRP 16 višja kot v času veljave MRS 17. Prikaz sprememb višine finančnega vzvoda pred in po uvedbi MSRP 16 na različne panoge je predstavljen na sliki 9.

Slika 9: Sprememba finančnega vzvoda pred in po uvedbi MSRP 16 glede na panogo



Prirejeno po PwC (2016).

4 PREDSTAVITEV DRUŽBE S. OLIVER SLO D.O.O.

4.1 Analiza družbe

V tabeli 5 so predstavljeni osnovni podatki družbe S. Oliver SLO d.o.o. Družba je bila prvotno ustanovljena pod nazivom AS Družba za šport in trgovina d.o.o. in z dnem 10.6.1999 preimenovana v S. Oliver SLO d.o.o. Ustanovitelja sta bila Aleksander in Marko Arsenovič, oba s 50% lastniškim deležem. Od leta 2013 dalje je S. Oliver SLO d.o.o. v 100% lasti nemške družbe Texlog GmbH. Glede na glavno dejavnost se družba po Standardni klasifikaciji dejavnosti uvršča v skupino G 46.420 Trgovina na debelo z oblačili in obutvijo. Spada med družbe z omejeno odgovornostjo in se po velikosti razvršča med srednje enote.

Tabela 5: Predstavitev družbe S. Oliver SLO d.o.o.

Družba: S. Oliver SLO d.o.o.	
Firma:	S. Oliver SLO trgovina in storitve d.o.o.
Skrajšana firma:	Družba: S. Oliver SLO d.o.o.
Sedež:	Stritarjeva ulica 7, 1000 Ljubljana
Datum vpisa v sodni register:	22.12.1989
Matična številka:	5298512
Davčna številka:	SI68422369
Glavna dejavnost po SKD:	G 46.420 Trgovina na debelo z oblačili in obutvijo
Pravno-organizacijska oblika:	Družba z omejeno odgovornostjo d.o.o.
Velikost družbe:	Srednje enote
Vodstvo:	Marko Arsenovič (direktor) Claus-Dietrich Lahrs (direktor)

Prirejeno po Dun & Bradstreet (brez datuma).

S. Oliver SLO d.o.o. (v nadaljevanju tudi družba) pripada Skupini S. Oliver SLO d.o.o., katere matična družba je nemška korporacija S. Oliver Bernd Freier & Co. KG, ki jo sestavlja 6 blagovnih znamk (S. Oliver SLO d.o.o., 2022) :

- S.Oliver,
- Q/S designed by S.Oliver,
- TRIANGLE,
- Comma,
- LIEBESKIND Berlin in
- COPENHAGEN STUDIOS.

Skupina S. Oliver SLO d.o.o. je prisotna na trgih v 40 državah in zaposluje preko 5.100 zaposlenih. Skupina je nastala iz prvotno majhne butične družbe, danes pa velja za eno največjih mednarodno priznanih modnih družb.

4.2 Zakonska podlaga sestavljanja računovodskih izkazov S. Oliver SLO d.o.o.

S. Oliver SLO d.o.o. računovodske izkaze sestavlja v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi (v nadaljevanju SRS), ki so oblikovani s strani Slovenskega inštituta za revizijo. Zadnjič so bili prenovljeni v letu 2016. Zajemajo pravila o strokovnem ravnanju glede računovodenja in obravnavajo poročanja za zunanje potrebe organizacij. SRS so pravzaprav združitev državne računovodske teorije z mednarodnimi zahtevami, predvsem Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja in direktivami Evropske unije (Služba Vlade Republike Slovenije za zakonodajo, 2015).

Računovodski izkazi družbe so sestavljeni v valuti EUR. Poslovna razmerja se sicer s tujimi partnerji izkazujejo tako v domači kot tudi v tuji valuti, za preračun v valuto EUR pa se upoštevajo referenčni tečaji Evropske centralne banke, kot jih poroča Banka Slovenije (S. Oliver SLO d.o.o., 2021).

4.3 Pregled poslovanja S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 – 2021 in izločitev vpliva MSRP 16

4.3.1 Izkaz poslovnega izida

V tabeli 6 je prikazan izkaz poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 – 2021. Izkazi so bili v celotnem analiziranem obdobju revidirani.

Tabela 6: Izkaz poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 - 2021

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	2015	2016	2017	2018	z MSRP 16 2019	z MSRP 16 2020	z MSRP 16 2021
Čisti prihodki od prodaje	18.891.988	20.599.875	21.909.534	22.082.598	21.168.791	14.500.744	19.198.652
Drugi poslovni prihodki	3.935	5.819	6.643	1.824	39.435	1.094.846	354.744
Kosmati donos od poslovanja	18.895.923	20.605.694	21.916.178	22.084.422	21.208.226	15.595.590	19.553.396
NVPB	9.521.614	10.688.139	11.182.865	11.235.665	10.545.328	8.229.379	10.339.060
Stroški materiala	476.972	486.966	436.174	414.609	488.401	377.401	348.960
Stroški storitev	3.349.547	3.400.063	3.491.391	3.549.648	2.251.751	1.619.762	1.827.061
Stroški dela	3.479.134	3.698.824	3.941.770	4.125.955	4.480.142	4.564.282	4.800.169
Amortizacija	486.279	481.531	443.722	438.682	1.897.229	2.176.840	2.184.011
Prev. posl. odh. OOS in NOS	30.507	28.372	20.716	3.180	80.811	7.720	3.597
Prev. posl. odh. OBK	18.441	10.561	14.852	130	4.344	109.231	0
Drugi poslovni odhodki	692.447	748.594	775.326	850.348	871.709	512.978	695.940
Skupaj poslovni odhodki	18.054.941	19.543.050	20.306.818	20.618.216	20.619.714	17.597.593	20.198.799
EBIT	840.982	1.062.644	1.609.360	1.466.206	588.512	-2.002.003	-645.403
EBITDA	1.327.261	1.544.175	2.053.083	1.904.888	2.485.741	174.837	1.538.608

se nadaljuje

Tabela 6: Izkaz poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 – 2021 (nad.)

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	2015	2016	2017	2018	z MSRP 16 2019	z MSRP 16 2020	z MSRP 16 2021
Finančni prihodki	277	581	500.453	1.012.535	470.797	332	1.482
<i>Finančni prihodki iz deležev</i>	79	105	500.042	1.011.848	450.138	43	24
<i>Finančni prihodki iz danih posojil</i>	118	18	12	8	6	9	4
<i>Finančni prihodki iz poslovnih terjatev</i>	80	459	399	679	20.653	279	1454
Finančni odhodki	180	121	131	203	163.594	150.108	138.948
<i>Finančni odhodki iz finančnih obveznosti</i>	105	101	68	203	163.572	150.054	138.874
<i>Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti</i>	75	20	63	0	22	54	74
Drugi prihodki	37.688	32.641	39.592	58.890	54.562	37.287	78.851
Drugi odhodki	105.641	1.851	2.016	14.599	68.112	1.038	3.025
Celotni poslovni izid	773.126	1.093.894	2.147.258	2.522.829	882.165	-2.115.530	-707.043
Davek iz dobička	140.665	182.993	332.625	303.913	88.062	0	0
Odloženi davki	0	0	0	0	0	-429.567	429.567
Čisti poslovni izid	632.461	910.901	1.814.633	2.218.916	794.103	-1.685.963	-1.136.610
<i>Efektivna stopnja davka DDPO</i>	<i>18,2%</i>	<i>16,7%</i>	<i>15,5%</i>	<i>12,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>

Prirejeno po S. Oliver SLO d.o.o. (2015), S. Oliver SLO d.o.o. (2016), S. Oliver SLO d.o.o. (2017), S. Oliver SLO d.o.o. (2018), S. Oliver SLO d.o.o. (2019), S. Oliver SLO d.o.o. (2020) in S. Oliver SLO d.o.o. (2021).

Družba je v analiziranem obdobju realizirala med okvirno 19 milijonov EUR in 22 milijonov EUR čistih prihodkov od prodaje (v nadaljevanju ČPP). Izjema je leto 2020, ko je bilo predvsem zaradi začasnega zaprtja poslovalnic v času pandemije covid-19 doseženih manj ČPP, okvirno 14,5 milijonov EUR.

Najpomembnejšo postavko med poslovnimi odhodki je skozi celotno analizirano obdobje 2015 – 2021 predstavljala nabavna vrednost prodanega blaga, ki je predstavljala preko 50% vseh ČPP. Sledili so stroški dela, ki so se nanašali na med 112 in 140 zaposlenih v povprečju, ter so v ČPP nihali med okvirno 18% in 32%, s trendom naraščanja v obdobju 2016 – 2020. Tretjo najpomembnejšo postavko poslovnih odhodkov so predstavljali stroški storitev, ki so v letih 2015 – 2018 predstavljali med okvirno 16% in 18% ČPP. V obdobju 2019 – 2021 so se nato na račun vpeljave MSRP 16 znižali in v ČPP skoraj preplovali ter predstavljali med 10% in 11% ČPP.

Nasprotno se je na račun vpeljave MSRP 16 v obdobju 2019 – 2021 povišala postavka amortizacije. Slednja je v letih 2019, 2020 in 2021 predstavljala 9%, 15% in 11% ČPP, medtem ko je v obdobju 2015 – 2018 znašala zgolj med okvirno 2% in 3% ČPP.

Manj pomembne postavke poslovnih odhodkov so predstavljali drugi poslovni odhodki, ki so v celotnem opazovanem obdobju znašali 4% ČPP in stroški materiala, ki so v celotnem opazovanem obdobju znašali med 2% in 3% ČPP. Višina prevrednotovalnih poslovnih odhodkov je bila v obdobju analize 2015 – 2021 zanemarljiva, saj ni presegla 1% ČPP.

Finančni prihodki so bili v letih 2015, 2016, 2020 in 2021 minimalni, v obdobju 2017 – 2019 pa visoki na račun izplačila dividend povezane družbe S. Oliver HR d.o.o., ki je v 100% lasti

S. Oliver SLO d.o.o. Prav tako je bila višina finančnih odhodkov nepomembna v obdobju 2015 – 2018, nato pa se je zaradi vpeljave MSRP 16, povečala in predstavljala 1% ČPP. Drugi prihodki in odhodki so bili razmeroma stabilni in po višini nematerialni.

Družba S. Oliver SLO d.o.o. je v večini opazovanih let beležila dobiček, ki se je v obdobju 2015 - 2018 strmo povečeval in skoraj potrojil (z okvirno 632 milijonov EUR v letu 2015 se je povzpел na okvirno 2.219 milijonov EUR v letu 2018). V letu 2019 je bila družba nekoliko manj dobičkonosna, z realiziranimi okvirno 794 milijoni EUR dobička. Nadalje je v letih 2020 in 2021 na poslovanje S. Oliver SLO d.o.o. negativno vplivala pandemija covid-19, kar se je odrazilo v visoki izgubi, v višini 1.686 milijonov EUR v letu 2020 in 1.137 milijonov EUR v letu 2021.

Kot navedeno, je vpeljava MSRP 16 vplivala na naslednje postavke v izkazu poslovnega izida v obdobju 2019 - 2021:

- stroški storitev (zmanjšanje po vpeljavi MSRP),
- amortizacija (povečanje po vpeljavi MSRP 16) in
- finančni odhodki (povečanje po vpeljavi MSRP 16).

4.3.2 Izločitev vpliva MSRP 16 iz izkaza poslovnega izida

Družba S. Oliver SLO d.o.o. je računovodske izkaze za obdobje 2019 do 2021 pripravila upoštevaje zahteve SRS 1, ki je v vseh ključnih vidikih podoben MSRP 16. To pomeni, da stroški storitev ne vključujejo več stroškov najemnin za najete poslovne prostore, službene avtomobile in viličarja (nižji stroški storitev) in so s tem stroški storitev v zadnjem triletnem obdobju analize v primerjavi z obdobjem 2015 – 2018 nižji.

Nasprotno pa je vpliv MSRP 16 vplival na višino amortizacije, ki je v obdobju 2019 – 2021 višja v primerjavi z obdobjem 2015 – 2018, in sicer na račun novo pripoznanih sredstev. Navedeno je vplivalo tudi na višino izkazanega EBITDA, ki je po vpeljavi MSRP 16 višja, kot bi bila sicer.

Za namen odgovora na prvo raziskovalno vprašanje sem iz izvirnega izkaza poslovnega izida izločila vpliv MSRP 16 in na ta način dobila temelj za vrednotenje S. Oliver SLO d.o.o. po Scenariju 1 (brez MSRP 16) in Scenariju 2 (z vključenim MSRP 16). Izločitve so razvidne iz tabele 7.

Tabela 7: Izkaz poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. in izločitev vpliva MSRP 16

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	z MSRP 16							Izločitev vpliva MSRP 16			brez MSRP 16		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Čisti prihodki od prodaje	18.891.988	20.599.875	21.909.534	22.082.598	21.168.791	14.500.744	19.198.652	0	0	0	21.168.791	14.500.744	19.198.652
Drugi poslovni prihodki	3.935	5.819	6.643	1.824	39.435	1.094.846	354.744	0	0	0	39.435	1.094.846	354.744
Kosmati donos od poslovanja	18.895.923	20.605.694	21.916.178	22.084.422	21.208.226	15.595.590	19.553.396	0	0	0	21.208.226	15.595.590	19.553.396
NVPB	9.521.614	10.688.139	11.182.865	11.235.665	10.545.328	8.229.379	10.339.060	0	0	0	10.545.328	8.229.379	10.339.060
Stroški materiala	476.972	486.966	436.174	414.609	488.401	377.401	348.960	0	0	0	488.401	377.401	348.960
Stroški storitev	3.349.547	3.400.063	3.491.391	3.549.648	2.251.751	1.619.762	1.827.061	1.358.437	1.755.343	1.712.506	3.610.188	3.375.105	3.539.567
Najemnine	1.690.958	1.715.255	1.757.277	1.758.238	399.801	2.896	45.732	1.358.437	1.755.343	1.712.506	1.758.238	1.758.238	1.758.238
Ostalo	1.658.589	1.684.808	1.734.114	1.791.409	1.851.950	1.616.867	1.781.329	0	0	0	1.851.950	1.616.867	1.781.329
Stroški dela	3.479.134	3.698.824	3.941.770	4.125.955	4.480.142	4.564.282	4.800.169	0	0	0	4.480.142	4.564.282	4.800.169
Amortizacija	486.279	481.531	443.722	438.682	1.897.229	2.176.840	2.184.011	-1.387.507	-1.570.082	-1.610.869	509.722	606.758	573.142
Druge naprave in oprema	193.342	200.616	168.884	169.915	239.848	316.366	321.229	0	0	0	239.848	316.366	321.229
Vlaganja v tuja OS	269.238	257.700	252.650	246.318	245.203	255.626	227.258	0	0	0	245.203	255.626	227.258
Pravica do uporabe sredstva	0	0	0	0	1.387.507	1.570.082	1.610.869	-1.387.507	-1.570.082	-1.610.869	0	0	0
Poslovni prostori	0	0	0	0	1.348.135	1.530.710	1.584.348	-1.348.135	-1.530.710	-1.584.348	0	0	0
Službeni avtomobili	0	0	0	0	36.803	36.803	23.951	-36.803	-36.803	-23.951	0	0	0
Viličar	0	0	0	0	2.569	2.569	2.569	-2.569	-2.569	-2.569	0	0	0
Prev. posl. odh. OOS in NOS	30.507	28.372	20.716	3.180	80.811	7.720	3.597	0	0	0	80.811	7.720	3.597
Prev. posl. odh. OBK	18.441	10.561	14.852	130	4.344	109.231	0	0	0	0	4.344	109.231	0
Drugi poslovni odhodki	692.447	748.594	775.326	850.348	871.709	512.978	695.940	0	0	0	871.709	512.978	695.940
Skupaj poslovni odhodki	18.054.941	19.543.050	20.306.818	20.618.216	20.619.714	17.597.593	20.198.799	-29.070	185.261	101.638	20.590.644	17.782.854	20.300.436
EBIT	840.982	1.062.644	1.609.360	1.466.206	588.512	-2.002.003	-645.403	29.070	-185.261	-101.638	617.582	-2.187.264	-747.040
EBITDA	1.327.261	1.544.175	2.053.083	1.904.888	2.485.741	174.837	1.538.608	-1.358.437	-1.755.343	-1.712.506	1.127.304	-1.580.506	-173.898
Finančni prihodki	277	581	500.453	1.012.535	470.797	332	1.482	0	0	0	470.797	332	1.482
Finančni prihodki iz deležev	79	105	500.042	1.011.848	450.138	43	24	0	0	0	450.138	43	24
Finančni prihodki iz danih posojil	118	18	12	8	6	9	4	0	0	0	6	9	4
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	80	459	399	679	20.653	279	1.454	0	0	0	20.653	279	1.454
Finančni odhodki	180	121	131	203	163.594	150.108	138.948	-163.572	-148.863	-121.644	22	1.245	17.304
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	105	101	68	203	163.572	150.054	138.874	-163.572	-148.863	-121.644	0	1.191	17.230
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	75	20	63	0	22	54	74	0	0	0	22	54	74
Drugi prihodki	37.688	32.641	39.592	58.890	54.562	37.287	78.851	0	0	0	54.562	37.287	78.851
Drugi odhodki	105.641	1.851	2.016	14.599	68.112	1.038	3.025	0	0	0	68.112	1.038	3.025
Celotni poslovni izid	773.126	1.093.894	2.147.258	2.522.829	882.165	-2.115.530	-707.043	192.642	-36.398	20.006	1.074.807	-2.151.928	-687.036
Davek iz dobička	140.665	182.993	332.625	303.913	88.062	0	0	19.230	0	0	107.292	0	0
Odloženi davki	0	0	0	0	0	-429.567	429.567	0	0	0	0	-429.567	429.567
Čisti poslovni izid	632.461	910.901	1.814.633	2.218.916	794.103	-1.685.963	-1.136.610	173.411	-36.398	20.006	967.514	-1.722.361	-1.116.603
Efektivna stopnja davka DDPO	18,2%	16,7%	15,5%	12,0%	10,0%	0,0%	0,0%				10,0%	0,0%	0,0%

Prirejeno po S. Oliver SLO d.o.o. (2015), S. Oliver SLO d.o.o. (2016), S. Oliver SLO d.o.o. (2017), S. Oliver SLO d.o.o. (2018), S. Oliver SLO d.o.o. (2019), S. Oliver SLO d.o.o. (2020) in S. Oliver SLO d.o.o. (2021).

Izločitve vpliva MSRP 16 iz izkaza poslovnega izida v obdobju 2019 - 2021 sem izpeljala na sledeč način:

- Višino najemnine za leta 2019, 2020 in 2021 pri izkazu brez vpliva MSRP 16 sem predpostavila v višini razlike do stroškov najemnin iz leta 2018.
- Pri izkazu brez vpliva MSRP 16 sem višino amortizacije zmanjšala za znesek amortizacij iz naslova pravice do uporabe sredstev (za poslovne prostore, službene avtomobile in viličarja).
- Finančne odhodke iz finančnih obveznosti, ki so se v celoti nanašali na finančne obresti iz dolgoročnih najemov, sem v izkazu brez vpliva MSRP 16 za obdobje 2019 – 2021 izločila v celoti.

Kot je razvidno iz tabele 7, se je uvedba MSRP 16 v obdobju 2019 - 2021 odrazila v izrazitem povečanju EBITDA. In sicer, EBITDA je z upoštevanim vplivom MSRP 16 višja za med 1,4 milijonov EUR in 1,8 milijonov EUR v posameznem letu. V letu 2019 je to povečanje pomenilo več kot podvojeno vrednost EBITDA. V letih 2020 in 2021 je S. Oliver SLO d.o.o. zaradi negativnega vpliva pandemije covid-19 na poslovanje beležil nekoliko nižji, vendar pozitivni realizirani vrednosti EBITDA z vključenim MSRP 16. Kot izhaja iz analize, je vpliv MSRP 16 v teh dveh letih še večji, saj je vrednost EBITDA z izključenim vplivom MSRP 16 celo negativna.

Nasprotno je izločitev rahlo pozitivno vplivala na višino čistega poslovnega izida v letih 2019 in 2021, medtem ko je bil vpliv v letu 2020 negativen (realizirana je še večja izguba). Dodatno je izločitev MSRP 16 vplivala na povečanje davka od dobička poslovnih oseb (v nadaljevanju DDPO) v letu 2019, saj je davčna osnova v tem primeru višja ob nespremenjeni davčni stopnji, medtem ko v letih 2020 in 2021 zaradi realizirane izgube vpliva ni bilo.

4.3.3 Bilanca stanja

V tabeli 8 je prikazana bilanca stanja S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 – 2021. Izkazi so bili v celotnem analiziranem obdobju revidirani.

Tabela 8: Bilanca stanja S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 - 2021

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	z MSRP 16 31.12.2019	z MSRP 16 31.12.2020	z MSRP 16 31.12.2021
SREDSTVA	8.326.006	8.761.859	9.204.374	9.525.489	16.616.443	17.044.229	13.921.183
Dolgoročna sredstva	4.147.769	4.304.131	4.186.099	3.962.119	11.787.533	11.715.831	9.581.366
Neopredmetena sredstva	102.344	103.363	98.258	100.965	105.365	101.309	76.654
Opredmetena sredstva	1.561.645	1.628.355	1.529.257	1.349.054	9.194.460	8.701.176	6.665.829
Dolgoročne finančne naložbe	2.483.780	2.483.780	2.483.780	2.483.780	2.483.780	2.483.780	2.838.883
Dolgoročne poslovne terjatve	0	88.633	74.804	28.320	3.928	0	0
Odložene terjatve za davek	0	0	0	0	0	429.567	0

se nadaljuje

Tabela 8: Bilanca stanja S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2015 – 2021 (nad.)

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	z MSRP 16 31.12.2019	z MSRP 16 31.12.2020	z MSRP 16 31.12.2021
Kratkoročna sredstva	4.124.786	4.400.373	4.963.994	5.497.591	4.757.982	5.259.053	4.090.783
Zaloge	1.541.604	1.884.332	1.811.548	2.177.840	2.151.365	3.050.399	2.816.226
Kratkoročne finančne naložbe (posojila)	1.224.525	556.338	1.509.771	1.317.731	856.351	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	946.944	1.047.941	1.292.824	1.464.591	1.170.980	1.529.591	1.191.419
Denarna sredstva	411.713	911.762	349.851	537.429	579.286	679.063	83.138
Kratkoročne AČR	53.451	57.355	54.281	65.779	70.928	69.345	249.034
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	8.326.006	8.761.859	9.204.374	9.525.489	16.616.443	17.044.229	13.921.183
Kapital	7.026.372	6.934.118	7.229.570	7.432.075	6.945.377	5.239.594	4.065.966
Vpoklicani kapital	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585
Kapitalske rezerve	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585
Rezerve iz dobička	166.917	166.917	166.917	166.917	166.917	166.917	166.917
Rezerve nastale zaradi prevred. po pošt. vr.	0	-3.156	-22.335	-38.746	-69.549	-89.369	-126.367
Preneseni čisti PI	4.557.824	4.190.285	3.601.187	3.415.818	4.384.733	5.178.839	3.492.856
Čisti poslovni izid	632.461	910.902	1.814.631	2.218.916	794.106	-1.685.963	-1.136.610
Rezervacije	92.580	105.490	139.630	171.890	225.704	270.308	334.920
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0
Finančne obveznosti	0	0	0	0	7.259.192	8.961.681	7.873.404
Dolgoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	5.916.904	5.436.909	3.645.494
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	1.342.288	3.524.772	4.227.910
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.027.886	1.458.503	1.496.247	1.536.701	1.856.490	2.297.048	1.287.549
Kratkoročne PČR	179.168	263.748	338.927	384.823	329.680	275.598	359.344
Zunajbilančne obveznosti	1.189.999	1.170.000	1.356.000	1.456.000	980.000	1.075.800	1.316.000

Prirjejeno po S. Oliver SLO d.o.o. (2015), S. Oliver SLO d.o.o. (2016), S. Oliver SLO d.o.o. (2017), S. Oliver SLO d.o.o. (2018), S. Oliver SLO d.o.o. (2019), S. Oliver SLO d.o.o. (2020) in S. Oliver SLO d.o.o. (2021).

Družba je v analiziranem obdobju 31.12.2015 – 31.12.2018 realizirala med okvirno 8,3 milijonov EUR in 9,5 milijonov EUR vseh sredstev. Z vpeljavo MSRP 16 se je višina celotnih sredstev povečala in znašala 16,6 milijonov EUR na dan 31.12.2019, 17 milijonov EUR na dan 31.12.2020 in 13,9 milijonov EUR na dan 31.12.2021. Navedeno pomeni, da je imela uveljavitev MSRP 16 močan pozitiven vpliv na bilančno vsoto.

V obdobju konec 2015 – 2018 so največji delež med celotnimi sredstvi predstavljale dolgoročne finančne naložbe (med okvirno 26% in 30% vseh sredstev). Sledile so zaloge (med okvirno 19% in 23% vseh sredstev) in opredmetena osnovna sredstva (med okvirno 14% in 19% vseh sredstev). Nekoliko nižji delež so v enakem obdobju predstavljale kratkoročne finančne naložbe in terjatve, medtem ko so bile postavke denarnih sredstev, neopredmetenih osnovnih sredstev, dolgoročnih poslovnih terjatev in aktivnih časovnih razmejitev manj pomembne.

Med obveznostmi do virov sredstev je v obdobju pred uvedbo MSRP 16 daleč največji delež predstavljala postavka kapitala (med okvirno 78% in 84% celotnih obveznosti do virov sredstev). Sledile so kratkoročne poslovne obveznosti (med okvirno 12% in 17% celotnih obveznosti do virov sredstev). Višina rezervacij in kratkoročnih pasivnih časovnih razmejitev je bila zanemarljiva.

Z vpeljavo MSRP 16 so se deleži v obdobju konec 2019 – 2021 tako na strani aktive, kot na strani pasive močno spremenili. Med sredstvi je na račun pripoznavanja pravice do uporabe poslovnih prostorov, službenih avtomobilov in viličarja najpomembnejša postala postavka opredmetenih osnovnih sredstev. Slednja so se namreč po vpeljavi MSRP 16 povečala za okvirno med 5 do 6-krat v primerjavi s koncem let 2015 – 2018 in predstavljala okvirno med 48% in 55% vseh sredstev. Zmanjšal se je delež dolgoročnih finančnih naložb (na okvirno med 15% in 20% vseh sredstev) in zalog (na okvirno med 13% in 20% vseh sredstev). Prav tako so vse ostale postavke sredstev (kratkoročne in dolgoročne poslovne terjatve, denarna sredstva, odložene terjatve za davek, kratkoročne poslovne terjatve, kratkoročne finančne naložbe in neopredmetena sredstva) predstavljale nižji delež v celotnih sredstvih v obdobju konec let 2019 – 2021 v primerjavi s predhodnim obdobjem.

Na strani pasive je po uveljavitvi MSRP 16 najvišji delež pripadel postavki finančnih obveznosti, ki je bila v celoti vezana na obveznosti za poslovni najem. Pred tem družba ni beležila finančnih obveznosti. Finančne obveznosti so v obdobju 31.12.2019 – 31.12.2021 predstavljale med okvirno 44% in 57% vseh obveznosti do virov sredstev. Delež postavke kapitala v celotnih obveznostih do virov sredstev je v istem obdobju upadel na med okvirno 29% in 42%. Zmanjšanje deleža v celotnih obveznostih do virov sredstev je bilo izraženo tudi pri postavkah kratkoročne poslovne obveznosti in kratkoročne pasivne časovne razmejitve, medtem ko je delež rezervacij ostal enak (kar ni povezano z vpeljavo MSRP 16).

Kot navedeno, je v bilanci stanja vpeljava MSRP 16 vplivala na naslednje postavke v obdobju 31.12.2019 – 31.12.2021:

- opredmetena osnovna sredstva (povečanje po vpeljavi MSRP 16) in
- finančne obveznosti (povečanje po vpeljavi MSRP 16).

Posredno je vpeljava MSRP 16 vplivala tudi na višino kapitala. Sprememba postavk v izkazu poslovnega izida je namreč rezultirala v spremembi višine čistega poslovnega izida in s tem tudi prenesenega čistega poslovnega izida.

4.3.4 Izločitev vpliva MSRP 16 iz bilance stanja

Družba je bilanco stanja na dan 31.12.2019, 31.12.2020 in 31.12.2021 pripravila upoštevaje zahteve SRS 1, ki je v vseh ključnih vidikih podoben MSRP 16. To je pomenilo, da so se opredmetena osnovna sredstva povečala za pravico do uporabe sredstev. Na strani pasive pa so se povečale finančne obveznosti, ki se nanašajo na najeta sredstva. Kot že rečeno, je vpeljava MSRP 16 vplivala tudi na spremembo v kapitalu.

Za namen odgovora na prvo raziskovalno vprašanje sem iz izvorne bilance stanja izločila vpliv MSRP 16 in na ta način dobila temelj za vrednotenje S. Oliver SLO d.o.o. po Scenariju 1 (brez MSRP 16) in Scenariju 2 (z vključenim MSRP 16). Izločitve so razvidne iz tabele 9.

Tabela 9: Bilanca stanja S. Oliver SLO d.o.o. in izločitev vpliva MSRP 16

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	z MSRP 16							Izločitev vpliva MSRP 16			brez MSRP 16		
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
SREDSTVA	8.326.006	8.761.859	9.204.374	9.525.489	16.616.443	17.044.229	13.921.183	-7.186.760	-6.518.414	-4.934.066	9.429.683	10.525.815	8.987.117
Dolgoročna sredstva	4.147.769	4.304.131	4.186.099	3.962.119	11.787.533	11.715.831	9.581.366	-7.186.760	-6.518.414	-4.934.066	4.600.773	5.197.417	4.647.300
Neopredmetena sredstva	102.344	103.363	98.258	100.965	105.365	101.309	76.654	0	0	0	105.365	101.309	76.654
Opredmetena sredstva	1.561.645	1.628.355	1.529.257	1.349.054	9.194.460	8.701.176	6.665.829	-7.186.760	-6.518.414	-4.934.066	2.007.700	2.182.761	1.731.763
Zgradbe (poslovni prostori)	0	0	0	0	7.094.838	6.465.865	4.881.517	-7.094.838	-6.465.865	-4.881.517	0	0	0
Druge naprave in oprema, drobni inv. in druga OOS	1.549.114	1.616.624	1.529.257	1.337.851	1.924.135	2.202.258	1.770.159	-91.922	-52.549	-52.549	1.832.213	2.149.709	1.717.610
OOS v gradnji in izdelavi	12.531	11.731	0	11.203	175.487	33.052	14.153	0	0	0	175.487	33.052	14.153
Dolgoročne finančne naložbe	2.483.780	2.483.780	2.483.780	2.483.780	2.483.780	2.483.780	2.838.883	0	0	0	2.483.780	2.483.780	2.838.883
Dolgoročne poslovne terjatve	0	88.633	74.804	28.320	3.928	0	0	0	0	0	3.928	0	0
Odložene terjatve za davke	0	0	0	0	0	429.567	0	0	0	0	0	429.567	0
Kratkoročna sredstva	4.124.786	4.400.373	4.963.994	5.497.591	4.757.982	5.259.053	4.090.783	0	0	0	4.757.982	5.259.053	4.090.783
Zaloge	1.541.604	1.884.332	1.811.548	2.177.840	2.151.365	3.050.399	2.816.226	0	0	0	2.151.365	3.050.399	2.816.226
Kratkoročne finančne naložbe (posojila)	1.224.525	556.338	1.509.771	1.317.731	856.351	0	0	0	0	0	856.351	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	946.944	1.047.941	1.292.824	1.464.591	1.170.980	1.529.591	1.191.419	0	0	0	1.170.980	1.529.591	1.191.419
Denarna sredstva	411.713	911.762	349.851	537.429	579.286	679.063	83.138	0	0	0	579.286	679.063	83.138
Kratkoročne AČR	53.451	57.355	54.281	65.779	70.928	69.345	249.034	0	0	0	70.928	69.345	249.034
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	8.326.006	8.761.859	9.204.374	9.525.489	16.616.443	17.044.229	13.921.183	-7.186.760	-6.518.414	-4.934.066	9.429.683	10.525.815	8.987.117
Kapital	7.026.372	6.934.118	7.229.570	7.432.075	6.945.377	5.239.594	4.065.966	72.432	122.824	184.770	7.017.809	5.362.418	4.250.736
Vpoklicani kapital	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	0	0	0	834.585	834.585	834.585
Kapitalske rezerve	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	834.585	0	0	0	834.585	834.585	834.585
Rezerve iz dobička	166.917	166.917	166.917	166.917	166.917	166.917	166.917	0	0	0	166.917	166.917	166.917
Rezerve nastale zaradi prevred. po pošt. vr.	0	-3.156	-22.335	-38.746	-69.549	-89.369	-126.367	0	0	0	-69.549	-89.369	-126.367
Preneseni čisti PI	4.557.824	4.190.285	3.601.187	3.415.818	4.384.733	5.178.839	3.492.856	-100.979	159.221	164.763	4.283.754	5.338.061	3.657.619
Čisti poslovni izid	632.461	910.902	1.814.631	2.218.916	794.106	-1.685.963	-1.136.610	173.411	-36.398	20.006	967.517	-1.722.361	-1.116.604
Rezervacije	92.580	105.490	139.630	171.890	225.704	270.308	334.920	0	0	0	225.704	270.308	334.920
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finančne obveznosti	0	0	0	0	7.259.192	8.961.681	7.873.404	-7.259.192	-6.641.238	-5.118.836	0	2.320.443	2.754.568
Dolgoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	5.916.904	5.436.909	3.645.494	-5.916.904	-5.436.909	-3.645.494	0	0	0
Kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	1.342.288	3.524.772	4.227.910	-1.342.288	-1.204.329	-1.473.342	0	2.320.443	2.754.568
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.027.886	1.458.503	1.496.247	1.536.701	1.856.490	2.297.048	1.287.549	0	0	0	1.856.490	2.297.048	1.287.549
Kratkoročne PČR	179.168	263.748	338.927	384.823	329.680	275.598	359.344	0	0	0	329.680	275.598	359.344
Zunajbilančne obveznosti	1.189.999	1.170.000	1.356.000	1.456.000	980.000	1.075.800	1.316.000	0	0	0	980.000	1.075.800	1.316.000

Prirjeno po S. Oliver SLO d.o.o. (2015), S. Oliver SLO d.o.o. (2016), S. Oliver SLO d.o.o. (2017), S. Oliver SLO d.o.o. (2018), S. Oliver SLO d.o.o. (2019), S. Oliver SLO d.o.o. (2020) in S. Oliver SLO d.o.o. (2021).

Izločitve vpliva MSRP 16 iz bilance stanja na dan 31.12.2019, 31.12.2020 in 31.12.2021 sem izpeljala sledeče:

- Opredmetena osnovna sredstva sem zmanjšala za novo nastala opredmetena osnovna sredstva vezana na pravico do uporabe sredstev, kar je pomenilo visoko znižanje postavke za okvirno 7,2 milijonov EUR na dan 31.12.2019, za okvirno 6,5 milijonov EUR na dan 31.12.2020 in za okvirno 4,9 milijonov EUR na dan 31.12.2021.
- Finančne obveznosti so bile v obdobju vpeljave MSRP 16 v celoti vezane na najeta sredstva, zato sem jih iz bilance stanja brez vpliva MSRP 16 za obdobje konec let 2019 – 2021 izločila v celoti.

Iz tabele 9 je razvidno, da se je izločitev vpliva MSRP 16 v obdobju 2019 - 2021 odrazila v izrazitem znižanju bilančne vsote. Višina vseh sredstev in obveznosti do virov sredstev je tako postala primerljiva nivoju obdobja konec 2015 – 2018. S tem v okviru prvega raziskovalnega vprašanja potrjujem, da uvedba MSRP 16 pomembno vpliva na višino bilančne vsote S. Oliver SLO d.o.o. Slednja je namreč konec leta 2019 višja za 76% v primerjavi s koncem leta 2019, kjer je vpliv MSRP 16 izločen. Pri enaki primerjavi je bilančna vsota konec leta 2020 višja za 62% (primerjava konca leta 2020 z MSRP 16 s koncem leta 2020 brez MSRP 16) in konec leta 2021 višja za 55% (primerjava konca leta 2021 z MSRP 16 s koncem leta 2021 brez MSRP 16).

Kot izhaja iz analize v točkah 4.3.1. in 4.3.2. je poslovanje S. Oliver SLO d.o.o. v letih 2020 in 2021 močno prizadel nastop pandemije covid-19, kar je rezultiralo v visoki izgubi v obeh navedenih letih. Glede na dejstvo, da navedeno predstavlja neobičajno poslovanje, sem se odločila, da v nadaljevanju magistrskega dela let 2020 in 2021 v analizo ne vključujem in se osredotočim zgolj na leto 2019. Leto 2019 je namreč z vidika prikaza vpliva MSRP 16 tako v računovodskih izkazih kot tudi pri vrednotenju družbe prelomno, saj gre za leto, ko je prenovljeni standard MSRP 16 stopil v veljavo.

4.3.5 Primerjava izkaza denarnih tokov pred in po uvedbi MSRP 16 v obdobju 2019 - 2021

Na podlagi izkaza poslovnega izida in bilance stanja, prikazanih v prejšnjih točkah 4.3.2. in 4.3.4. sem sestavila izkaz denarnih tokov z vključenim MSRP 16 in izkaz denarnih tokov brez upoštevanja MSRP 16 za leto 2019. Izkaza, predstavljena v tabeli 10, sta sestavljena iz denarnega toka iz poslovanja, denarnega toka iz investiranja in denarnega toka iz financiranja. Iz izkazov je razvidno, da se višine navedenih treh skupin denarnih tokov med izkazoma v letu 2019 razlikujejo na sledeč način:

- Denarni tok iz poslovanja je za več kot dvakrat višji v primeru z vključenim MSRP 16 na račun nižjih stroškov storitev.

- Denarni tok iz investiranja je v primeru z vključenim MSRP 16 za okvirno 9-krat nižji zaradi visokih izkazanih vlaganj v opredmetena osnovna sredstva iz naslova pravice do uporabe sredstev.
- Denarni tok iz financiranja je v primeru z vključenim MSRP 16 znašal preko 6 milijonov EUR, in sicer zaradi visokih izkazanih finančnih obveznosti, v celoti vezanih na pravico do uporabe sredstev. Denarni tok iz financiranja v primeru brez vključenega denarnega toka pa je izkazan v negativnem znesku.

Kljub različnim višinam izkazanih denarnih tokov med izkazoma pa je končni letni denarni tok enak. Gre za to, da vpeljava MSRP 16 vpliva na spremembo v računovodenju najemov, kar vpliva na višino postavk v računovodskih izkazih, vendar pa na skupni denarni tok družbe ne vpliva. Spremembe računovodskih zahtev namreč ne spremenijo zneska denarne transakcije, ki se prenese med strankama (IFRS Foundation, 2016).

Tabela 10: Izkaz denarnih tokov S. Oliver SLO d.o.o. z vključenim vplivom MSRP 16 in izključenim vplivom MSRP 16 v letu 2019

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	z MSRP 16 2019	brez MSRP 16 2019
Poslovni prihodki	21.208.226	21.208.226
Poslovni odhodki (brez am.)	-18.722.485	-20.080.922
EBITDA	2.485.741	1.127.304
Sprememba zalog	26.475	26.475
Sprememba KR terjatev	293.611	293.611
Sprememba AČR	-5.149	-5.149
Sprememba KR obveznosti	319.789	319.789
Sprememba PČR	-55.143	-55.143
Obratni kapital	579.583	579.583
Sprememba DR terjatev	24.392	24.392
Odložene terjatve za davek	0	0
Ostali prihodki	54.562	54.562
Ostali odhodki	-68.112	-68.112
Davki	-88.062	-107.292
Ostalo	-77.220	-96.450
DENARNI TOK IZ POSLOVANJA	2.988.104	1.610.436
DR finančne naložbe	0	0
KR finančne naložbe	461.380	461.380
Investicije NOS, OOS in NN	-9.747.035	-1.172.768
DENARNI TOK IZ INVESTIRANJA	-9.285.655	-711.388
Finančni prihodki	470.797	470.797
Finančni odhodki	-163.594	-22
Rezervacije	53.814	53.814
Finančne obveznosti	7.259.192	0
Kapital	-1.280.801	-1.381.780
DENARNI TOK IZ FINANCIRANJA	6.339.408	-857.191
LETNI DENARNI TOK	41.857	41.857

Prirejeno po S. Oliver SLO d.o.o. (2015), S. Oliver SLO d.o.o. (2016), S. Oliver SLO d.o.o. (2017), S. Oliver SLO d.o.o. (2018), S. Oliver SLO d.o.o. (2019), S. Oliver SLO d.o.o. (2020) in S. Oliver SLO d.o.o. (2021).

4.3.6 Pregled kazalnikov in kazalcev v vključenim vplivom MSRP 16 in po izločitvi vpliva MSRP 16 v letu 2019

V tabeli 11 je prikazana primerjava nekaterih ključnih kazalnikov in kazalcev družbe S. Oliver SLO d.o.o. na podatkih brez vključenega vpliva MSRP 16 in na podatkih z vključenim vplivom MSRP 16 za leto 2019. Primerjani so kazalniki in kazalci, katerih vpliv je pojasnjen v točki 3.5.3.

Tabela 11: Kazalniki in kazalci S. Oliver SLO d.o.o. z vključenim vplivom MSRP 16 in izključenim vplivom MSRP 16 v letu 2019

Kazalniki in kazalci Leto 2019	brez MSRP 16	z MSRP 16	z MSRP 16 / brez MSRP 16	Sprememba
EBITDA	1.127.304	2.485.741	120,5%	↑
Finančni vzvod (dolg / kapital)	0,0	1,05	/	↑
Denarni tok iz poslovanja	1.610.436	2.988.104	85,5%	↑
Kratkoročni koeficient	2,56	1,49	-42,0%	↓
Koeficient obračanja celotnih sredstev	2,24	1,27	-43,3%	↓
Celotni denarni tok	41.857	41.857	0,0%	=

Vir: lastna izdelava.

Ugotavljam, da so rezultati skladni z navedbami IFRS Foundation (2016), ki je za kazalnike in kazalce po uvedbi MSRP 16 napovedala povečanje EBITDA, finančnega vzvoda in denarnega toka iz poslovanja, zmanjšanje kratkoročnega koeficienta in koeficienta obračanja celotnih sredstev ter nespremenjeno vrednost celotnega denarnega toka. Iz tabele 11 je razvidno sledeče:

- EBITDA se je v primeru upoštevanja izkazov z MSRP 16 povečala za kar 120,5%, kar je v primerjavi z raziskavo, predstavljeno v točki 3.5.3, še na precej višjem nivoju.
- Finančni vzvod je pred uvedbo MSRP 16 znašal 0, saj družba ni beležila finančnih obveznosti. Po uvedbi MSRP 16 ta kazalnik znaša 1,05, kar pomeni, da sta višina dolgov in kapitala poravnani in da za S. Oliver SLO d.o.o. tudi po uvedbi MSRP 16 velja nizko tveganje z vidika zadolženosti družbe. Pri tem izpostavljam, da bi bil vpliv lahko pomembnejši, v kolikor bi družba izkazovala finančne dolgove tudi iz drugih naslovov (npr. finančne obveznosti do banke iz naslova pridobljenega kredita).
- Denarni tok iz poslovanja je po uvedbi MSRP 16 višji za 85,5%, kar je predvsem posledica višje vrednosti EBITDA zaradi nižjih stroškov storitev in dejstva, da so finančne obresti za sredstvo v uporabi v celoti evidentirane v denarnem toku iz financiranja.
- Kratkoročni koeficient (izračunan kot kratkoročna sredstva / kratkoročne poslovne in finančne obveznosti) je po uvedbi MSRP 16 nižji za 42% na račun višjih finančnih obveznosti iz naslova sredstev v uporabi.
- Prav tako je koeficient obračanja celotnih sredstev (izračunan kot ČPP / celotnih sredstvih) po uvedbi MSRP 16 nižji za 43,3% na račun višje bilančne vsote.

- Vpliva na celotni denarni tok uvedba MSRP 16 ni imela, saj se prilivi in odlivi družbe s spremembo tega standarda ne spremenijo.

Ker gre v primeru vpeljave MSRP 16 zgolj za spremembo računovodske politike, ta ne bi smela vplivati na oceno vrednosti lastniškega kapitala družbe S. Oliver SLO d.o.o. V nadaljevanju sledi izpeljava vrednotenja družbe S. Oliver SLO d.o.o. in dokaz, da mora biti vrednost lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. v obeh primerih na podlagi izkazov z izločenim vplivom MSRP 16 in z vključenim vplivom MSRP 16 enaka.

5 PODLAGE ZA OCENO VREDNOSTI DRUŽBE S. OLIVER SLO D.O.O. PO METODI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

5.1 Izhodišča in podlage za oceno vrednosti S. Oliver SLO d.o.o.

Oceno vrednosti 100% deleža lastniškega kapitala družbe S. Oliver SLO d.o.o. sem izpeljala po metodi diskontiranih denarnih tokov, ki je pogosto uporabljena metoda v praksi. Po tej metodi je sedanja vrednost družbe enaka višini napovedanih denarnih tokov, ki temeljijo na preteklih računovodskih izkazih (International Federation of Accountants, 2008). Z drugimi besedami, gre za način ocenjevanja, ki temelji na pričakovanem donosu.

V letih 2020 in 2021 je poslovanje družbe S. Oliver SLO d.o.o. močno prizadel nastop pandemije covid-19, kar je rezultiralo v visoki izgubi v obeh navedenih letih. Glede na to, da slednje predstavlja neobičajno poslovanje, sem se odločila, da let 2020 in 2021 v analizo ne vključujem in tako kot presečni datum ocenjevanja vrednosti predpostavim konec leta 2019.

Družba praktično ni zadolžena (zadolženost je v celoti vezana na pravico do uporabe sredstev) in izkazuje pozitivno poslovanje (brez upoštevanja let 2020 in 2021). Zato menim, da je družbo S. Oliver SLO d.o.o. najprimernejše oceniti po posrednem pristopu oz. na denarnem toku do nivoja celotnega kapitala, ki je definiran v enačbi (1):

$$\begin{aligned}
 & \text{Čisti dobiček iz poslovanja zmanjšan za davke} \\
 & \quad + \text{Amortizacija} \\
 & \quad - \text{Investicije} \\
 & \quad - \text{Sprememba obratnega kapitala} \\
 & = \text{Prosti denarni tok za celotni kapital (angl. Free cash to the Firm)}
 \end{aligned} \tag{1}$$

Izpostavljam, da sem projekcijo denarnega toka pripravila za 5-letno obdobje 2020 – 2024 in ločeno napovedala tudi denarni tok, ki se nanaša na oceno preostale vrednosti po letu 2024 (upoštevala sem Gordonov model rasti). Pri izračunu sedanje vrednosti lastniškega kapitala (SVLK) po metodi diskontiranih denarnih tokov je kot presečni datum ocenjevanja vrednosti upoštevan dan 31.12.2019, diskontiranje pa je predvideno v sredini posameznega obdobja,

saj se ocenjuje lastniški delež, ki omogoča obvladovanje. Kot je razvidno iz enačbe (2), sem za izračun sedanje vrednosti diskontiranih denarnih uporabila standardno formulo (Damodaran, 2002):

$$SVLK = \frac{\check{C}DT^1}{(1+r)^{0,5}} + \frac{\check{C}DT^2}{(1+r)^{1,5}} + \frac{\check{C}DT^3}{(1+r)^{2,5}} + \dots + \frac{\check{C}DT^n}{(1+r)^{n-0,5}} \quad (2)$$

Pri tem je:

$SVLK$ = sedanja vrednost lastniškega kapitala

$\check{C}DT^n$ = čisti denarni tok lastniškemu kapitalu v letu n

r = diskontna mera, ki predstavlja zahtevano donosnost lastniškega kapitala

n = število let napovedi

Glede na to, da pri ocenjevanju vrednosti družbe S. Oliver SLO d.o.o. upoštevam predpostavko neomejenega nadaljnega poslovanja, je sedanja vrednost pričakovanih donosov v obdobju, ki presega obdobje neposredne napovedi (po letu 2024), določena z izračunom preostale vrednosti (angl. Residual Value – RV). Slednjo upoštevam po Gordonovem modelu rasti (Damodaran, 2002), prikazanem v enačbi (3):

$$RV = \frac{\check{C}DT^n \cdot (1+g)}{(r-g)} \quad (3)$$

Pri tem je:

RV = preostala vrednost

$\check{C}DT^n$ = normaliziran denarni tok na koncu obdobja napovedi

r = diskontna mera

g = povprečna letna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka

Dolgoročno stopnjo rasti v oceni preostale vrednosti sem upoštevala v višini 0,5%, kar utemeljujem z dejstvom, da so dolgoročni izgledi za rast v navedeni dejavnosti omejeni (gre za stabilno in zakonsko urejeno dejavnost). Dodatno izpostavljam, da sem oceno diskontne mere v konkretnem primeru temeljila na spot pristopu, čemur je zato prilagojena tudi uporaba dolgoročne stopnje rasti (konsistentnost ocene netvegane mere donosa, pribitka za kapitalsko tveganje in dolgoročne povprečne letne stopnje rasti normaliziranega denarnega toka).

5.2 Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala

Ocena vrednosti je izpeljana po metodi diskontiranih denarnih tokov po posrednem pristopu, zato sem napoved denarnega toka planirala do nivoja celotnega kapitala, tega pa nato diskontirala z ustrezno diskontno stopnjo oz. s tehtanim povprečjem stroškov kapitala (angl. Weighted Average Cost of Capital, v nadaljevanju WACC). WACC sem ocenila v dveh korakih, najprej preko ocene stroška lastniškega kapitala, z uporabo modela vrednotenja dolgoročnih naložb (angl. Capital Asset Pricing Model – CAPM), nato pa navedeno ugotovitev hkrati s podatkom za strošek dolga ter kapitalno strukturo upoštevala pri oceni WACC. Uporabila sem standarden pristop za ocenjevanje WACC (Berk Skok, Lončarski & Zajc, 2002), kot je prikazano v enačbi (4):

$$WACC = \frac{D}{(D+E)} * Rd * (1 - t) + \frac{E}{(D+E)} * Re \quad (4)$$

Pri tem je:

Rd = strošek dolga

Re = strošek lastniškega kapitala

E = tržna vrednost lastniškega kapitala družbe

D = tržna vrednost dolžniškega kapitala družbe

t = davčna stopnja

V nadaljevanju podajam podlage za izračun WACC. Pri tem izpostavljam, da sem pri oceni diskontne mere upoštevala presečni datum vrednotenja 31.12.2019 oz. podatke o tržnih parametrih blizu tega datuma.

5.2.1 Netvegana mera donosa

Za netvegano mero donosa sem upoštevala donos do dospelja 30-letnih evropskih državnih obveznic na dan 31.12.2019 (ECB, brez datuma), pri čemer so v izračunu upoštewane zgolj tiste državne obveznice, ki imajo najvišjo bonitetno oceno (AAA). Na dan 31.12.2019 je tako opredeljen donos do dospelja znašal 0,370901%.

5.2.2 Pribitek za kapitalno tveganje

Za oceno pribitka za kapitalno tveganje (angl. Equity Risk Premium – ERP) sem upoštevala podatek študije družbe KPMG (brez datuma). Ta za četrti kvartal leta 2019 določa pribitek v višini 6%.

5.2.3 Pribitek za deželno tveganje

Pribitek za deželno tveganje sem temeljila na podatkovni bazi Damodaran (2020a). Ta Sloveniji pripisuje pribitek v višini 1,57%.

5.2.4 Koeficient beta

Kot beto brez zadolženosti sem uporabila vrednost nezadolžene bete, kot jo podaja podatkovna baza Damodaran (2020b) in, ki velja za dejavnost oblačil (angl. apparel) za Evropo. Podatki so bili na voljo v januarju 2020, nezadolžena beta pa je znašala 0,88.

5.2.5 Pribitek za majhno družbo

V primerjavi z družbami, ki kotirajo na borzi in, ki predstavljajo podlago za oceno faktorja beta ter pribitka za kapitalsko tveganje, spada družba S. Oliver SLO d.o.o. med majhne družbe. Kot podlago za določitev pribitka za tveganje majhne družbe sem uporabila podatke, ki jih je s stanjem na dan 31.12.2019 objavil Slovenski inštitut za revizijo (2020). Upoštevala sem pribitek, ki velja za 10. decil (najmanjše družbe) in znaša 4,99%. Pri tem poudarjam, da bi dodatno prilagajanje pribitka za majhnost na razmere, ki veljajo na slovenskem trgu, Slovenski inštitut za revizijo označil kot kršitev Mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti (MSOV) in zakona o revidiranju (KF Finance d.o.o., 2020).

5.2.6 Davčna stopnja

Pri oceni diskontne mere sem upoštevala zakonsko določeno davčno stopnjo, ki velja za Slovenijo. Na dan 31.12.2019 je ta znašala 19%.

5.2.7 Strošek dolga

Strošek dolga sem upoštevala v višini 3,77% in se pri tem za opredelitev izhodišča oslonila na slovenske podatke o zadolževanju iz decembra 2019. Upoštevala sem podatek za posojila do 1 mio EUR, z ročnostjo nad 5 let (Banka Slovenije, 2019).

5.2.8 Struktura kapitala

Ker gre v primeru ocene vrednosti S. Oliver SLO d.o.o. za obvladujoč lastniški delež, sem strukturo kapitala temeljila na podatkih, ki veljajo za dejavnost oblačil (angl. apparel) za Evropo (Damodaran, 2020b). Delež dolga v celotni strukturi kapitala je tako upoštevan v višini 18,8%, delež lastniškega kapitala pa v višini 81,2%.

Upošteva vse v tej točki navedene predpostavke, je tako WACC za družbo S. Oliver SLO d.o.o. na dan 31.12.2019 ocenjen na 11,3%. Prikaz izračuna je predstavljen v tabeli 12.

Tabela 12: Izračun WACC za družbo S. Oliver SLO d.o.o. na dan 31.12.2019

Zahtevana mera donosa lastniškega kapitala po modelu CAPM		Spot 31.12.2019	Viri
1)	Netvegana mera donosa	= 0,37%	Nominalni donos do dospelja 30-letne Euro obveznice na dan 31.12.2019. ECB Yield Curve, 30y Euro bond (AAA).
	Beta z zadolženostjo - Podjetje	= 1,05	Izračun
2)	Pribitek za kapitalско tveganje	= 6,00%	KPMG ERP Study, June 2020 (upoštevani ERP za Q4 2019).
3)	Pribitek za deželno tveganje	= 1,57%	Deželno tveganje za Slovenijo, Damodaran, januar 2020 (Rating based Country Risk)
4)	Pribitek za tveganje majhnega podjetja	= 4,99%	CRSP Decile Study, upoštevan je podatek za 10. decil (vir: Slovenski Inštitut za revizijo).
	Pribitek za nesistematično tveganje	= 0,00%	/
Zahtevana mera donosa lastniškega kapitala		= 13,20%	Netvegana mera donosa + (ERP × beta) + pribitek za deželno tveganje + pribitek za tveganje majhnega podjetja + nesistematično tveganje
Koefficient beta		Spot 31.12.2019	
5)	Beta brez zadolženosti - primerljiva podjetja	= 0,88	Nezadolžena beta primerljivih podjetij v dejavnosti "Apparel" vir: Damodaran (januar 2020)
6)	D/E	= 0,23	D/E primerljivih podjetij v dejavnosti "Apparel" vir: Damodaran (januar 2020)
7)	Davčna stopnja - Podjetje	= 0,19	Efektivna davčna stopnja
Beta z zadolženostjo - Podjetje		= 1,05	Beta brez zadolženosti × (1 + (1 - davčna stopnja) × (dolg/lastniški kapital))
Tehtano povprečje stroškov kapitala WACC		Spot 31.12.2019	
Zahtevana mera donosa lastniškega kapitala		= 13,20%	Izračun
8)	Strošek dolga pred obdavčitvijo	= 3,77%	Bilten banke Slovenije (podatki za December 2019 - Obresti za posojila do 1 mio - dolgoročne nad 5 let)
	% dolga	= 18,81%	D/E primerljivih podjetij v dejavnosti "Apparel" vir: Damodaran (januar 2020)
	% lastniškega kapitala po tržni vrednosti	= 81,19%	D/E primerljivih podjetij v dejavnosti "Apparel" vir: Damodaran (januar 2020)
	Davčna stopnja - Podjetje	= 19,00%	Efektivna davčna stopnja
Povprečni tehtani strošek kapitala (WACC)		= 11,29%	(% lastniškega kapitala × zahtevana mera donosa) + (% dolga × (1 - davčna stopnja) × strošek dolga)

Vir: ECB (brez datuma), KPMG (brez datuma), Damodaran (2020a), Slovenski inštitut za revizijo (2020), Damodaran (2020b) in Bilten Banke Slovenije (2019).

Izpostavljam, da sem za namen drugega raziskovalnega vprašanja vsa navedena izhodišča in parametre v poglavju 5 upoštevala v enaki višini tako v Scenariju 1 (ocena družbe S. Oliver SLO d.o.o. ob predpostavki, če MSRP 16 ne bi bil vpeljan), kot tudi v Scenariju 2 (ocena družbe S. Oliver SLO d.o.o. upošteva MSRP 16). Tako sem pri Scenariju 1 izhajala iz izkaza poslovnega izida, kjer sem izločila vpliv MSRP 16, medtem ko sem pri Scenariju 2 izhajala iz podlage z vključenim MSRP 16, kot je predstavljeno v točki 4.3.2.

V poglavju 6 so prikazane ključne predpostavke, ki sem jih upoštevala pri napovedi prostega denarnega toka za celotni kapital in oceno vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. v Scenariju 1 in Scenariju 2. Dodatno izpostavljam, da izkaza poslovnega izida za preteklo obdobje 2015 – 2019 nisem prilagajala za morebitne enkratne dogodke, saj to za namen drugega raziskovalnega vprašanja ne predstavlja pomena.

6 PRIMERJAVA OCEN VREDNOSTI DRUŽBE S. OLIVER SLO D.O.O. PO METODI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

6.1 Opredelitev Scenarija 1 in Scenarija 2

V nadaljevanju prikazujem podlage predpostavk za oceno vrednosti po Scenariju 1 in Scenariju 2. V tabeli 13 je predstavljen prikaz temeljnih razlik med obema scenarijema.

Tabela 13: Primerjava področij ocenjevanja vrednosti med Scenarijem 1 in Scenarijem 2

Področje	Scenarij 1	Scenarij 2
Podlage so računovodski izkazi za obdobje 2015 - 2019	Enako v obeh scenarijih	
MSRP 16	Je izključen	Je vključen
Napovedi poslovanja postavk izkaza poslovnega izida	Napoved se razlikuje zgolj pri postavkah: stroški storitev in amortizacija	
WACC	Enako v obeh scenarijih	
Ostale predpostavke (davčna stopnja pri izračunavanju DDPO, investicije, sprememba obratnega kapitala)	Enake v obeh scenarijih	

Vir: lastno delo.

Oba scenarija temeljita na računovodskih izkazih za obdobje 2015 – 2019. Razlika med scenarijema je v vključenosti oz. izključenosti MSRP 16, pri čemer Scenarij 1 izključuje vpliv MSRP 16 v letu 2019, medtem ko je MSRP 16 v Scenariju 2 v letu 2019 vključen. Napoved poslovanja izkaza poslovnega izida napovem za vsako posamezno postavko posebej, pri čemer v obeh scenarijih upoštevam enake napovedi z izjemo postavk stroškov storitev in amortizacije. WACC v obeh scenarijih upoštevam v enaki višini. Prav tako v obeh scenarijih upoštevam enake napovedi davčne stopnje pri izračunavanju DDPO, investicij in spremembe obratnega kapitala.

6.2 Ocena vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. - Scenarij 1

6.2.1 Projekcije izkaza poslovnega izida za obdobje napovedi 2020 – 2024 in obdobje preostale vrednosti – Scenarij 1

Rast ČPP blaga in materiala ter ČPP proizvodov in storitev sem upoštevala v višini inflacije, predvidene s strani UMAR (2019). Za leto 2020 je bila predvidena rast letne inflacije v višini 3%, za leto 2021 pa 2,7% letna rast, kar je prav tako na nivoju povprečne letne rasti v obdobju 2015 – 2019 (v višini 3%). Enako rast kot v letu 2021 sem predpostavila tudi za obdobje 2022 – 2024, medtem ko sem za obdobje preostale vrednosti upoštevala milejšo rast v višini 0,5%. Za prihodke od najemnin sem predpostavila minimalno rast v celotnem obdobju napovedi v višini 0,5%.

Višina drugih poslovnih prihodkov v deležu ČPP v obdobju 2015 – 2019 ni dosegala pomembne vrednosti, saj delež ni presegel 0,2% ČPP. Za obdobje napovedi sem upoštevala mediano deleža drugih poslovnih prihodkov v ČPP v obdobju 2015 – 2019, kar znaša 0,03% ČPP.

Višino nabavne vrednosti prodanega blaga (v nadaljevanju NVPB) sem za obdobje napovedi določila v višini povprečne vrednosti deleža NVPB v vseh ČPP v obdobju 2015 – 2019 (v katerem so se deleži gibali med 51,6% in 54,5% ČPP), kar znaša 52,9% ČPP. Za naveden pristop sem se odločila na podlagi dejstva, da je bil delež NVPB v vseh ČPP v obdobju 2015 – 2019 relativno stabilen.

Stroški materiala so v vseh ČPP v obdobju 2015 – 2019 znašali med 1,9% in 2,5% ČPP (povprečna vrednost znaša 2,2% ČPP). V obdobju napovedi sem upoštevala povprečno vrednost stroškov materiala v ČPP preteklega obdobja.

Stroški storitev so v vseh ČPP predstavljali relativno stabilen delež med 15,9% in 17,7% ČPP. Za obdobje napovedi sem jih zato predvidela v višini povprečne vrednosti deleža v obdobju 2015 – 2019, kar znaša 16,7% ČPP.

Za rast stroškov dela v letu 2020 in 2021 sem upoštevala rast, kot je bila napovedana s strani UMAR (2019). Ta je predvidel 5,1% rast za leto 2020, kar je na primerljivem nivoju s povprečnimi letnimi rastmi stroškov dela v družbi S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2017 – 2019. Nekoliko milejšo rast sem nato predvidela za preostalo obdobje napovedi 2021 – 2024 (v višini 2%), medtem ko sem za obdobje preostale vrednosti upoštevala rast v višini 0,5%.

Amortizacija je v vseh ČPP v obdobju 2015 – 2019 predstavljala relativno stabilen delež, in sicer med 2,0% in 2,6% ČPP. Na podlagi navedenega sem za leto 2020 predvidela povprečno vrednost deleža v obdobju 2015 – 2019, kar znaša 2,3% celotnih ČPP. V preostalih letih napovedi sem nato višino deleža amortizacije v celotnih ČPP postopno zniževala, in sicer za

0,05 odstotne točke. V obdobju preostale vrednosti sem višino amortizacije upoštevala v višini 2,1% celotnih ČPP.

Prevrednotovalni poslovni odhodki pri osnovnih sredstvih in prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnem kapitalu so se po vsebini nanašali na enkratne poslovne dogodke (kot pojasnjeno v letnih poročilih družbe). Iz tega razloga jih v obdobju napovedi nisem predvidela.

V obdobju preteklega poslovanja (2015 – 2019) so se drugi poslovni odhodki v vseh ČPP gibali v razponu med 3,5% in 4,1% ČPP. Za obdobje napovedi sem predvidela povprečno vrednost deleža v obravnavanem obdobju, kar znaša 3,8% ČPP.

6.2.2 Projekcije ostalih predpostavk za obdobje napovedi 2020 – 2024 in obdobje preostale vrednosti – Scenarij 1

Družba S. Oliver SLO d.o.o. je v preteklosti (2015 – 2019) realizirala efektivno stopnjo DDPO med 10% in 18%. Nižje davčne stopnje so bile v letih 2017 – 2019 posledica znižanja davčne osnove zaradi visokih izplačil dobičkov odvisnih družb, kar v obdobju projekcij nisem predvidela (saj naložbo v odvisno družbo pri izračunu po metodi diskontiranih denarnih tokov upoštevam v višini knjigovodske vrednosti na dan 31.12.2019). V letih 2015 in 2016, ko S. Oliver SLO d.o.o. ni beležil izplačanih dividend odvisnih družb, je bila efektivna stopnja DDPO blizu zakonsko določene (18% in 17%). Na podlagi navedenega sem v obdobju projekcij predvidela davčno stopnjo DDPO v višini veljavne zakonske davčne stopnje v Sloveniji, kar znaša 19%.

V obdobju 2015 – 2019 je družba beležila vsakoletne investicije v neopredmetena in opredmetena sredstva, ki so bile okvirno poravnane z višino amortizacije sredstev. Družba je investirala predvsem v prenovu trgovin, odprtje novih trgovin in opremo, kar je, kot pojasnjeno v letnem poročilu 2019, v podobnem obsegu predvideno tudi v letu 2020. Skladno z navedenim sem investicije v obdobju napovedi planirala na nivoju amortizacije.

Pri izračunu višine obratnega kapitala sem upoštevala stanje sredstev na zadnji dan posameznega leta in ga izračunala na način, kot je razvidno iz enačbe (5):

$$\begin{aligned} & \textit{Obratni kapital} = \\ & \quad + \textit{Zaloge} \\ & \quad + \textit{Kratkoročne poslovne terjatve} \\ & \quad + \textit{Potrebna denarna sredstva} \\ & \quad + \textit{AČR} \\ & \quad - \textit{Kratkoročne poslovne obveznosti} \\ & \quad - \textit{PČR} \end{aligned} \tag{5}$$

Pri analiziranju višine obratnega kapitala oz. kapitala, ki ga družba potrebuje za tekoče poslovanje ugotavljam, da je S. Oliver SLO d.o.o. v celotnem analiziranem preteklem obdobju realiziral pozitiven obratni kapital. Obratni kapital družbe se je konec let 2015 – 2019 gibal na dokaj stabilnem nivoju, med okvirno 1,6 mio EUR in 2,1 mio EUR ter predstavljal med 7,5% in 9,6% ČPP (mediana je znašala 7,6%). Za podlago napovedi obratnega kapitala sem upoštevala dneve vezave zalog, kratkoročnih poslovnih terjatev in kratkoročnih poslovnih obveznosti, medtem ko sem višino aktivnih časovnih razmejitev in pasivnih časovnih razmejitev upoštevala v deležu ČPP:

- Dnevi vezave zalog so se v preteklem obdobju konec let 2015 - 2019 gibali med 56 in 71 dnevi (mediana je znašala 62 dni).
- Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih terjatev so bili nekoliko nižji in so znašali med 18 in 24 dnevi (mediana je znašala 20 dni).
- Na podobnem nivoju so bili tudi dnevi kratkoročnih poslovnih obveznosti, in sicer med 21 in 34 dnevi (mediana je znašala 28 dni).
- Potrebna denarna sredstva sem upoštevala v višini enomesečnega stroška dela.
- Višina aktivnih časovnih razmejitev je v celotnih ČPP znašala 0,3% v celotnem preteklem analiziranem obdobju.
- Višina pasivnih časovnih razmejitev je v opazovanem obdobju nekoliko nihala, in sicer med 0,9% in 1,7% ČPP (mediana je znašala 1,5% ČPP).

Višino posameznih postavk obratnega kapitala v obdobju napovedi sem upoštevala na podlagi navedenih srednjih vrednosti. Obratni kapital v obdobju napovedi tako znaša med okvirno 1,7 mio EUR in 1,9 mio EUR z naraščajočim trendom. Poleg tega obratni kapital v vseh ČPP predstavlja 7,8%, kar je na primerljivem nivoju s srednjo vrednostjo preteklega obdobja. V prilogi 2 je predstavljena višina obratnega kapitala ter njegova struktura in sprememba v preteklem obdobju in obdobju napovedi.

6.2.3 Rezultat ocene vrednosti po metodi diskontiranih denarnih tokov – Scenarij 1

Na podlagi predpostavk, ki so predstavljene v predhodnih točkah, sem pripravila napoved denarnega toka družbe S. Oliver SLO d.o.o. Pričakovani denarni tok je napovedan upoštevajoč oceno bodočega EBIT-a, zmanjšanega za davke ter dodatno prilagojen za pričakovano amortizacijo, investicije in spremembe obratnega kapitala.

Predpostavljala sem, da se bo po Scenariju 1 prosti razpoložljivi denarni tok družbe v obdobju 2020 do 2024 in obdobju preostale vrednosti gibal na nivoju med okvirno 334 tisoč EUR in 564 tisoč EUR. Tako ocenjen denarni tok sem diskontirala s pripadajočo diskontno mero WACC v višini 11,3% in dobila ocenjeno vrednost celotnega kapitala, ki po Scenariju 1 znaša 5.042 tisoč EUR. Ker družba v Scenariju 1 ni beležila finančnih obveznosti, je ta višina prav tako enaka vrednosti lastniškega kapitala pred prilagoditvami.

Ocenjeno vrednost celotnega kapitala sem povečala za knjigovodske vrednosti dolgoročnih finančnih naložb (v višini okvirno 2.484 tisoč EUR), kratkoročnih finančnih naložb (v višini okvirno 856 tisoč EUR) in za presežna denarna sredstva (v višini okvirno 206 tisoč EUR), kar se nanaša na stanje na dan 31.12.2019. Družba na dan 31.12.2019 ni beležila finančnih obveznosti, zato je višina celotnega kapitala družbe dejansko enaka višini lastniškega kapitala. Na ta način sem izračunala ocenjeno vrednost lastniškega kapitala družbe S. Oliver SLO d.o.o. za obvladujočega lastnika po Scenariju 1, kjer sem predhodno izločila vpliv MSRP 16. Po Scenariju 1 tako vrednost 100% lastniškega kapitala družbe S. Oliver SLO d.o.o. na dan 31.12.2019 znaša 8.588 tisoč EUR. Izračun predstavljam v tabeli 14.

Tabela 14: Ocena tržne vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. po metodi diskontiranih denarnih tokov – Scenarij 1

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	31.12.2019	2020	2021	Projekcije			TV
				2022	2023	2024	
EBIT		556.813	619.177	680.547	744.553	703.818	707.337
<i>Efektivna davčna stopnja</i>		19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Minus: Davki		-105.794	-117.644	-129.304	-141.465	-133.725	-134.394
NOPAT		451.018	501.534	551.243	603.088	570.093	572.943
Plus: Amortizacija		494.113	492.607	494.396	495.924	488.108	490.549
Minus: Investicije		-494.113	-492.607	-494.396	-495.924	-488.108	-490.549
Pus / Minus: Sprememba OBK		-116.894	-45.574	-46.800	-48.058	-15.580	-9.267
Prosti denarni tok za celotni kapital (FCFF)		334.124	455.960	504.443	555.029	554.513	563.676
Dolgoročna stopnja rasti (g)							0,50%
Ocena preostale vrednosti (TV)							5.222.693
Diskontna mera WACC	11,3%						
Diskontiranje sredi obdobja		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Diskontni faktor		0,9479	0,8517	0,7653	0,6876	0,6179	0,6179
Diskontiran FCFF (denarni tok celotnemu kapitalu)		316.719	388.352	386.051	381.664	342.617	3.226.950
Sedanja vrednost FCFF	1.815.403						
Sedanja vrednost TV	3.226.950						
Tržna vrednost MVIC (celotni kapital)	5.042.353						
Minus: obrestovani dolg	0						
Tržna vrednost LK (lastniški kapital)	5.042.353						
<i>Plus: Dolgoročne finančne naložbe</i>	2.483.780						
<i>Plus: Kratkoročne finančne naložbe</i>	856.351						
<i>Plus: Presežna denarna sredstva</i>	205.941						
Tržna vrednost LK (lastniški kapital) - po prilagoditvah	8.588.424						
Zakroženo LK - 100%*	8.590.000						

Vir: lastno delo.

Tako ocenjena srednja vrednost predstavlja implicitno vrednost EBIT mnogokratnika v višini 8,2×, če upoštevamo prilagojen EBIT za leto 2019 oz. v višini 9,1×, če upoštevamo planski EBIT za leto 2020. Ocenjena implicitna vrednost EBITDA mnogokratnika pa je nekoliko nižja, in sicer v primeru prilagojenega EBITDA za leto 2019 znaša 4,5×, v primeru upoštevanja planskega EBITDA za leto 2020 pa znaša 4,8×. Implicitne vrednosti EBIT in EBITDA mnogokratnika v Scenariju 1 so predstavljene v tabeli 15.

Tabela 15: EBIT in EBITDA mnogokratniki – Scenarij 1

S. Oliver SLO d.o.o. Mnogokratnik	Realizirano 2019	Planirano 2020
EBIT	8,2	9,1
EBITDA	4,5	4,8

Vir: lastno delo.

6.3 Ocena vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. - Scenarij 2

6.3.1 Projekcije izkaza poslovnega izida za obdobje napovedi 2020 – 2024 in obdobje preostale vrednosti – Scenarij 2

V Scenariju 2 vpliva MSRP 16 na računovodske izkaze v letu 2019 nisem izločala. Pri projekcijah sem tako izhajala iz podlag, poročanih s strani S. Oliver SLO d.o.o., v letnih poročilih družbe za obdobje 2015 – 2019, predstavljene v točki 4.3.2.

Izpostavljam, da sem predpostavke za vse postavke izkaza poslovnega izida, na katere MSRP 16 ne vpliva, v Scenariju 2 upoštevala v enaki višini, kot sem jih napovedala v Scenariju 1. Iz tega razloga v tej točki podajam zgolj napovedi dveh postavk, ki se zaradi vpeljave MSRP 16 spremenita; stroški storitev in amortizacija. To sta tudi edini postavki, na kateri MSRP 16 v izkazu poslovnega izida vpliva. Pristop pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala z vključenim vplivom MSRP 16 predstavljam v nadaljevanju.

Na dan 31.12.2019 je knjigovodska vrednost sredstev pravice do uporabe sredstev znašala 7.186.760 EUR. Predpostavila sem, da se bodo najeta sredstva v celoti amortizirala v naslednjih 5 letih, z amortizacijsko stopnjo 20%. V letu 2024 bo tako višina knjigovodske vrednosti do uporabe sredstev enaka 0 EUR in s tem bo amortizacijski cikel pravice do uporabe sredstev v najemu pripeljan do konca oz. zaključen. V obdobju preostale vrednosti, tako novega cikla najema sredstva in s tem beleženja ponovne nove knjigovodske vrednosti sredstev v bilanci stanja ter obračunavanja amortizacije nisem predvidela, kar je z vidika ocenjevanja vrednosti lastniškega kapitala družbe primeren pristop.

Gre namreč za to, da sem pri napovedovanju obdobja preostale vrednosti sledila ideji, kjer napovedovanje ponovne nove višine knjigovodske vrednosti pravice do uporabe sredstev, na sredini amortizacijskega cikla, ni primerno. Namreč, predpostavljati, da bo družba po načelu časovne neomejenosti poslovanja ves čas ohranjala tak nivo knjigovodske vrednosti pravice do uporabe sredstev in beležila s tem povezano amortizacijo, ni realno pričakovati. Cikel bi lahko sicer večkrat ponovila, vendar bi se pri napovedi preostale vrednosti prav tako ustavila na koncu cikla oz. ob izteku amortizacijske dobe sredstev. V tabeli 16 je predstavljena amortizacijska doba knjigovodske vrednosti pravice do uporabe sredstev v Scenariju 1.

Tabela 16: Upoštevana amortizacijska doba knjigovodske vrednosti pravice do uporabe sredstev v Scenariju 2

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	Historični podatki				z MSRP 16 2019	Napoved poslovanja - z MSRP 16					TV
	2015	2016	2017	2018		2020	2021	2022	2023	2024	
KV pravica do uporabe	/	/	/	/	7.186.760	5.749.408	4.312.056	2.874.704	1.437.352	0	0
Obdobje amortizacije					5						
AM stopnja					20%						

Vir: lastno delo.

Po tej ideji, kjer je cikel v preostalem obdobju vrednosti pripeljan do konca in so vsa sredstva iz naslova pravice do uporabe sredstev v celoti amortizirana ter se tako amortizacija nanaša zgolj na lastna sredstva, sem se v obdobju preostale vrednosti odločila za v nadaljevanju opisan pristop. Stroške najemnin sem povečala na primerljiv nivo obdobja 2015 - 2018, ko MSRP 16 še ni bil vpeljan. S tem sem dosegla, da so stroški iz naslova najetih sredstev zajeti med stroški storitev (v obliki stroškov iz najemnin, kot v obdobju pred uvedbo MSRP 16). Na ta način sem zagotovila, da stroški, vezani na najemnine, niso izvzeti iz napovedi preostalega obdobja vrednosti. Podrobnejšo napoved postavk stroškov storitev in amortizacije v Scenariju 2 podajam v nadaljevanju.

Pri napovedovanju postavke stroškov storitev, ki se je na račun vpliva MSRP 16 v letu 2019 znižala v primerjavi s preteklim obdobjem 2015 – 2018 in tako v letu 2019 predstavljala 10,6% celotnih ČPP (v preteklem obdobju 2015 – 2018 se je delež gibal na razponu med 15,9% in 17,7%), sem se odločila za pristop, kjer sem stroške storitev za obdobje 2020 – 2024 planirala v dveh korakih:

- Stroške storitev v obdobju 2020 – 2024 sem napovedala v istem deležu kot so znašali v letu 2019, in sicer v višini 10,6% celotnih ČPP.
- V obdobju preostale vrednosti sem stroške storitev povečala za stroške iz naslova najemnin, za 4,3 odstotne točke. Stroške storitev za obdobje preostale vrednosti sem tako v skupni višini upoštevala v višini 15% ČPP, kar je na nivoju obdobja 2015 – 2018.

Postavka amortizacije se je na račun vpliva MSRP 16 v letu 2019 povečala v primerjavi s preteklim obdobjem 2015 – 2018. V letu 2019 je znašala 9% celotnih ČPP, medtem ko se je v preteklem obdobju 2015 – 2018 gibal na nivoju med 2% in 2,6% celotnih ČPP. Na podlagi navedenega sem se odločila za pristop, kjer sem amortizacijo za obdobje 2020 - 2024 planirala v dveh korakih:

- Amortizacijo, vezano na lastna sredstva, sem upoštevala v istem deležu kot v Scenariju 1, kar znaša med 2,1% in 2,3% celotnih ČPP, s padajočim trendom.
- Pri amortizaciji, vezani na pravico do uporabe sredstev, sem predvidela letno amortizacijo v višini 1.437.352 EUR. Pri tem sem predpostavila, da bodo sredstva iz tega naslova v celoti amortizirana v 5 letih z diskontno stopnjo 20%.

Skupno sem tako višino amortizacije v celotnih ČPP v obdobju 2020 – 2024 planirala med 8,1% in 8,9%. V obdobju preostale vrednosti pa je ta nižja in znaša 2,1% celotnih ČPP, kar je enako kot v Scenariju 1.

6.3.2 Projekcije ostalih predpostavk za obdobje napovedi 2020 – 2024 in obdobje preostale vrednosti – Scenarij 2

V Scenariju 2 sem vse ostale predpostavke (davčno stopnjo pri izračunavanju DDPO, investicije in obratni kapital) upoštevala v isti višini, kot sem jih upoštevala v Scenariju 1. Pri tem izpostavljam, da je razlika s Scenarijem 1 ta, da višini amortizacije in investicij v Scenariju 2 v obdobju 2020 – 2024 nista poravnani. Razlog je višji nivo amortizacije v Scenariju 2 zaradi upoštevanja dodatne amortizacije iz naslova pravice do uporabe sredstev, medtem ko nivo investicij ostaja enak. Investicije v najeta sredstva namreč običajno krije najemodajalec, zato povečanje investicij na tem mestu ni potrebno. Višina amortizacije in investicij v Scenariju 2 je tako poravnana šele v obdobju preostale vrednosti, ko je amortizacijski cikel sredstev v uporabi zaključen oz. so vsa najeta sredstva v celoti amortizirana.

6.3.3 Rezultat ocene vrednosti po metodi diskontiranih denarnih tokov – Scenarij 2

Ob upoštevanju navedenih predpostavk, ki se nanašajo na Scenarij 2, sem pripravila napoved denarnega toka S. Oliver SLO d.o.o. Pričakovani denarni tok je tudi v tem primeru napovedan upoštevajoč oceno bodočega EBIT-a, zmanjšanega za davke ter dodatno prilagojenega za pričakovano amortizacijo, investicije in spremembe obratnega kapitala (denarni tok je pripravljen z vidika obvladujočega lastnika). Pri tem sem predpostavljala, da se bo po Scenariju 2 prosti denarni tok za družbo S. Oliver SLO d.o.o. v obdobju 2020 do 2024 in obdobju preostale vrednosti gibal na nivoju med okvirno 895 tisoč EUR in 1.989 tisoč EUR.

Tako ocenjen denarni tok sem tudi v Scenariju 2 diskontirala z diskontno mero WACC v višini 11,3% in dobila ocenjeno vrednost celotnega kapitala, ki je po Scenariju 2 znašala 12.302 tisoč EUR. To pomeni, da je višina celotnega kapitala družbe po uvedbi MSRP 16 v Scenariju 2 občutno višja (več kot podvojena) v primerjavi z višino celotnega kapitala v Scenariju 1. Slednje je posledica dejstva, da družba po uvedbi MSRP 16 pripoznava finančne obveznosti iz naslova najema, kar vpliva na višjo vrednost celotnega kapitala družbe. Navedeno delno podaja odgovor na drugo raziskovalno vprašanje, kjer ugotavljam, da uvedba MSRP 16 vpliva na spremembo vrednosti celotnega kapitala družbe.

Od ocenjene vrednosti celotnega kapitala sem nato odštela višino celotnih finančnih obveznosti S. Oliver SLO d.o.o., ki so se v celoti nanašale na pravico do uporabe sredstev in na dan 31.12.2019 znašale 7.259 tisoč EUR. S tem sem izračunala vrednost lastniškega kapitala družbe pred prilagoditvami, kar znaša 5.042 tisoč EUR. Vrednost lastniškega

kapitala pred prilagoditvami je tako po odpravi finančnih obveznosti enaka kot v Scenariju 1.

V nadaljevanju sem pri oceni lastniškega kapitala nato dodatno upoštevala prilagoditve v isti višini kot v Scenariju 1; povečanje za knjigovodsko vrednost dolgoročnih finančnih naložb (v višini okvirno 2.484 tisoč EUR), za knjigovodsko vrednost kratkoročnih finančnih naložb (v višini okvirno 856 tisoč EUR) in za presežna denarna sredstva (v višini okvirno 206 tisoč EUR), kar se nanaša na stanje na dan 31.12.2019. Na ta način sem izračunala ocenjeno vrednost 100% lastniškega kapitala družbe S. Oliver SLO d.o.o. za obvladujočega lastnika po Scenariju 2, ki na dan 31.12.2019 znaša 8.588 tisoč EUR. Izračun predstavljam v tabeli 17.

Tabela 17: Ocena tržne vrednosti lastniškega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. po metodi diskontiranih denarnih tokov – Scenarij 2

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	31.12.2019	2020	2021	Projekcije			TV
				2022	2023	2024	
EBIT		432.613	530.396	628.139	729.501	700.495	1.116.026
<i>Efektivna davčna stopnja</i>		19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Minus: Davki		-82.196	-100.775	-119.346	-138.605	-133.094	-212.045
NOPAT		350.417	429.621	508.793	590.896	567.401	903.981
Plus: Amortizacija		1.931.465	1.929.959	1.931.748	1.933.276	1.925.460	490.549
Minus: Investicije		-494.113	-492.607	-494.396	-495.924	-488.108	-490.549
Pus / Minus: Sprememba OBK		-116.894	-45.574	-46.800	-48.058	-15.580	-9.267
Prosti denarni tok za celotni kapital (FCFF)		1.670.875	1.821.399	1.899.345	1.980.190	1.989.173	894.715
Dolgoročna stopnja rasti (g)							0,50%
Ocena preostale vrednosti (TV)							8.289.899
Diskontna mera WACC	11,3%						
Diskontiranje sredi obdobja		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Diskontni faktor		0,9479	0,8517	0,7653	0,6876	0,6179	0,6179
Diskontiran FCFF (denarni tok celotnemu kapitalu)		1.583.836	1.551.330	1.453.570	1.361.669	1.229.052	5.122.087
Sedanja vrednost FCFF	7.179.458						
Sedanja vrednost TV	5.122.087						
Tržna vrednost MVIC (celotni kapital)	12.301.545						
Minus: obrestovani dolg	-7.259.192						
Tržna vrednost LK (lastniški kapital)	5.042.353						
<i>Plus: Dolgoročne finančne naložbe</i>	2.483.780						
<i>Plus: Kratkoročne finančne naložbe</i>	856.351						
<i>Plus: Presežna denarna sredstva</i>	205.941						
Tržna vrednost LK (lastniški kapital) - po prilagoditvah	8.588.424						
Zaokroženo LK - 100%*	8.590.000						

Vir: lastno delo.

Z navedenim izračunom potrjujem, da se vrednost lastniškega kapitala družbe po uveljavitvi MSRP 16 ne spremeni. V obeh scenarijih vrednost namreč znaša 8.588 tisoč EUR.

Čeprav vpeljava MSRP 16 ne vpliva na ocenjeno vrednost lastniškega kapitala, pa to ne velja za višino EBIT in EBITDA mnogokratnikov. Po Scenariju 2 namreč ocenjena implicitna srednja vrednost EBIT mnogokratnika znaša 20,9×, če upoštevamo prilagojen EBIT za leto 2019 oz. 28,4×, če upoštevamo planski EBIT za leto 2020, kar močno presega vrednosti

EBIT mnogokratnikov v Scenariju 1. Nasprotno pa je višina EBITDA mnogokratnikov v Scenariju 2 na podobnem nivoju, in sicer v višini 4,9×, če upoštevamo prilagojen EBITDA za leto 2019 in v višini 5,2×, če upoštevamo planski EBITDA za leto 2020. Implicitne vrednosti EBIT in EBITDA mnogokratnika v Scenariju 2 so predstavljene v tabeli 18.

Tabela 18: EBIT in EBITDA mnogokratniki – Scenarij 2

S. Oliver SLO d.o.o. Mnogokratnik	Realizirano 2019	Planirano 2020
EBIT	20,9	28,4
EBITDA	4,9	5,2

Vir: lastno delo.

6.4 Povzetek primerjave ključnih ugotovitev v Scenariju 1 in Scenariju 2

Na podlagi ugotovitev v točkah 6.2 in 6.3 v tabeli 19 predstavljam povzetek primerjave ključnih ugotovitev v Scenariju 1 in Scenariju 2.

Tabela 19: Primerjava ključnih ugotovitev v Scenariju 1 in Scenariju 2

Kategorija	Scenarij 1	Scenarij 2
	31.12.2019	31.12.2019
Tržna vrednost MVIC (celotni kapital)	5.042.353	12.301.545
Tržna vrednost LK (lastniški kapital)	5.042.353	5.042.353
Tržna vrednost LK (lastniški kapital) - po prilagoditvah	8.588.424	8.588.424

Vir: lastno delo.

Kot razvidno iz tabele 19, se višina celotnega kapitala družbe S. Oliver SLO d.o.o. močno razlikuje med obema scenarijema. V Scenariju 2 namreč na visoko povišanje celotnega kapitala vplivajo novo pripoznane finančne obveznosti iz naslova najema, kar vrednost celotnega kapitala več kot podvoji. Izrazita sprememba je posledica dejstva, da družba S. Oliver SLO d.o.o. velik del sredstev najema.

Nasprotno pa velja za vrednost lastniškega kapitala, ki je v obeh scenarijih popolnoma enaka. Navedeno poda odgovor na drugo raziskovalno vprašanje in potrди, da se ocena vrednosti družbe kljub vpeljavi MSRP 16, ki v računovodske izkaze prinaša spremembe, ne spremeni.

SKLEP

Poslovni najemi so družbe dolgo privlačili zaradi svoje uporabnosti. S posluževanjem poslovnih najemov so se družbe namreč izognile pripoznavanju sredstev in obveznosti v računovodskih izkazih, saj so jih lahko knjižile izvenbilančno. Po dolgoletnih diskusijah in

premislekah na tem področju uvedba prenovljenega standarda na področju računovodenja najemov MSRP 16 odpravlja razlikovanje med poslovnim in finančnim najemom. Slednje za družbe, ki se poslužujejo najemov poenostavljeno rečeno pomeni, da uvedba MSRP 16 v računovodske izkaze prinaša vse številke.

V sklopu magistrskega dela sem znotraj prvega raziskovalnega vprašanja analizirala pomembnost vpliva uvedbe MSRP 16 na temeljna računovodska izkaza, izkaz poslovnega izida in bilanco stanja. Znotraj tega me je v okviru izkaza poslovnega izida zanimal predvsem vpliv na višino EBITDA. Analiza je potrdila, da je višina EBITDA S. Oliver SLO d.o.o. po uvedbi MSRP 16 občutno višja, saj je vrednost v letu 2019 več kot podvojena pri izkazih z vključenim MSRP 16 v primerjavi z izkazom konec leta 2019, kjer je vpliv navedenega novega računovodskega standarda izključen. Nadalje, v letih 2020 in 2021 je S. Oliver SLO d.o.o. zaradi negativnega vpliva pandemije covid-19 na poslovanje beležil nekoliko nižji, vendar pozitivni realizirani vrednosti EBITDA. Kot izhaja iz analize, je vpliv MSRP 16 v teh dveh letih še večji, saj je vrednost EBITDA z izključenim vplivom MSRP 16 celo negativna. Analiza bilance stanja S. Oliver SLO d.o.o. je pokazala, da se bilančna vsota po uvedbi MSRP 16 konec posameznega leta 2019, 2020 in 2021 poveča za med 55% in 76%. Navedeno je predvsem posledica novo pripoznanih opredmetenih osnovnih sredstev iz naslova pravice do uporabe sredstev na strani aktive in s tem povezanimi finančnimi obveznostmi na strani pasive. Vpliv na postavki znotraj kapitala (preneseni čisti poslovni izid in čisti poslovni izid) na povečanje bilančne vsote nima pomembnega vpliva.

Drugo raziskovalno vprašanje se je nanašalo na vpliv uvedbe MSRP 16 na oceno vrednosti celotnega in lastniškega kapitala družbe. Preučevala sem, ali bosta oceni vrednosti enaki, v kolikor sta izpeljani na podlagi računovodskih izkazov z izključenim MSRP 16 (Scenarij 1) in na podlagi računovodskih izkazov z vključenim MSRP 16 (Scenarij 2). Kalkulaciji sem v obeh scenarijih izpeljala po metodi diskontiranih denarnih tokov. Pri tem sem vsa ključna izhodišča, parametre in predpostavke upoštevala v enaki višini v obeh scenarijih, s čimer sem zagotovila primerljivost med scenarijema. Napovedi poslovanja sem tako pripravila ločeno za oba scenarija, ki sta se razlikovala zgolj na račun računovodskega evidentiranja najema. Edini postavki, ki sem jih v okviru napovedi denarnega toka napovedala drugače, sta stroški storitev in amortizacija, ki sta hkrati tudi edini postavki v izkazu poslovnega izida, na kateri uvedba MSRP 16 vpliva. Navedeni kalkulaciji sta pripeljali do temeljne ugotovitve, iz katere izhaja, da vpeljava standarda MSRP 16 vpliva na spremembo vrednosti celotnega kapitala družbe, ne pa tudi na višino ocenjene vrednosti lastniškega kapitala. Primerjani vrednosti celotnega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. sta se občutno razlikovali. In sicer je bila višina celotnega kapitala v Scenariju 2, ki je vključeval vpliv MSRP 16, več kot podvojena v primerjavi z višino celotnega kapitala v Scenariju 1, kjer je bil vpliv MSRP 16 izločen. Slednje je posledica novo pripoznanih finančnih obveznosti v Scenariju 2, kar povečuje vrednost celotnega kapitala. Nasprotno pa je bila višina 100% lastniškega kapitala družbe S. Oliver SLO d.o.o. popolnoma enaka v obeh scenarijih in je znašala 8.588 tisoč EUR. S tem potrjujem, da se vrednost lastniškega kapitala družbe po uveljavitvi MSRP 16 ne spremeni.

Navedeno pomeni, da gre v primeru vpeljave MSRP 16 za spremembo zgolj računovodske politike, ki pa na oceno vrednosti lastniškega kapitala družbe nima vpliva.

Na tej točki poudarjam, da je izbran pristop dokaza o enaki vrednosti lastniškega kapitala družbe v primeru z vključenim vplivom MSRP 16 in brez upoštevanja MSRP 16 po metodi diskontiranih denarnih tokov le eden izmed večih možnih pristopov. S tem spodbujam nadaljnjo raziskavo ostalih pristopov za dokaz vpliva MSRP 16 na oceno lastniškega kapitala družbe. Dodatno menim, da bilo smiselno raziskati tudi, kako se različni ocenjevalci vrednosti družb soočajo z uvedbo MSRP 16 in dilemami, ki se pri tem pojavljajo pri ocenjevanju vrednosti družb.

LITERATURA IN VIRI

1. Adams, M. & Hardwick, P. (1998). Determinants of the leasing decision in United Kingdom listed companies. *Applied Financial Economics*, 8(5), 487–494.
2. Ang, J. & Peterson, P. (1984). The leasing puzzle. *Journal of Finance*, 39(4), 1055–1065.
3. Association of Chartered Certified Accountants – ACCA. (brez datuma). *IFRS 16, Leases*. Pridobljeno 7. julija 2022 iz <https://www.accaglobal.com/an/en/student/exam-support-resources/fundamentals-exams-study-resources/f7/technical-articles/ifrs16.html>
4. Banka Slovenije. (2019, december). *Bilten Banke Slovenije*. Pridobljeno 12. oktobra 2022 iz https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/bil2019_12.pdf
5. BDO Australia. (brez datuma). *Short-term Lease Exemption*. Pridobljeno 22. novembra 2022 iz <https://www.bdo.com.au/en-au/accounting-news/accounting-news-july-2020/short-term-lease-exemption>
6. Beattie, V., Goodacre, A. & Thomson, S. (2000). Operating leases and the assessment of leasedebt substitutability. *Journal of Banking and Finance*, 24(3), 427–470.
7. Berk Skok, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Branson, B. (1995). An empirical reexamination of the leasing puzzle. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 34(3), 3–18.
9. Črčinovič-Krofič, V. & Leva Bukovnik, M. (2008). *Osnove poslovnih financ [Elektronski vir]: gradivo za 1. letnik*. Ljubljana: Zavod IRC.
10. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2. izd.) New York: John Wiley & Sons.
11. Damodaran, A. (2020a). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Pridobljeno 20. novembra 2022 iz <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
12. Damodaran, A. (2020b). *Levered and Unlevered Betas by Industry*. Pridobljeno 20. novembra 2022 iz <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
13. Deloitte. (2020, junij). *A Roadmap to Applying the New Leasing Standard*. Pridobljeno 14. marca 2022 iz <https://dart.deloitte.com/USDART/home/codification/broad-transactions/asc842-10/roadmap-leasing>

14. Deloitte. (brez datuma a). *International Accounting Standards Committee (IASC)*. Pridobljeno 14. marca 2022 iz <https://www.iasplus.com/en/resources/ifrsf/history/resource25>
15. Deloitte. (brez datuma b). *International Accounting Standards: IAS 17 – Leases*. Pridobljeno 14. marca 2022 iz <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>
16. Deloof, M., Lagaert, I. & Verschuere, I. (2007). Leases and debt: complements or substitutes? Evidence from Belgian SMEs. *Journal of Small Business Management*, 45(4), 491–500.
17. Dun & Bradstreet d.o.o. (brez datuma). *S. OLIVER S L O d.o.o.* Pridobljeno 20. januarja 2023 iz <https://www.gvin.com/GvinOverview/Pages/Company.aspx?CompanyId=50679&Lang=sl-SI&Mode=GvinSI&App=GvinOverviewSI>
18. Eisfeldt, L. & Rampini, A. (2008). Leasing, ability to repossess and debt capacity. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1621–1657.
19. El-Gazzar, S., Lilien, S. & Pastena, V. (1986). Accounting for leases by lessees. *Journal of Accounting and Economics*. 8(3), 217–237.
20. Evropska centralna banka – ECB. (brez datuma). *Euro area yield curves*. Pridobljeno 24. aprila 2022 iz https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html
21. Financial Accounting Standards Board – FASB. (1976, november). *Statement of Financial Accounting Standards No. 13*. Pridobljeno 20. marca 2022 iz <https://fasb.org/Page/ShowPdf?path=fas13.pdf&title=FAS+13+%28AS+ISSUED%29&acceptedDisclaimer=true&Submit=>
22. Financial Accounting Standards Board – FASB. (2020, julij). *About the FASB*. Pridobljeno 3. marca 2022 iz [https://fasb.org/Page/ShowPdf?path=About_the_FASB_\(7-20\).pdf](https://fasb.org/Page/ShowPdf?path=About_the_FASB_(7-20).pdf)
23. Financial Accounting Standards Board – FASB. (brez datuma). *Comparability in International Accounting Standards – A brief history*. Pridobljeno 20. marca 2022 iz <https://www.fasb.org/page/PageContent?pageId=/international/briefhistory.html&bcpath=ff&isStaticPage=true>
24. Finucane, T. (1988). Some empirical evidence on the use of financial leases. *Journal of Financial Research*, 11(4), 321–333.
25. Flath, D. (1980). The economics of short-term leasing. *Economic Inquiry*, 18(2), 243–255.
26. Graham, J., Lemmon, M. & Schallheim, J. (1998). Debt, leases, taxes and the endogeneity of corporate tax status. *Journal of Finance*, 53(1), 131–162.
27. Grant Thornton. (2018, 3. oktober). *Choosing IFRS 16 transition options and practical expedients*. Pridobljeno 4. julija 2022 iz <https://www.grantthornton.ca/insights/IFRS16/ifrs-16-transition-options-and-practical-expedients/>

28. Hauptman, M. & Lušnic, K. (2019). Novosti MSRP 16 – Najemi in vpliv na ocenjevanje vrednosti podjetij. *Revija SIR*IUS*, 7(3), 5–20.
29. Hoogervorst, H. (2016, 22. marec). *Shining the Light on Leases*. Pridobljeno 26. marca 2022 iz <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2016/03/hans-hoogervorst-article-shining-the-light-on-leases/>
30. IFRS Community. (2022, 16. februar). *Depreciation and Amortisation of Property, Plant and Equipment and Intangible Assets (IAS 16 and IAS 38)*. Pridobljeno 5. julija 2022 iz <https://ifrscommunity.com/knowledge-base/depreciation-and-amortisation/>
31. IFRS Foundation. (2012, januar). *IAS 17 Leases*. Pridobljeno 8. februarja 2022 iz <https://www.yumpu.com/en/document/read/22536175/ias-17-leases-international-accounting-standards-board>
32. IFRS Foundation. (2016, januar). *IFRS 16 Leases*. Pridobljeno 13. oktobra 2021 iz <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf>
33. IFRS Foundation. (2019, junij). *IFRS 16: Leases – Lessee’s incremental borrowing rate*. 14. oktobra 2021 iz <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2019/june/ifric/ap2-ifrs-16-incremental-borrowing-rate.pdf>
34. IFRS Foundation. (brez datuma). *IFRS 16 – Leases*. Pridobljeno 13. oktobra 2021 iz <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ifrs-16-leases.pdf>
35. International Accounting Standards Committee Foundation – IASCF. (brez datuma). *International Accounting Standard 17*. Pridobljeno 8. februarja 2022 iz <http://ifrs.skr.jp/ias17.pdf>
36. International Federation of Accountants. (2008, junij). *International Good Practice Guidance: Project Appraisal Using Discounted Cash Flow*. Pridobljeno 15. oktobra 2022 iz <https://www.ifac.org/system/files/publications/files/Project-Appraisal-Using-DCF.pdf>
37. IPSAS. (2013, januar). *IPSAS 13 – LEASES*. Pridobljeno 13. oktobra 2021 iz https://www.ifac.org/system/files/publications/files/A22%20IPSAS_13.pdf
38. Kang, S. & Long, M. (2001). The fixed payment financing decision: to borrow or lease. *Review of Financial Economics*, 10(1), 41–55.
39. KF Finance d.o.o. (2020, november). *Izračun stopnje WACC, sredstev za zagotavljanje univerzalne storitve Pošte Slovenija na dan 31.12.2019*. Pridobljeno 20. novembra 2022 iz https://www.akos-rs.si/fileadmin/user_upload/Uporabnik_AKOS_Porocilo_o_izracunu_WACC_na_dan_31.12.2019.pdf
40. Klein, B., Crawford, R. & Alchian, A. (1978). Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process. *Journal of Law and Economics*, 21(2), 297–326.
41. KPMG. (2019, september). *Lease components: The unit of account for lease accounting*. Pridobljeno 26. aprila 2022 iz <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/08/leases-components-2019.pdf>

42. KPMG. (2021, marec). *IFRS 16 – An overview: The new normal for lease accounting*. Pridobljeno 26. aprila 2022 iz <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/03/leases-overview.pdf>
43. KPMG. (brez datuma). *Equity Market Risk Premium – Research Summary*. Pridobljeno 20. novembra 2022 iz <https://indialogue.io/clients/reports/public/5d9da61986db2894649a7ef2/5d9da63386db2894649a7ef5>
44. Krishnan, V. & Moyer, R. (1994). Bankruptcy costs and the financial leasing decision. *Financial Management*, 23(2), 31–42.
45. Lasfer, M. & Levis, M. (1998). The determinants of the leasing decision of small and large companies. *European Financial Management*, 4(2), 159–184.
46. Lewis, C. & Schallheim, J. (1992). Are debt and leases substitutes? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 497–511.
47. Marston, F. & Harris, R. (1988). Substitutability of leases and debt in corporate capital structures. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 3(2), 147–170.
48. Mehran, H., Taggart, R. & Yermack, D. (1999). CEO ownership, leasing and debt financing – statistical data included. *Financial Management*, 28(2), 5–14.
49. Montinaro, E. (2018). *A Shift in lease accounting: the study of the transition from IAS 17 to IFRS 16* (diplomsko delo). Rim: LUISS Guido Carli University.
50. Morais, A. I. (2013). *Why companies choose to lease instead of buy? Insights from academic literature*. *Journal of Academia Revista Latinoamericana de Administracion*, 26(3), 432–446.
51. Morales Díaz, J., Villacorta Hernández, M. A. & Voicila, F. I. (2019). Lease accounting: an inquiry into the origins of the Capitalization Model. *De Computis: Revista Española de Historia de la Contabilidad*, 16(2), 160–187.
52. Muthupandian, K. S. (2009). IAS 17 Leases – A Closer Look. *The Management Accountant*, 44(2), 115–122.
53. Myers, S., Dill, D. & Bautista, A. (1976). Valuation of financial lease contracts. *Journal of Finance*, 31(3), 799–819.
54. PwC. (2016, februar). *A study on the impact of lease capitalisation – IFRS 16: The new leases standard*. Pridobljeno 19. julija 2022 iz <https://www.pwc.com/sk/en/audit/assets/2017/a-study-on-the-impact-of-lease-capitalisation.pdf>
55. PwC. (2023, 31. januar). *US Leases guide 2.4: Separating lease and nonlease components*. Pridobljeno 4. julija 2022 iz https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/leases/leases__4_US/chapter_2_scope__1_US/24_separating_lease__US.html
56. Ritlop, P. (2019). *Učinki uvedbe MSRP 16 – Najemi na ključne računovodske kazalnike* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
57. S. Oliver SLO d.o.o. (2016). *Letno poročilo 2015*. Ljubljana: S. Oliver SLO d.o.o.
58. S. Oliver SLO d.o.o. (2017). *Letno poročilo 2016*. Ljubljana: S. Oliver SLO d.o.o.
59. S. Oliver SLO d.o.o. (2018). *Letno poročilo 2017*. Ljubljana: S. Oliver SLO d.o.o.

60. S. Oliver SLO d.o.o. (2019). *Letno poročilo 2018*. Ljubljana: S. Oliver SLO d.o.o.
61. S. Oliver SLO d.o.o. (2020). *Letno poročilo 2019*. Ljubljana: S. Oliver SLO d.o.o.
62. S. Oliver SLO d.o.o. (2021). *Letno poročilo 2020*. Ljubljana: S. Oliver SLO d.o.o.
63. S. Oliver SLO d.o.o. (2022). *Letno poročilo 2021*. Ljubljana: S. Oliver SLO d.o.o.
64. Sharpe, S. & Nguyen, H. (1995). Capital market imperfections and the incentive to lease. *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 271–294.
65. Sieverding, A. (2018). *A critical analysis of the accounting for sale and lease back transactions under the new IFRS 16* (magistrsko delo). Lizbona: Universidade Católica Portuguesa.
66. Slovenski inštitut za revizijo. (2020). *CRPS Deciles Study per 2019*. 20 novembra 2022 iz <https://si-revizija.si/datoteke/ocenjevalci/2325/crsp-deciles-size-studyper2019-12-3xlsx>
67. Služba Vlade Republike Slovenije za zakonodajo. (2005, 27. december). *Slovenski računovodski standardi (2005)*. Pridobljeno 6. marca 2023 iz <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=DRUG2463>
68. Služba Vlade Republike Slovenije za zakonodajo. (2015, 10. december). *Slovenski računovodski standardi (2016)*. Pridobljeno 14. aprila 2022 iz <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=DRUG4192#>
69. Smith, C. & Wakeman, L. (1985). Determinants of corporate leasing policy. *Journal of Finance*, 40(3), 895–910.
70. Solifi. (2022). *2022 Global Leasing Report: The Global Leasing Industry Adapts And Adjusts In The Face Of Economic Turbulence*. Pridobljeno 28. decembra 2022 iz <https://www.solifi.com/ebooks/global-leasing-report-2022/>
71. Stancheva-Todorova, E. & Velinova-Sokolova, N. (2019). IFRS 16 Leases and Its Impact on Company's Financial Reporting, Financial Ratios and Performance Metrics. *Economic Alternatives*, 25(1), 64–62.
72. Sykes, A. (1976). *The Lease-Buy Decision*. London: British Institute of Management.
73. Thomas, Z. & Drew, S. (2022, 26. maj). *IFRS 16: All change for lease accounting – are you ready?* Pridobljeno 27. novembra 2022 iz <https://www.evelyn.com/insights-and-events/insights/ifrs-16-all-change-for-lease-accounting-are-you-ready/>
74. Thomson, S. (2005). *The role of leasing in UK corporate financing decisions* (doktorska dizertacija). Edinburgh: Heriot-Watt University.
75. Tsay, W. (2003). Residual risk in the lease-or-buy analysis. *Journal of the Academy of Business and Economics*, 1(1), 87–94.
76. White Clark Group. (2021). *Global leasing report 2021: A decade of growth and resilience in the global leasing industry*. Pridobljeno 5. julija 2021 iz <https://www.whiteclarkgroup.com/reports/global-leasing-report-2021>
77. Yan, A. (2006). Leasing and debt financing: substitutes or complements? *Financial and Quantitative Analysis*, 41(3), 709–731.

PRILOGE

Priloga 1: Napoved postavk izkaza poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. za namen ocene vrednosti v Scenariju 1

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	Historični podatki					Napoved poslovanja - brez MSRP 16					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
ČPP blago	18.219.906	19.619.661	21.153.389	21.199.108	20.418.460	21.031.014	21.598.851	22.182.020	22.780.935	22.968.877	23.083.722
<i>rast v %</i>		8%	8%	0%	-4%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	0,8%	0,5%
ČPP storitve	641.800	949.932	719.490	830.486	722.463	744.137	764.229	784.863	806.054	812.704	816.768
<i>rast v %</i>		48%	-24%	15%	-13%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	0,8%	0,5%
Najemnine	30.282	30.282	36.656	53.004	27.868	28.007	28.147	28.288	28.430	28.572	28.715
<i>rast v %</i>		0%	21%	45%	-47%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
ČPP	18.891.988	20.599.875	21.909.535	22.082.598	21.168.791	21.803.158	22.391.227	22.995.171	23.615.418	23.810.153	23.929.204
Drugi poslovni prihodki	3.935	5.819	6.643	1.824	39.435	6.159	6.325	6.496	6.671	6.726	6.759
<i>v % ČPP</i>	0,02%	0,03%	0,03%	0,01%	0,19%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
NVPB	9.521.614	10.688.139	11.182.865	11.235.665	10.545.328	11.114.822	11.414.923	11.723.125	12.039.650	12.138.977	12.199.672
<i>NVPB/ČPP blago</i>	52,26%	54,48%	52,87%	53,00%	51,65%	52,85%	52,85%	52,85%	52,85%	52,85%	52,85%
<i>Bruto marža</i>	47,74%	45,52%	47,13%	47,00%	48,35%	47,15%	47,15%	47,15%	47,15%	47,15%	47,15%
Stroški materiala	476.972	486.966	436.174	414.609	488.401	482.468	495.481	508.845	522.570	526.879	529.513
<i>v % ČPP</i>	2,5%	2,4%	2,0%	1,9%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Stroški storitev	3.349.547	3.400.063	3.491.391	3.549.648	3.610.188	3.632.382	3.730.354	3.830.970	3.934.302	3.966.745	3.986.579
<i>v % ČPP</i>	17,7%	16,5%	15,9%	16,1%	17,1%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Stroški dela	3.479.134	3.698.824	3.941.770	4.125.955	4.480.142	4.708.629	4.802.802	4.898.858	4.996.835	5.096.772	5.122.256
<i>Število zaposlenih - povprečje</i>	139	129	131	134	140	140	140	140	140	140	140
<i>Povprečen strošek dela / zaposlenega / mesec</i>	2.088	2.390	2.503	2.575	2.668	2.804	2.860	2.917	2.975	3.035	3.050
<i>Rast stroška dela / zaposlenega / mesec</i>		14%	5%	3%	4%	5,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,5%
Amortizacija vezana na NS	486.279	481.531	443.722	438.682	509.722	494.113	492.607	494.396	495.924	488.108	490.549
<i>v % ČPP</i>	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
Investicije	261.480	549.260	357.695	264.346	1.250.521	494.113	492.607	494.396	495.924	488.108	490.549
<i>Investicije / AM</i>	54%	114%	81%	60%	245%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Drugi poslovni odhodki	692.447	748.594	775.326	850.348	871.709	820.090	842.209	864.926	888.255	895.580	900.058
<i>v % ČPP</i>	3,7%	3,6%	3,5%	3,9%	4,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Efektivna davčna stopnja	18%	17%	15%	12%	10%	19%	19%	19%	19%	19%	19%

Vir: lastno delo.

Priloga 2: Napoved obratnega kapitala S. Oliver SLO d.o.o. za namen ocene vrednosti v Scenariju 1 in Scenariju 2

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	Plan 31.12.2020	Plan 31.12.2021	Plan 31.12.2022	Plan 31.12.2023	Plan 31.12.2024	TV
Zaloge	1.541.604	1.884.332	1.811.548	2.177.840	2.151.365	1.955.520	2.008.317	2.062.539	2.118.226	2.135.701	2.146.379
KR poslovne terjatve	946.944	1.047.941	1.292.824	1.464.591	1.170.980	1.206.071	1.238.601	1.272.009	1.306.318	1.317.090	1.323.676
Potrebna denarna sredstva	289.928	308.235	328.481	343.830	373.345	392.386	400.233	408.238	416.403	424.731	426.855
AČR	53.451	57.355	54.281	65.779	70.928	61.688	63.351	65.060	66.815	67.366	67.703
KR poslovne obveznosti	1.027.886	1.458.503	1.496.247	1.536.701	1.856.490	1.581.041	1.621.208	1.662.410	1.704.672	1.723.206	1.731.822
PČR	179.168	263.748	338.927	384.823	329.680	337.281	346.378	355.721	365.316	368.328	370.170
Obratni kapital	1.624.873	1.575.612	1.651.960	2.130.516	1.580.448	1.697.342	1.742.916	1.789.716	1.837.774	1.853.354	1.862.620
v % ČPP	8,6%	7,6%	7,5%	9,6%	7,5%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Sprememba OBK		-49.261	76.348	478.556	-550.067	116.894	45.574	46.800	48.058	15.580	9.267

Denarna sredstva v BS na dan 31.12.2019	579.286
Potrebna denarna sredstva*	373.345
Presežna denarna sredstva	205.941

*Potrebna denarna sredstva so ocenjena v višini 1-mesečnega stroška dela.

Podrobna analiza OBK						Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Zaloge	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	TV
NVPB in stroški materiala	9.998.586	11.175.105	11.619.039	11.650.274	11.033.729	11.597.290	11.910.403	12.231.970	12.562.220	12.665.856	12.729.185
Zaloge	1.541.604	1.884.332	1.811.548	2.177.840	2.151.365	1.955.520	2.008.317	2.062.539	2.118.226	2.135.701	2.146.379
Zaloge v % ČPP	8,2%	9,1%	8,3%	9,9%	10,2%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Obrat zalog	6	6	6	5	5	6	6	6	6	6	6
Dnevi vezave zalog	56	62	57	68	71	62	62	62	62	62	62

KR poslovne terjatve	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	Plan 31.12.2020	Plan 31.12.2021	Plan 31.12.2022	Plan 31.12.2023	Plan 31.12.2024	TV
ČPP	18.891.988	20.599.875	21.909.534	22.082.598	21.168.791	21.803.158	22.391.227	22.995.171	23.615.418	23.810.153	23.929.204
KR poslovne terjatve	946.944	1.047.941	1.292.824	1.464.591	1.170.980	1.206.071	1.238.601	1.272.009	1.306.318	1.317.090	1.323.676
v % ČPP	5,0%	5,1%	5,9%	6,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Obrat KR poslovnih terjatev	20	20	17	15	18	18	18	18	18	18	18
Dnevi vezave KR poslovnih terjatev	18	19	22	24	20	20	20	20	20	20	20

KR poslovne obveznosti	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	Plan 31.12.2020	Plan 31.12.2021	Plan 31.12.2022	Plan 31.12.2023	Plan 31.12.2024	TV
Posl. odh. (brez amor. in prevrednot. posl. odh.)	17.519.714	19.022.586	19.827.526	20.176.224	19.995.768	20.758.391	21.285.768	21.826.724	22.381.613	22.624.953	22.738.077
KR poslovne obveznosti	1.027.886	1.458.503	1.496.247	1.536.701	1.856.490	1.581.041	1.621.208	1.662.410	1.704.672	1.723.206	1.731.822
v % ČPP	5,4%	7,1%	6,8%	7,0%	8,8%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Obrat KR poslovnih obveznosti	17	13	13	13	11	13	13	13	13	13	13
Dnevi vezave KR poslovnih obveznosti	21	28	28	28	34	28	28	28	28	28	28

AČR	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	Plan 31.12.2020	Plan 31.12.2021	Plan 31.12.2022	Plan 31.12.2023	Plan 31.12.2024	TV
AČR	53.451	57.355	54.281	65.779	70.928	61.688	63.351	65.060	66.815	67.366	67.703
v % ČPP	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

PČR	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	Plan 31.12.2020	Plan 31.12.2021	Plan 31.12.2022	Plan 31.12.2023	Plan 31.12.2024	TV
PČR	179.168	263.748	338.927	384.823	329.680	337.281	346.378	355.721	365.316	368.328	370.170
v % ČPP	0,9%	1,3%	1,5%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Vir: lastno delo.

Priloga 3: Napoved postavk izkaza poslovnega izida S. Oliver SLO d.o.o. za namen ocene vrednosti v Scenariju 2

S. Oliver SLO d.o.o. v EUR	Historični podatki				z MSRP 16 2019	Napoved poslovanja - z MSRP 16					
	2015	2016	2017	2018		2020	2021	2022	2023	2024	TV
ČPP blago	18.219.906	19.619.661	21.153.389	21.199.108	20.418.460	21.031.014	21.598.851	22.182.020	22.780.935	22.968.877	23.083.722
<i>rast v %</i>		8%	8%	0%	-4%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	0,8%	0,5%
ČPP storitve	641.800	949.932	719.490	830.486	722.463	744.137	764.229	784.863	806.054	812.704	816.768
<i>rast v %</i>		48%	-24%	15%	-13%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	0,8%	0,5%
Najemnine	30.282	30.282	36.656	53.004	27.868	28.007	28.147	28.288	28.430	28.572	28.715
<i>rast v %</i>		0%	21%	45%	-47%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
ČPP	18.891.988	20.599.875	21.909.535	22.082.598	21.168.791	21.803.158	22.391.227	22.995.171	23.615.418	23.810.153	23.929.204
Drugi poslovni prihodki	3.935	5.819	6.643	1.824	39.435	6.159	6.325	6.496	6.671	6.726	6.759
<i>v % ČPP</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
NVPB	9.521.614	10.688.139	11.182.865	11.235.665	10.545.328	11.114.822	11.414.923	11.723.125	12.039.650	12.138.977	12.199.672
<i>NVPB/ČPP blago</i>	52,3%	54,5%	52,9%	53,0%	51,6%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%
<i>Bruto marža</i>	48%	46%	47%	47%	48%	47%	47%	47%	47%	47%	47%
Stroški materiala	476.972	486.966	436.174	414.609	488.401	482.468	495.481	508.845	522.570	526.879	529.513
<i>v % ČPP</i>	2,5%	2,4%	2,0%	1,9%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Stroški storitev skupaj	3.349.547	3.400.063	3.491.391	3.549.648	2.251.751	2.319.229	2.381.783	2.446.025	2.512.002	2.532.716	3.577.889
Stroški storitev z MSRP 16	3.349.547	3.400.063	3.491.391	3.549.648	2.251.751	2.319.229	2.381.783	2.446.025	2.512.002	2.532.716	2.545.380
<i>v % ČPP</i>	17,7%	16,5%	15,9%	16,1%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Stroški storitev - korekcija TV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.032.510
<i>v % ČPP</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%
Stroški dela	3.479.134	3.698.824	3.941.770	4.125.955	4.480.142	4.708.629	4.802.802	4.898.858	4.996.835	5.096.772	5.122.256
<i>Število zaposlenih - povprečje</i>	139	129	131	134	140	140	140	140	140	140	140
<i>Povprečen strošek dela / zaposlenega / mesec</i>	2.088	2.390	2.503	2.575	2.668	2.804	2.860	2.917	2.975	3.035	3.050
<i>Rast stroška dela / zaposlenega / mesec</i>		14%	5%	3%	4%	5,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,5%
Amortizacija celotna	486.279	481.531	443.722	438.682	1.897.229	1.931.465	1.929.959	1.931.748	1.933.276	1.925.460	490.549
<i>v % ČPP</i>	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%	9,0%	8,9%	8,6%	8,4%	8,2%	8,1%	2,1%
Amortizacija celotna	486.279	481.531	443.722	438.682	1.897.229	1.931.465	1.929.959	1.931.748	1.933.276	1.925.460	490.549
<i>Minus: Amortizacija brez MSRP 16</i>	486.279	481.531	443.722	438.682	509.722	494.113	492.607	494.396	495.924	488.108	490.549
= Amortizacija zaradi MSRP 16	0	0	0	0	1.387.507	1.437.352	1.437.352	1.437.352	1.437.352	1.437.352	0
KV pravica do uporabe	/	/	/	/	7.186.760	5.749.408	4.312.056	2.874.704	1.437.352	0	0
<i>Obdobje amortizacije</i>					5						
<i>AM stopnja</i>					20%						
Investicije brez MSRP 16	261.480	549.260	357.695	264.346	1.250.521	494.113	492.607	494.396	495.924	488.108	490.549
<i>Investicije / AM</i>	54%	114%	81%	60%	66%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Drugi poslovni odhodki	692.447	748.594	775.326	850.348	871.709	820.090	842.209	864.926	888.255	895.580	900.058
<i>v % ČPP</i>	3,7%	3,6%	3,5%	3,9%	4,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Efektivna davčna stopnja	18%	17%	15%	12%	10%	19%	19%	19%	19%	19%	19%

Vir: lastno delo.